

## Prefazione

L'economia italiana è fatta soprattutto di piccole e medie imprese. E questo è un punto tanto di forza quanto di debolezza. È un punto di forza perché le piccole dimensioni facilitano il manifestarsi della creatività e della capacità di iniziativa tipica degli imprenditori. Inoltre, le imprese piccole sono più flessibili: capaci di adattarsi facilmente a nuove strategie in risposta a una crisi; dotate di spirito di appartenenza e – in molti casi ancora, come nel dopoguerra – di comunanza di intenti fra imprenditore e lavoratori. Vi è poi, nelle piccole imprese a proprietà e controllo familiare, quell'elemento intergenerazionale che dovrebbe garantire solidità e lungimiranza.

Tuttavia, essere piccoli ha anche ovvi svantaggi. Per esempio, l'accesso alla frontiera tecnologica è più difficile. È più limitata la capacità finanziaria di sostenere investimenti con un ritorno dilazionato, così che la conseguente dipendenza dal credito priva l'impresa di una completa autonomia decisionale sia dai creditori sia dai mercati. Le capacità manageriali a disposizione sono poi limitate, nonostante il know-how specifico al settore faccia in parte da contraltare. Nelle imprese familiari, infine, la dimensione ridotta può creare conflitti di partecipazione alle decisioni e ai profitti, o può portare a subordinare l'economicità alla coesione familiare.

È opinione diffusa che, nelle circostanze attuali, prevalgano gli aspetti negativi: essere piccoli è soprattutto un handicap. La globalizzazione ha aumentato la dimensione dei mercati di sbocco e introdotto nuovi concorrenti, e per cogliere le opportunità e reggere le sfide occorre saper sfruttare pienamente le economie di scala. Tuttavia, le aziende italiane stentano a farlo. La moltitudine di piccole e medie imprese in Italia non è tanto un esempio di vitalità diffusa quanto di difficoltà a crescere.

Nel breve e medio termine, una crescita rapida può avvenire soprattutto tramite fusioni e acquisizioni (soprattutto in un momento di stagnazione economica come quello attuale). In Italia gli ostacoli sulla strada della crescita esterna sono di almeno tre tipi: *path dependence*, struttura dell'economia, cultura.

Per quanto riguarda il primo aspetto, ogni impresa ha specificità che la rendono unica. Quella familiare costituisce il caso più chiaro: ogni nucleo familiare condivide un insieme di valori e di competenze difficilmente trasferibili.

Inoltre, molte aziende, pur nella struttura nominale della società di capitali, operano secondo procedure informali e più snelle, senza una vera e propria governance. Per queste, aprirsi a fusioni con altre imprese, in particolar modo se assistite da fondi di private equity, comporterebbe un rallentamento dell'attività decisionale e rappresenterebbe la fine di consuetudini gestionali assodate.

Sotto il profilo della struttura economica, vi sono problemi legati al rischio e alla complessità delle piccole e medie imprese - proprio quelle che beneficerebbero da fusioni e joint venture in termini di innovatività. Infatti, raramente quotate in Borsa, sono difficilmente monitorabili e oggetto di finanziamenti

più rischiosi – gli operatori privati sono dunque restii a stringere accordi con esse. D'altro canto, anche i fondi di private equity a gestione pubblica (regioni e province) non sono incentivati a rischiare e a monitorare gli investimenti, avendo spesso dimensioni risibili (limite minimo di e 25 milioni, come previsto dal TUF). L'espansione geografica è poi circoscritta ai mercati meno distanti, in mancanza di un supporto finanziario e manageriale consistente da parte del sistema creditizio, che può vantare solo due gruppi piuttosto internazionalizzati, che toccano solo marginalmente i paesi emergenti. Se a ciò si aggiunge la corruzione e il livello di regolamentazione presenti in molti di essi, ne consegue che l'espansione geografica richiede l'acquisizione di imprese locali, implicando ingenti rischi e costi di transazione.

Vi sono infine ostacoli di natura prevalentemente culturale. Innanzitutto, l'antica sfiducia nei confronti del mercato e della risultante determinazione dei prezzi. Nel paese dei Malavoglia, gli imprenditori difficilmente accettano di sottoporre a valutazione esterna il valore sia dell'impresa propria, se la devono quotare, sia di quella da acquisire. Si tratta di diffidenza nei confronti dei manager esterni, che entrano nella gestione aziendale quando si concludono affari con fondi di private equity. Il timore riguarda sia il ruolo da attribuire ai membri della famiglia sia la buona condotta del private equity nell'uscita dall'investimento, resa critica dal mancato sviluppo di un mercato secondario. Questi problemi nascono spesso dal conflitto fra meritocrazia e famiglia, risolto solo raramente e con ricambi generazionali. L'importanza dei rapporti interpersonali nel «capitalismo relazionale» italiano condiziona anche l'accesso al credito, che diventa un patrimonio personale non trasferibile con l'azienda. Infine, non è da escludere che vi sia anche un elemento psicologico di forte avversione al rischio. Questo spiegherebbe, per esempio, perché alla crescita per prodotti o servizi innovativi si preferisca spesso quella per mercati geografici, e in mercati molto simili al nostro come quello francese.

Questi aspetti, e molti altri ancora, sono discussi in questo libro da una prospettiva unica: quella di un operatore globale presente in Italia da oltre cinquant'anni e che da oltre venti segue le operazioni di M&A nel nostro paese. Il volume raccoglie tre contributi fondamentali. La prima parte contiene un'analisi generale delle operazioni di crescita esterna delle imprese italiane dalla fine anni Ottanta a oggi. Il suo principale valore aggiunto è l'integrazione tra l'esperienza operativa di KPMG e la profonda conoscenza dell'economia italiana. Le operazioni di M&A sono discusse alla luce di un'originale e attenta analisi degli aspetti macroeconomici, finanziari, politici e sociologici del nostro paese, nella consapevolezza che la crescita dimensionale delle imprese è fondamentale per cogliere le sfide e le opportunità offerte dal contesto internazionale.

La seconda parte raccoglie illuminanti interviste con alcuni dei principali protagonisti della stagione delle M&A italiane. Infine, la terza parte riporta in modo sintetico ma estremamente efficace una sintesi – mondiale e italiana – della ricca banca dati raccolta in questo ventennio da KPMG, e che

sta alla base di questo studio.

Il quadro che emerge è estremamente interessante e ricco di spunti rilevanti per la politica economica. Come è documentato, gli ultimi vent'anni hanno visto il decollo e la stabilizzazione del settore M&A, per valore e numero di operazioni. Oggi il mercato italiano è saldamente legato a quello globale, sia per movimenti in entrata che in uscita: segno che, nonostante la scarsa competitività dei nostri salari, l'economia domestica produce valore e ha ancora molte risorse che possono essere sfruttate anche meglio di quanto non si sia fatto finora.

*Guido Tabellini*