

CAPPELLI RIOLO
CALDERARO CRISOSTOMO
DEL DIN & PARTNERS



INSIGHTS

FAMILY BUSINESSES IN
ITALIA E GERMANIA:
IL RUOLO DELL'M&A
COME LEVA DI SVILUPPO
E CONTINUITÀ PER LE
IMPRESE FAMILIARI



Studio Legale

Milano Roma Londra
crcdlex.com

IL RUOLO DELL'M&A COME LEVA DI SVILUPPO E CONTINUITÀ PER LE IMPRESE FAMILIARI

Le imprese familiari si trovano spesso di fronte a un bivio strategico: da un lato, preservare il controllo e perseguire una crescita graduale, un percorso tipico del Mittelstand tedesco (generalmente inteso come l'insieme delle imprese con ricavi annui fino a 500 milioni di euro e una forte impronta familiare), dove la stabilità di lungo periodo e la continuità intergenerazionale vengono tradizionalmente privilegiate rispetto alla massimizzazione del valore nel breve termine; dall'altro, aprire il capitale, condividere la governance e accelerare il processo di crescita.

Le operazioni di *mergers & acquisitions* (M&A) rappresentano una leva strategica per le imprese familiari che vogliono consolidarsi, scalare mercati esteri, tramandare valore alle generazioni future. Spesso sono anche occasioni per risolvere il tema del passaggio generazionale (già oggetto di analisi nelle ultime due pubblicazioni di questo blog). In Germania, questa dinamica assume un rilievo particolare: secondo i dati dell'*Institut für Mittelstandsforschung* (IfM), ogni anno un numero significativo di piccole medie imprese si confronta con sfide legate alla successione. In questo contesto, le operazioni di M&A emergono sempre più come un'alternativa credibile ed efficace ai tradizionali passaggi generazionali all'interno della famiglia.

Con la vendita, infatti, la famiglia può monetizzare anni di lavoro e consolidare il patrimonio per reinvestirlo secondo altre finalità, soprattutto ove nessuno degli eredi sia intenzionato a condurre l'azienda.

L'avvio di un'operazione di M&A richiede una preparazione preliminare: business plan credibile, contabilità certificata, sistemi di controllo interno, processi digitalizzati e il supporto di advisor esperti. In Germania, tutto ciò comporta anche la necessità di rispettare specifici obblighi normativi previsti dall'*Handelsgesetzbuch* (HGB), tra cui la redazione del bilancio d'esercizio (*Jahresabschluss*) e, per le imprese di maggiori dimensioni, del bilancio consolidato di gruppo (*Konzernabschluss*). Tali documenti possono presentare differenze sostanziali rispetto alle rappresentazioni contabili basate sui principi contabili italiani o sugli standard IFRS, generalmente più familiari agli investitori e agli acquirenti internazionali.

Le imprese familiari tedesche devono inoltre tenere in debita considerazione il sistema di codeterminazione (*Mitbestimmung*) nei processi di M&A. Una disciplina che può infatti imporre il coinvolgimento e la consultazione dei consigli di fabbrica (*Betriebsräte*) prima dell'attuazione di decisioni strutturali rilevanti, incidendo su tempi, modalità e governance delle operazioni straordinarie.

Processi di aggregazione tra imprese familiari

Uno dei possibili obiettivi di un'operazione di M&A consiste nell'aggregazione di piccole realtà sinergiche che solo unite possono scalare il mercato, strutturarsi e restare competitive. I processi di aggregazione possono avvenire in diversi modi. I più comuni sono:

- acquisizioni totalitarie o di maggioranza, con possibilità di firmare contestuali accordi di opzione per acquistare la residua quota di capitale dopo un certo tempo e, talvolta, solo al verificarsi di certe condizioni;
- costituzione di joint venture societarie destinate a sviluppare un certo ramo di business, mediante conferimenti di rami d'azienda o scissioni societarie;
- fusioni proprie tra realtà complementari.

L'aggregazione delle piccole medie imprese è spesso una necessità per il mercato italiano che si presenta come molto frammentato (oltre il 95% delle aziende attive sono piccole medie imprese, di cui la grande maggioranza microimprese con meno di 10 addetti). Un fenomeno che rappresenta un punto di forza del *made in Italy* in termini di specializzazione e flessibilità, ma anche di debolezza in termini di capacità di competere su scala globale.

Il mercato tedesco, pur essendo anch'esso dominato da piccole e medie imprese, presenta dinamiche strutturalmente diverse rispetto a quello italiano. Il *Mittelstand* risulta infatti mediamente più internazionalizzato e fortemente orientato all'export.

Di conseguenza, le operazioni di M&A non sono solitamente motivate dall'esigenza di raggiungere una dimensione minima efficiente, bensì dalla volontà di accedere a nuovi mercati geografici, acquisire tecnologie o competenze distintive, oppure rispondere alla crescente pressione competitiva esercitata da grandi player industriali e da strategie di roll-up promosse dai fondi di private equity. In questo contesto si inserisce il concetto di *hidden champion*: imprese leader a livello globale in nicchie altamente specializzate, che rimangono in larga parte a controllo familiare. Questo modello, particolarmente caratteristico del sistema economico tedesco, dovrebbe costituire un punto di riferimento centrale nella definizione di qualsiasi strategia di M&A rivolta al segmento del *Mittelstand*.

Le operazioni di M&A aggregative spesso richiedono, tra l'altro, una disciplina puntuale di impegni post-closing funzionali ad allineare prassi di *governance*, oltre che sistemi di controlli e *compliance* tra le due distinte realtà. Qualora l'operazione preveda la permanenza nella compagine societaria di diverse famiglie, sono necessarie chiare regole di *governance* che definiscano aree di attività, ruoli, compensi. In Germania, l'allineamento della *governance post closing* deve inoltre tenere conto della possibile applicazione delle norme sulla codeterminazione a livello di consiglio di sorveglianza (*Aufsichtsrat*). Tali regole, previste dal *Mitbestimmungsgesetz* del 1976 o dal *Drittelbeteiligungsgesetz*, impongono la rappresentanza dei lavoratori all'interno degli organi di controllo in funzione della dimensione occupazionale dell'entità risultante dall'operazione.

Questo modello di coinvolgimento degli stakeholder è strutturalmente diverso da quello italiano e richiede un'attenta pianificazione già nella fase pre-closing.

Sviluppo mediante apertura del capitale ai fondi

Un diverso obiettivo delle operazioni di M&A può consistere nella ricerca di un socio finanziario (generalmente, un fondo di *private equity*) che possa aiutare a velocizzare lo sviluppo dell'impresa familiare.

Spesso, l'investimento dei fondi di *private equity* si concretizza come un investimento di minoranza. In tal caso il fondo lascia la gestione dell'impresa alla famiglia e negozia, nel contesto dell'accordo di investimento, i tipici diritti delle minoranze, tra cui:

- diritti di informativa periodica;
- rappresentanza nell'organo gestorio e di controllo;
- diritti di liquidazione preferenziale in caso di eventi di liquidità;
- diritto di *tag-along* in caso di trasferimento delle partecipazioni;
- diritti di *drag-along*, particolarmente rilevanti nelle strutture di GmbH tedesche, in cui il trasferimento delle quote richiede l'atto notarile (*notarielle Beurkundung*);
- clausole di anti-diluizione, di particolare importanza nei successivi round di finanziamento (*follow-on financing rounds*), che le imprese familiari tedesche affrontano sempre più frequentemente nell'ambito di strategie di crescita supportate da investimenti di *growth equity*;
- possibilità di avviare l'exit totalitario trascorso un determinato periodo di tempo.

In alcuni casi il fondo non effettua solo un investimento di *equity* ma consente alla famiglia di vendergli una parte della sua partecipazione nel capitale. In tali contesti, capita che determinati componenti della famiglia stessa sono richiesti di reinvestire nell'azienda. Così, l'operazione di investimento può comportare un cambio di controllo della società, con passaggio della maggioranza del capitale in capo al fondo. Ma anche in tali casi, la conduzione operativa della società, almeno per i primi anni o subordinatamente al raggiungimento di determinati risultati, può restare nelle mani della famiglia, che mantiene il diritto di nomina dell'amministratore delegato e di una parte del Consiglio di Amministrazione.

In una struttura societaria tedesca di tipo AG o SE, tale diritto viene esercitato in maniera indiretta: la famiglia preserva la propria influenza attraverso il consiglio di sorveglianza (*Aufsichtsrat*), cui spetta la nomina e la revoca dei membri del consiglio di gestione (*Vorstand*).

Investitori e famiglie devono essere consapevoli che eventuali restrizioni contrattuali dirette sulla nomina dei membri del *Vorstand* possono risultare nulle ai sensi del diritto societario tedesco delle società per azioni (*Aktiengesetz*). Di conseguenza, la progettazione dell'assetto di governance a livello di *Aufsichtsrat* rappresenta lo strumento centrale per assicurare la continuità manageriale e l'allineamento strategico nella fase *post closing*.

In generale, l'ingresso di un fondo di *private equity* nel capitale sociale di imprese familiari determina trasformazioni aziendali significative che richiedono un cambio di mentalità. Ci si riferisce in particolare a:

- l'arrivo di manager esterni;
- la necessità di rispondere a investitori con orizzonti definiti;

- l'implementazione di sistemi di controllo più rigidi;
- maggiore trasparenza e obblighi di reporting più stringenti.

Le storie di successo sono tanto più possibili quanto più l'imprenditore si rapporta al fondo di investimento non solo come soggetto che apporta capitali, ma anche come portatore di competenze manageriali e visione strategica.

Conclusioni

Il successo delle operazioni di M&A dipende non soltanto dalla bontà dell'affare in senso finanziario, ma anche dalla qualità della relazione tra famiglia, management e investitori, dalla chiarezza delle regole di governance e dalla capacità di gestire il cambiamento culturale necessario. Se questi elementi sono rispettati, l'M&A può rafforzare competitività e continuità del progetto imprenditoriale.

In particolare, per le famiglie del Mittelstand tedesco, che tendono a valutare il successo non sulla base dei rendimenti trimestrali ma in termini di eredità generazionale, le operazioni di M&A possono rivelarsi pienamente coerenti con la loro visione imprenditoriale. Se infatti strutturate in modo attento e allineato ai valori dell'impresa, tali operazioni risultano compatibili con principi cardine come l'indipendenza, l'artigianalità e la cura di lungo periodo dell'azienda (*long-term stewardship*), elementi che costituiscono il nucleo identitario dell'imprenditoria familiare tedesca.

Valentina Dragoni

valentina.dragoni@crccdlex.com

Martino Liva

martino.liva@crccdlex.com

Questo articolo è parte di una serie di blog sui family businesses in Italia e Germania, realizzati in collaborazione con Bettina Wirth-Duncan di Flick Gocke Schaumburg. Per comprendere le sfide del passaggio generazionale dei family business nel mercato tedesco, si rinvia alla versione tedesca del presente articolo redatto con Bettina Wirth-Duncan sul blog/sito di Flick Gocke Schaumburg ([clicca qui](#)).

Il presente documento ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere inteso come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento.