



Corso di Laurea Magistrale in Strategic Management
Cattedra Strategie d'Impresa

Oltre le best practice nelle operazioni di M&A: il caso Enel

Prof. Enzo Peruffo

RELATORE

Prof. Luigi Nasta

CORRELATORE

Luca Di Giuseppe 775601

CANDIDATO

Anno Accademico: 2024/2025

Abstract

Il seguente lavoro analizza le operazioni di M&A (Mergers and Acquisitions) come strumento di riposizionamento strategico, con un focus sul caso Enel nel settore energy & utilities. Nella pratica, tali operazioni non seguono sempre schemi standard, spesso emergono imprevisti che richiedono soluzioni su misura, esiste quindi un divario tra le *best practice* e ciò che accade davvero nei processi negoziali.

L'obiettivo del presente lavoro è offrire indicazioni operative per le aziende del settore, trasformando l'esperienza dei casi osservati in suggerimenti replicabili.

Lo studio adotta un approccio qualitativo. Si basa su una serie di interviste ai manager del team M&A di Enel direttamente coinvolti nei processi, integrate da fonti documentali interne ed esterne. Ciò consente di mappare le evidenze e ricostruire le scelte chiave lungo il ciclo di vita dell'operazione.

Il contributo della ricerca si basa sul triennio più recente della società, approfondendo due casi emblematici: la cessione di Enel Perú e il caso Acciona relativo all'acquisto di asset idroelettrici in Spagna.

Tali analisi permettono di osservare approcci differenti alla gestione del rischio, alle tempistiche e alla governance del closing, offrendo spunti utili per la pratica manageriale.

Indice

Introduzione	6
Capitolo I Literature review	9
1.1 Panorama generale delle operazioni di M&A nella letteratura accademica.....	9
1.1.1 Definizione di M&A e principali tipologie	13
1.1.2 Principali rischi e sfide nel corso dell'operazione	16
1.1.3 Due diligence e post merger integration	22
1.1.4 Stato dell'arte	28
1.2 M&A come leva strategica per l'espansione internazionale	30
1.2.1 Motivazioni e fattori determinanti che guidano le scelte di M&A.....	31
1.2.2 Gli obiettivi delle operazioni di M&A	35
Capitolo II Evoluzione e trend del mercato energy e utilities	40
2.1 Panoramica del settore energy e utilities	40
2.1.1 Struttura del mercato energetico globale	41
2.1.2 I principali attori del settore	44
2.2 Evoluzione storica del mercato energetico	46
2.2.1 L'impatto della liberalizzazione del mercato energetico	47
2.2.2 Il passaggio dal mercato tutelato al mercato libero nazionale	49
2.3 Le operazioni di M&A nel settore energy & utilities.....	51
Capitolo III Il caso ENEL	57
3.1 Obiettivo della ricerca empirica	58
3.2 La storia di Enel: da società nazionale a multinazionale	58
3.3 Enel: strategia di M&A.....	60
3.4 Fasi di un'Operazione di M&A	62
3.5 Principali operazioni di M&A di Enel nel triennio 2022-2024: un periodo recente e strategico per l'analisi	66
3.5.1 Il piano di cessioni (2023-2024).....	66
3.5.2 Case study: cessione di Enel Perù	69
3.5.2.1 La Vendita della Distribuzione a CSGI.....	71
3.5.2.2 La Vendita della Generazione ad Actis	73
3.5.3 La fase di acquisizioni (2024-2025).....	79
3.5.4 Case study: l'acquisizione di ACCIONA	80
3.6 Soluzione delle questioni	85
Capitolo IV Conclusioni e risultati.....	87
4.1 Risultati dell'analisi empirica	87
4.1.1 Il ruolo crescente delle polizze Warranty and Indemnity.....	87
4.1.2 Il processo di OPA con <i>squeeze-out</i>	88
4.1.3 L'applicazione del meccanismo "Locked box" nelle acquisizioni	91
4.1.4 Strumenti contrattuali per la redistribuzione del rischio	99
4.2 Implicazioni manageriali.....	103

<i>Conclusioni</i>	106
<i>Bibliografia</i>	108
<i>Sitografia</i>	115

Introduzione

In un contesto economico globale sempre più dinamico e competitivo, le operazioni di fusione e acquisizione (Mergers & Acquisitions) si sono affermate come una leva strategica cruciale per la crescita, la ristrutturazione e la creazione di valore nelle imprese. Attraverso M&A, le aziende possono espandersi in nuovi mercati, acquisire tecnologie e competenze, ottenere sinergie operative e finanziarie o consolidare la propria posizione competitiva. Nei settori chiave come quello energy & utilities, tale fenomeno ha acquisito un rilievo crescente: la transizione energetica, la pressione verso fonti rinnovabili e la necessità di economie di scala hanno spinto le utility e le società energetiche a ricorrere con sempre maggiore frequenza a fusioni e acquisizioni per riorientare i loro modelli di business. La conferma di questa tendenza si ritrova nei dati recenti: nel 2023 il valore complessivo delle operazioni di M&A nel comparto energetico ha sfiorato i 400 miliardi di dollari, registrando un incremento di circa il 50% rispetto all'anno precedente. Inoltre, oltre il 77% delle maggiori aziende energetiche mondiali ha intrapreso almeno un'importante operazione straordinaria (acquisizione o cessione) negli ultimi cinque anni, a riprova di come l'M&A sia divenuto uno strumento quasi imprescindibile per ridefinire i portafogli societari in risposta alla volatilità dei mercati e alle sfide della transizione energetica¹.

Accanto alle opportunità strategiche, le operazioni di M&A presentano però un elevato grado di complessità e rischio. Numerosi studi evidenziano che una parte rilevante di fusioni e acquisizioni fallisce nel generare il valore atteso a causa di molteplici fattori: difficoltà di integrazione post-fusione, disallineamenti culturali tra le organizzazioni, ostacoli regolatori, valutazioni inaccurate degli asset o sinergie sovrastimate. Ogni operazione straordinaria è influenzata da variabili specifiche e contingenze che possono emergere in corso d'opera, rendendo la gestione del processo tutt'altro che una mera applicazione meccanica di tecniche finanziarie.

In questo scenario emerge un gap importante tra le linee guida teoriche (le cosiddette *best practice* universalmente riconosciute) e la realtà operativa: sebbene esistano prassi consolidate per pianificare e implementare M&A, i deal più complessi richiedono spesso soluzioni su misura per fronteggiare imprevisti e situazioni peculiari. In altre parole, non

¹ <https://www.bcg.com/publications/2024/driving-forces-behind-the-energy-ma-boom>

sempre è possibile seguire un copione standard dall'inizio alla fine di un'operazione; al contrario, i manager si trovano frequentemente a dover adattare strategie e strumenti in modo creativo, discostandosi dai modelli predefiniti per risolvere problemi inattesi e assicurare il buon esito della transazione.

La presente tesi si propone di esplorare come, in un settore complesso e strategico quale l'energy & utilities, le operazioni di M&A più articolate possano essere condotte con successo grazie all'adozione di approcci flessibili. L'obiettivo centrale è quello di trarre spunti e suggerimenti pratici utili alle aziende del settore, osservando da vicino come un grande operatore internazionale, Enel, abbia gestito e portato a termine deal particolarmente sfidanti. Attraverso l'analisi di casi reali, il lavoro mira a evidenziare quali meccanismi, decisioni e strumenti operativi si siano rivelati determinanti per superare le criticità incontrate durante il processo di acquisizione o cessione, e come tali soluzioni possano tradursi in indicazioni generalizzabili per altre imprese.

L'elaborato sarà articolato in quattro capitoli. Il primo capitolo offrirà una panoramica generale del fenomeno *Mergers & Acquisitions*: verranno definite le diverse tipologie di operazioni e illustrate le principali motivazioni strategiche che spingono le imprese a intraprendere M&A, discutendone sia i benefici attesi sia i rischi e le criticità ricorrenti. Nel secondo capitolo ci focalizzeremo sul settore energy & utilities, delineandone la struttura di mercato e l'evoluzione recente: verranno analizzati i trend che hanno caratterizzato il settore negli ultimi anni e si esamineranno le principali operazioni di M&A avvenute in questo contesto. La parte empirica dell'elaborato sarà sviluppata nel terzo e quarto capitolo. Il terzo rappresenterà il cuore empirico della ricerca, incentrato sul caso studio di Enel. Dopo una breve ricostruzione della storia di Enel, verrà presentata l'analisi empirica basata su interviste dirette ai manager del team M&A di Enel coinvolti nelle operazioni in esame. Nel corso del capitolo saranno riportati alcuni estratti di tali interviste, utilizzati per ricostruire le sequenze decisionali e motivazionali dei deal e si approfondiranno due casi chiave che riflettono le due direttrici dell'attività straordinaria di Enel: da un lato un importante piano di cessioni di asset internazionali (il caso Enel Perù), dall'altro un significativo piano di acquisizione condotto in partnership con un attore industriale (il caso Acciona). L'analisi dettagliata di queste due operazioni consentirà di comprendere come Enel abbia gestito situazioni complesse e inaspettate mettendo in luce gli strumenti operativi, finanziari e negoziali impiegati per superare gli

ostacoli e finalizzare con successo i deal. Infine, il quarto capitolo presenterà le conclusioni della tesi, sintetizzando i principali risultati emersi dallo studio e discutendo le implicazioni pratiche. In particolare, verranno riepilogati i meccanismi adottati nei casi Enel esaminati e verranno formulate alcune considerazioni generali e raccomandazioni operative utili alle imprese del settore energy & utilities, alla luce delle evidenze raccolte.

Capitolo I

Literature review

1.1 Panorama generale delle operazioni di M&A nella letteratura accademica

La letteratura accademica ad oggi riconosce le operazioni di M&A come un importantissimo veicolo per la crescita di un'azienda e per la creazione di valore in un contesto odierno caratterizzato da una continua evoluzione dei mercati². Queste operazioni rappresentano strumenti strategici fondamentali per il rilancio competitivo e l'espansione sia dimensionale che geografica delle aziende.

Negli ultimi anni, soprattutto dal periodo post-covid, le aziende hanno dovuto attivare strategie di crescita, non solo come opzione strategica ma soprattutto come una necessità per sopravvivere in un mercato sempre più competitivo.

L'estrema volatilità dei prezzi registrata nel 2020, anno in cui a marzo il prezzo del petrolio ha subito il secondo crollo più intenso della storia (-80%)³, ha infatti dimostrato chiaramente come tra le aziende del settore solo quelle dotate di massa critica potessero assorbire shock futuri. In questo contesto le operazioni di M&A, facilitate anche da favorevoli condizioni finanziarie e dalla ripresa dei consumi osservata negli anni seguenti, hanno registrato anche in Italia un maggiore impulso e, pur mantenendo un profilo di rischio accettabile, hanno consentito sia la crescita che la diversificazione del portafoglio⁴.

La figura 1 mostra come le dimensioni economiche del fenomeno M&A sono imponenti e lo rendono un oggetto di studio centrale nelle discipline economico-aziendali⁵.

Negli ultimi anni si è registrata un'importante volatilità sia del prezzo delle materie prime (petrolio e gas) che delle condizioni del mercato, caratterizzato da cali della domanda nel 2020 e nel 2023 seguiti da periodi di ripresa nel 2021 e nel quarto semestre del 2023.

² Candra, A., Priyarsono, D., Zulfainan, N., & Sembel, R. (2021). Literature Review on Merger and Acquisition (Theories and Previous Studies). *Studies of Applied Economics*, 39(4).

³ Il grande crash della domanda di petrolio del 2020: una radiografia. (2020, 28 dicembre) *Il Sole 24 ore*.

⁴ Grant Thornton. (24 novembre 2022). *Il mercato M&A nel contesto post pandemico*.

⁵ DePamphilis D., (2010). *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know*. Academic Press.

In questo contesto, dal 2020 al 2024 sono state completate complessivamente quasi 196 mila operazioni di M&A per un controvalore di quasi 11 trilioni di euro (11.000 miliardi di euro)⁶.

Dopo il boom post-pandemico del 2021, il mercato ha subito un rallentamento: nel 2023 il valore globale delle fusioni e acquisizioni è sceso a circa 3,2 trilioni di dollari (3200 miliardi di euro), con un calo del 16% rispetto all'anno precedente. Nonostante questa ciclicità, l'attività di M&A rimane centrale nel rimodellare interi settori, guidare la crescita aziendale e migliorare l'efficienza dei mercati⁷.

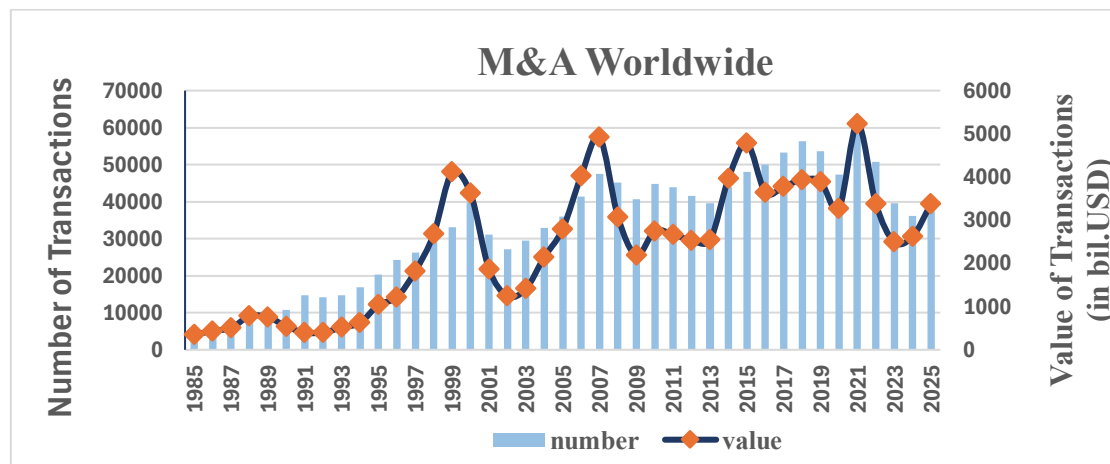


Figura 1: Numero e valore delle transazioni nel settore energetico globale dal 1985 ad oggi

(fonte: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ma-statistics-by-industries/#Energy&Power>)

Per quanto riguarda invece il mercato italiano, dal 1991 l'Italia ha partecipato a circa 28.120 operazioni di M&A per un valore cumulativo di circa 2,1 trilioni di euro (2100 miliardi di euro).

Nel triennio 2022-2024 sono state registrate 3.046 operazioni per un totale di 183 miliardi di euro mentre nell'ultimo anno 563 per un valore di 48 miliardi di euro⁸.

La figura 2 che segue mostra questi valori:

⁶ <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ma-statistics-by-industries/#Energy&Power>

⁷ https://minisiti.ilsole24ore.com/TMCADVISORY_gennaio_febbraio_2024/3%20TMC_GENNAIO_%20FEBBRAIO_2024.pdf

⁸ <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ma-statistics-by-countries/>

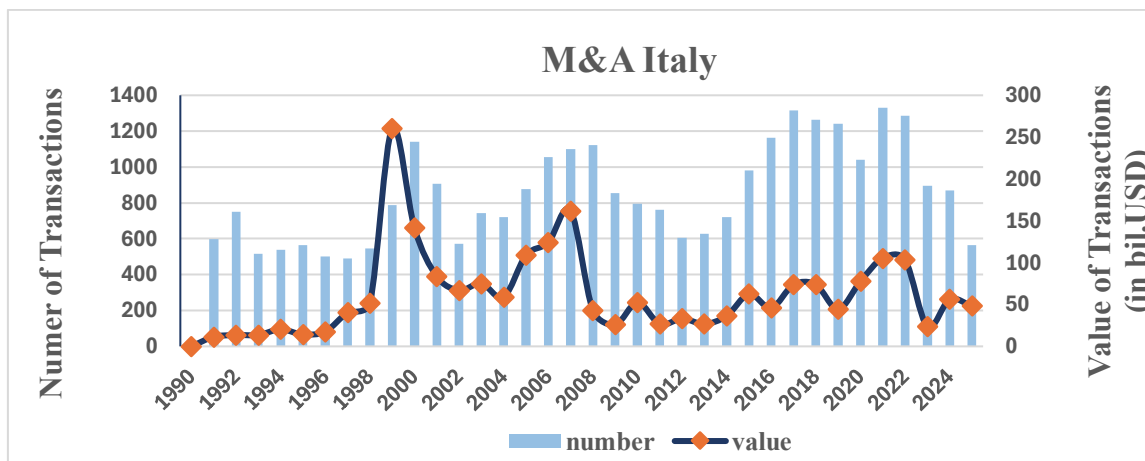


Figura 2: Numero e valore delle transazioni nel settore energetico dal 1990 ad oggi in Italia

(fonte: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ma-statistics-by-countries/>)

Ben oltre il semplice ambito finanziario, le operazioni di M&A rappresentano dei processi complessi e articolati che combinano scelte strategiche, gestione del rischio e ambiziosi obiettivi di crescita, in grado di trasformare radicalmente il panorama aziendale e interi settori industriali.

Le M&A si configurano dunque come un mezzo privilegiato di crescita esterna a cui molte società devono ricorrere: molte imprese non hanno le risorse necessarie per mantenere un vantaggio competitivo e ciò comporta la necessità di guardarsi intorno, soprattutto al di fuori dei confini cercando alleanze strategiche con l'obiettivo di accrescere il loro valore⁹.

Storicamente l'analisi delle fusioni si è evoluta: inizialmente concentrate sugli aspetti finanziari e sulla massimizzazione del valore per gli azionisti, le ricerche più recenti adottano una prospettiva più olistica, considerando l'impatto su tutti gli stakeholder e l'importanza cruciale dell'integrazione post acquisizione.

Studi successivi hanno evidenziato che il successo di una M&A dipende non solo da una corretta valutazione finanziaria, ma anche dalla capacità di gestire sfide organizzative, differenze culturali e dinamiche umane nell'integrazione delle aziende.

Le acquisizioni vengono spesso presentate come una scorciatoia per espandersi rispetto alla crescita interna ma allo stesso tempo la ricerca ha evidenziato come non tutte le M&A abbiano esito positivo in termini di creazione di valore.

⁹García-Nieto, M., Bueno-Rodríguez, V., Ramón-Jerónimo, J. M., & Flórez-López, R. (2024). Trends and Risks in Mergers and Acquisitions: A Review. *Risks*, 12(9), 143.

Già a partire dagli anni '90, si era infatti compreso che la due diligence finanziaria e la corretta valutazione del target sono condizioni necessarie ma non sufficienti per garantire il successo dell'operazione e che occorre prestare la dovuta attenzione ad altre variabili critiche, come la compatibilità strategica tra le imprese, la gestione del processo di integrazione post-merger, la cultura organizzativa, il coinvolgimento dei principali stakeholder (dipendenti, clienti, fornitori) nell'operazione¹⁰.

Dal punto di vista geografico e settoriale, le operazioni di M&A hanno mostrato dinamiche eterogenee negli ultimi anni. Le Americhe si sono confermate come area trainante in termini di volumi, seguite da EMEA e Asia Pacifico, sebbene con andamenti alterni¹¹.

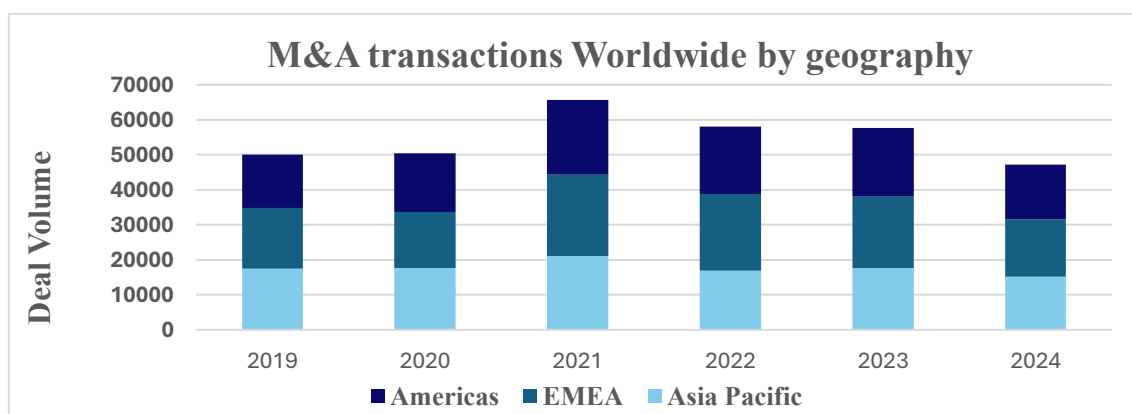


Figura 3: Numero complessivo di transazioni mondiali dal 2019 ad oggi in base all'area geografica

(fonte: <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>)

Negli ultimi anni, la ricerca accademica sta approfondendo nuove tematiche emergenti nel campo delle operazioni M&A e stanno assumendo sempre più rilievo fattori come l'integrazione ESG (Environmental, Social and Governance) nelle operazioni, l'impatto della digitalizzazione e dell'intelligenza artificiale e la crescente influenza dei fattori geopolitici sulle diverse scelte di investimento.

La letteratura recente evidenzia in particolare come l'incorporazione dei principi ESG nella cultura aziendale e nella due diligence può migliorare la probabilità di successo dell'operazione.

¹⁰ Angwin, D. (2020, January 20). *Success and failure in mergers and acquisitions (M&A): A research review for Midagon*. Deduktia.

¹¹ <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>

1.1.1 Definizione di M&A e principali tipologie

Nella prassi aziendale le operazioni di Mergers and Acquisitions rappresentano una forma di strategia per la crescita e la ristrutturazione, consistente nell'unione di due o più società precedentemente indipendenti¹².

Sono strategie pervasive adottate dalle imprese per un rilancio competitivo e l'espansione sia dimensionale che geografica.

Esse possono assumere modalità e forme differenti, bisogna quindi chiarire la terminologia e classificare le tipologie principali¹³.

La **fusione (merger)** è l'operazione attraverso cui due società si uniscono per formare un'entità unica. Nella fusione, entrambe, o tutte, le società originarie cessano di esistere come entità separate e confluiscono in una società risultante: gli asset, le passività, i contratti e il personale delle imprese coinvolte vengono combinati.

Dal punto di vista giuridico si distinguono due modalità principali di fusione. La prima è la "fusione in senso stretto" o "fusione per unione", in cui le società partecipanti si estinguono e ne nasce una completamente nuova. Agli azionisti delle società originarie vengono assegnate azioni della nuova entità in base a un rapporto di cambio prestabilito. La seconda tipologia è la fusione per incorporazione, in cui una società incorporante, assorbe una o più altre società incorporate, che cessano di esistere. L'incorporante mantiene la propria identità e aumenta il capitale per assegnare quote o azioni agli azionisti delle società incorporate.

L'**acquisizione (acquisition)** si ha quando un'azienda acquista e assume il controllo di un'altra azienda, anche chiamata target, attraverso l'acquisto di azioni o asset. A differenza della fusione, nell'acquisizione la società acquirente mantiene la propria esistenza separata e la società acquisita può continuare ad esistere come entità legale controllata oppure essere progressivamente integrata in quella acquirente.

Si possono distinguere le seguenti sottocategorie di acquisizione in base all'entità della partecipazione ottenuta: acquisizione totalitaria, acquisizione di maggioranza e acquisizione di minoranza con controllo.

¹² García-Nieto, M., Bueno-Rodríguez, V., Ramón-Jerónimo, J. M., & Flórez-López, R. (2024). Trends and Risks in Mergers and Acquisitions: A Review. *Risks*, 12(9), 143.

¹³ Candra, A., Priyarsono, D. S., Zulbainarni, N., & Sembel, R. (2021). Literature review on merger and acquisition. *Estudios de Economía Aplicada*, 39(4).

In un'acquisizione totalitaria, l'acquirente rileva il 100% del capitale della società target, la quale diventa una sua filiale interamente controllata o viene fusa nella controllante.

Nell'acquisizione di maggioranza, l'acquirente acquista una quota superiore al 50% del capitale sociale della società target, ottenendone il controllo. Spesso è sufficiente, ad esempio, acquisire il 51% per avere la maggioranza dei voti in assemblea.

Infine, nell'acquisizione di minoranza con controllo, l'acquirente acquista una quota minoritaria (meno del 50%) ma comunque sufficiente a esercitare il controllo, sfruttando ad esempio una struttura azionaria molto dispersa (basta detenere la quota più grande relativa, se nessun altro azionista ha pacchetti consistenti).

Una seconda distinzione che si può fare è tra acquisizioni amichevoli oppure ostili¹⁴. Nel primo caso il management e gli azionisti della società target sono cooperativi e favorevoli all'operazione, spesso negoziando direttamente i termini dell'accordo con l'acquirente.

Nel secondo caso invece l'acquirente si rivolge direttamente ai soci della società target, ad esempio tramite un'OPA, l'offerta pubblica di acquisto sul mercato, contro il parere o all'insaputa del consiglio di amministrazione della società target, che tenta di resistere¹⁵.

Infine, la letteratura classifica le operazioni di M&A, anche in funzione della relazione tra le attività delle imprese coinvolte e gli obiettivi strategici perseguiti.

Si verificano M&A orizzontali tra imprese che operano nello stesso settore e stadio della filiera, spesso concorrenti diretti. L'obiettivo principale è aumentare la quota di mercato e realizzare economie di scala, riducendo il numero di competitors.

Classici esempi sono le acquisizioni tra banche o tra aziende di telecomunicazioni di uno stesso paese e tra grandi imprese capital intensive, in cui si verificano eccessi di capacità produttiva e si mira ad ammortizzare i costi fissi.

Queste operazioni portano a un aumento della concentrazione del mercato e, data la riduzione della concorrenza, possono sollevare anche questioni antitrust. Il vantaggio è una posizione di mercato più forte e sinergie di costo; il rischio è quello di pagare un premio elevato per "comprare" quota di mercato e dover poi gestire ridondanze di personale o impianti.

¹⁴ <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>

¹⁵ <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp#:~:text=In%20a%20tender%20offer%2C%20one,management%20and%20board%20of%20directors>

Esempio recente è la fusione tra The Walt Disney Company e 21st Century Fox nel 2019, che consentì alla prima di espandersi nel business di intrattenimento e media¹⁶.

Le M&A verticali invece sono operazioni tra imprese che appartengono a fasi diverse della stessa filiera produttiva o distributiva, a monte o a valle.

Ad esempio, l'acquisizione di un fornitore da parte di un'azienda cliente o viceversa l'acquisizione di un distributore o di un cliente finale.

Queste operazioni mirano a controllare maggiormente la catena del valore, assicurandosi approvvigionamenti stabili o accesso diretto al mercato, nonché a eliminare ricarichi intermedi aumentando il margine. Un esempio è l'acquisizione di un produttore di componenti da parte di una casa automobilistica (acquisizione a monte) o l'acquisizione di una rete di punti vendita da parte di un produttore (acquisizione a valle). Il beneficio è la riduzione dei costi di transazione e la maggiore coordinazione lungo la filiera mentre un possibile svantaggio è la minore flessibilità nel cambiare partner qualora convenga. Le M&A verticali consentono vantaggi di controllo diretto e coordinazione degli impianti e dei canali di distribuzione e vendita, permettendo di ridurre il rischio di mercato in settori dove vi è alta volatilità dei prezzi di input e output.

Esempio recente è l'operazione fatta nel 2017 da Amazon, tramite l'acquisto di Whole Foods, una catena di supermercati biologici¹⁷.

Altra tipologia sono le M&A conglomerali, operazioni tra imprese attive in settori diversi e non correlati. In questo caso l'obiettivo è di beneficiare delle opportunità fornite dai nuovi mercati e la diversificazione pura del rischio aziendale e del portafoglio di attività a cui le aziende sono soggette all'interno del singolo settore¹⁸.

Le acquisizioni conglomerali erano molto in voga negli anni '60-'70 con la creazione di grandi conglomerati multi-settore, mentre oggi sono meno comuni perché il mercato spesso penalizza la diversificazione eccessiva. Tuttavia, alcune holding o fondi diversificati acquisiscono società in settori completamente nuovi per entrare in business promettenti o equilibrare il rischio. Il vantaggio teorico è la stabilizzazione dei flussi di reddito poiché le crisi di un settore possono essere compensate dalle performance di un altro. Gli svantaggi invece includono le difficoltà di gestione di business molto eterogenei

¹⁶ <https://forbes.it/2019/03/21/quanto-laccordo-disney-fox-ha-arricchito-ancora-di-piu-rupert-murdoch/>

¹⁷ Rigby, D. (2020) *The amazon-whole foods deal means every other retailer's three-Year plan is obsolete*, *Harvard Business Review*.

¹⁸ Berk, J.B. et al. (2018) *Finanza Aziendale: Vol. 2: Teoria e pratica della finanza moderna*. Milano: Pearson, 177-194.

e la mancanza di competenze specifiche del management nel nuovo settore, che può portare a inefficienze.

Un esempio di fusione conglomerata è rappresentato dall'operazione avvenuta nel 1996 tra The Walt Disney Company e American Broadcasting Company (ABC). Disney, già attiva nel settore dell'intrattenimento, si è unita ad ABC, una delle principali reti televisive statunitensi specializzata nella trasmissione commerciale. La fusione ha dato origine a un unico conglomerato, capace sia di produrre che di distribuire contenuti con l'obiettivo di diversificare le attività e valorizzare le sinergie tra i vari segmenti dell'intrattenimento, unendo produzione e diffusione in un'unica strategia¹⁹.

Infine, ci sono le M&A concentriche, operazioni tra imprese che, pur operando in settori differenti, presentano affinità o complementarietà in termini di prodotti, tecnologie, clienti o competenze. Un esempio è rappresentato dall'acquisizione di Activision Blizzard da parte di Microsoft, completata nel 2023 per circa 68,7 miliardi di dollari, dopo che in tribunale era stato respinto il tentativo di bloccare l'acquisizione da parte della Federal Trade Commission degli Stati Uniti²⁰. A volte sono dette anche acquisizioni di diversificazione correlata e sono a metà strada tra l'orizzontale e il conglomerale. Ad esempio, un'azienda produttrice di elettrodomestici che acquisisce un'azienda di elettronica di consumo: settori diversi ma contigui. L'idea è di sfruttare sinergie tecnologiche o commerciali tra business affini, pur diversificando il portafoglio. Rispetto ai conglomerati puri, le operazioni concentriche hanno maggiori chance di creare valore perché l'acquirente ha già competenze parzialmente sovrapponibili e può generare sinergie concrete grazie, per esempio, alla condivisione di reti di vendita, know-how tecnico o piattaforme produttive.

1.1.2 Principali rischi e sfide nel corso dell'operazione

In un'operazione di M&A il management, oltre a saper cogliere le opportunità di crescita e di sinergie per trarne vantaggi competitivi, si deve occupare soprattutto della gestione dei potenziali rischi che potrebbero compromettere il successo dell'operazione.

¹⁹ Fabrikant, G. (1995) *Walt Disney to acquire ABC in \$19 billion deal to build a giant for entertainment*, *The New York Times*.

²⁰ <https://www.reuters.com/legal/microsoft-wins-ftc-appeal-challenging-69-bln-activision-blizzard-deal-2025-05-07/>

Dopo aver svolto un'attenta revisione di diversi articoli siamo arrivati ad individuare cinque categorie di principali rischi ricorrenti in questo tipo di operazioni²¹.

Il primo rischio è il rischio di asimmetria informativa e conseguente sovrastima del valore e delle sinergie: si riferisce alle differenze di informazioni detenute dagli investitori del mercato azionario e dai manager di un'impresa acquirente. Nelle transazioni economiche, le informazioni a disposizione delle parti coinvolte sono spesso disuguali, il che può portare a squilibri nel processo decisionale e nella negoziazione. Nel contesto delle fusioni e acquisizioni, l'asimmetria informativa è particolarmente rilevante quando si fondono imprese di settori diversi. La diversa conoscenza che ciascuna impresa ha del proprio settore può creare problemi nell'integrazione delle operazioni. Questa divergenza di competenze e tecniche specifiche del settore può complicare il processo di fusione, impedendo potenzialmente il raggiungimento delle sinergie tipicamente attese da un'operazione di M&A.

Uno degli aspetti principali influenzati dall'asimmetria informativa è la valutazione delle imprese. L'asimmetria informativa si traduce spesso in una valutazione errata, in cui l'impresa target può essere sopravvalutata a causa dell'ineguale distribuzione delle informazioni tra le parti coinvolte²².

L'asimmetria informativa influisce quindi sulla valutazione e sulla selezione degli obiettivi in quanto le imprese target con un accesso limitato alle informazioni sono più sopravvalutate rispetto a quelle con un migliore accesso alle informazioni²³.

L'asimmetria informativa può provocare anche rischi di sovrastima delle sinergie nel momento in cui le sinergie reali si rivelano inferiori alle attese e l'operazione, quindi, può trasformarsi in un valore netto distrutto invece che creato.

Studi citati indicano che circa un terzo delle acquisizioni non produce i guadagni sperati²⁴. Per mitigare questo rischio informativo la società acquirente deve svolgere una due diligence approfondita sotto tutti i profili: finanziario, legale, fiscale e operativo. Questo tipo di misura garantisce una comunicazione completa e trasparente delle informazioni

²¹ Ahsan, M. A., & Kumari, S. (2021). Identifying and mitigating risks involved in mergers and acquisitions (M&A). *International Journal of Research in Engineering, Science and Management*, 4(3).

²² Ahern K. R., Daminelli D., Fracassi C. 2015. Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*, 117: 165-189.

²³ García-Nieto, M., Bueno-Rodríguez, V., Ramón-Jerónimo, J. M., & Flórez-López, R. (2024). Trends and Risks in Mergers and Acquisitions: A Review. *Risks*, 12(9), 143.

²⁴ Kale, P., & Singh, H. (2020). A systematic literature review on mergers and acquisitions: A bibliometric approach. *Journal of Business Research*, 109, 283–304.

da parte di entrambe le parti coinvolte. Anche il coinvolgimento di team di esperti e lo sviluppare internamente di un solido processo di valutazione porterebbe alla luce eventuali sorprese prima di chiudere l'accordo dell'operazione e identificherebbe e risolverebbe ogni potenziale abuso o discrepanza legati all'asimmetria informativa. La seconda categoria riguarda i rischi di performance e reputazione. Per rischi reputazionali si intendono le potenziali conseguenze negative che un'azienda può subire come conseguenza di un danno alla sua reputazione, comprendendo sia l'immagine pubblica che la percezione che hanno clienti, investitori e dipendenti²⁵. Riguardano quindi qualsiasi minaccia alla credibilità e al comportamento etico della società, compreso il suo impegno nei confronti della responsabilità sociale d'impresa. Adottando i criteri ESG, le aziende si conformano alle normative future e dimostrano il loro impegno verso la sostenibilità.

L'azienda deve anche essere credibile, deve ispirare fiducia nei consumatori per quanto riguarda la qualità e l'affidabilità dei prodotti e servizi, così da poter soddisfare le loro aspettative e attirare e fidelizzare nuovi clienti²⁶.

Spesso ai rischi di reputazione sono strettamente collegati i rischi di performance post-acquisizione. Il trasferimento della reputazione dalla società acquisita a quella acquirente può infatti condizionare i risultati operativi dopo l'operazione e viceversa una fusione fallita può danneggiare la credibilità del management e la fiducia di investitori e stakeholder nell'azienda risultante.

L'azienda combinata può non riuscire a ottenere i risultati attesi e anzi veder peggiorare la performance. Le cause possono essere interne, come integrazione mal gestita o calo di motivazione del personale, o esterne, come il mutamento improvviso delle condizioni di mercato o una crisi economica.

Per contenere questo rischio la chiave potrebbe essere un robusto processo in cui bisogna cercare di comunicare in modo chiaro sia ai dipendenti che ai clienti la nuova visione della società per evitare incertezza, mantenere fede agli impegni CSR (Corporate Social Responsibility) e monitorare l'avanzamento delle sinergie con KPI specifici.

²⁵ Maung, M., Wilson, C., & Yu, W. (2020). Does reputation risk matter? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 66, 101204.

²⁶ Ferris, S. P., & Lawless, R. M. (2022). Reputation in mergers and acquisitions: The intangible driver of value. *Journal of Corporate Finance*, 74, 102283.

La terza categoria sono i rischi di integrazione culturale. Dopo la chiusura dell'operazione, la fase più importante risulta essere la fase di integrazione che richiede l'allineamento dei processi e delle culture organizzative. Riguardo queste ultime, nel caso di una profonda incompatibilità tra culture si potrebbero generare resistenze interne e crisi. Ogni organizzazione possiede una propria cultura aziendale e quando due aziende si fondono, specialmente se di paesi differenti o con culture diverse, potrebbe esserci il pericolo che queste incongruenze ostacolino la collaborazione nella nuova entità²⁷. Le differenze culturali hanno effetti negativi sul clima interno e la soddisfazione post-acquisizione, ma non sempre impattano negativamente sulle performance finanziarie, soprattutto se l'integrazione è gestita bene e con consapevolezza.

Gli acquirenti possono trasformare la diversità culturale in un vantaggio; per fare ciò devono investire molto nel *change management*.

Questo tipo di rischio si manifesta nelle M&A cross-border, dove differenze di lingua, usi e costumi possono complicare sia la trattativa che la futura integrazione.

Una maggiore distanza culturale tra i due paesi può richiedere sforzi di integrazione più intensi e tempi più lunghi per allineare i processi.

La quarta tipologia di rischi sono i rischi geopolitici. Questi rischi riguardano fattori esogeni, fuori dal controllo delle parti, che possono impattare l'esito di un'acquisizione. Possono essere minacce derivanti dall'instabilità politica e dai conflitti che influenzano le politiche governative, la fiducia degli investitori e i comportamenti delle imprese.

Evidenziati per la prima volta nei rapporti del Fondo Monetario Internazionale del 2014, i rischi geopolitici sono diventati sempre più significativi con eventi come la pandemia COVID-19, i colpi di stato militari, i conflitti regionali e l'aumento del terrorismo²⁸. I rischi politici possono portare all'incertezza nelle valutazioni delle imprese, riducendo l'attrattività del mercato e aumentando l'asimmetria informativa. Quando le politiche economiche nazionali sono altamente incerte, le imprese tendono a prendere precauzioni riducendo gli investimenti, le assunzioni e le operazioni di fusione e acquisizione.

La presenza di rischi geopolitici influenza principalmente la direzione e il volume delle attività di fusione e acquisizione cross-border.

²⁷ Stahl, G. K. (2004). Meta analysis of the performance implications of cultural differences in mergers and acquisitions. *Academy of Management Proceedings*, 2004(1), 11–15b.

²⁸ Shen, H., Liang, Y., Li, H., Liu, J., & Lu, G. (2021). Does geopolitical risk promote mergers and acquisitions of listed companies in energy and electric power industries? *Energy Economics*, 94, 105115.

Di fronte a queste incertezze, gli investitori potrebbero diventare più avversi al rischio ed esitare prima di impegnare capitali nel paese target, considerandolo come un mercato instabile.

Di conseguenza, il numero di operazioni di M&A in entrata, operazioni in cui una società estera acquisisce una società locale, tende a ridursi, in quanto gli investitori stranieri sono più propensi ad allocare risorse in mercati più sicuri.

Tuttavia, nel contesto delle operazioni di M&A in uscita, operazioni in cui una società locale acquisisce una società estera, la risposta delle imprese nazionali è inversa. L'aumento dei rischi geopolitici ha, quindi, una relazione diretta con le M&A in uscita e una relazione inversa con le M&A in entrata o nazionali²⁹.

Questi fattori geopolitici e macroeconomici possono portare anche a un rinvio di operazioni: gli operatori “aspettano tempi migliori”, come evidenziato dal rallentamento del mercato M&A globale nel 2022-23 rispetto al 2021 record³⁰.

Molti paesi considerati storicamente “rischiosi” sono diventati più attraenti: un sondaggio citato dal *Sole 24 Ore* mostra come investitori americani e asiatici inizino a vedere l'Europa come una destinazione meno rischiosa rispetto a qualche anno fa; questo per dimostrare come la percezione del rischio geopolitico è in evoluzione e influenza dove il capitale M&A si dirige³¹. Per mitigare l'impatto di questo rischio, le aziende utilizzano diversi meccanismi come la diversificazione geografica. In questo modo eventi avversi in un paese non compromettono l'intero gruppo e l'impresa può mitigare le incertezze politiche utilizzando M&A in uscita come meccanismo di copertura contro rischi geopolitici interni³².

Altro concetto simile è il *reshoring*: alcune imprese puntano solo a mercati più vicini e stabili invece di estendersi globalmente a tutti i costi.

In sede contrattuale si possono inoltre prevedere clausole di “*Material Adverse Change*” (MAC) che consentono di annullare o rinegoziare l'accordo se sopravvengono eventi

²⁹ Du, J., & Zhang, Y. (2024). ISDS disputes, adjudication and cross-border M&As. *Journal of Corporate Finance*, 87, 102594.

³⁰ Henry, J., & Van Oostende, M. (2024). *Top M&A trends in 2024: Blueprint for success in the next wave of deals*. McKinsey & Company.

³¹ Ciman, M., Chelazzi, B., & Renne, F. (2024, Gennaio, Febbraio). *Operazioni di M&A, quello che non si dice* (N. 3). TMC Advisory & Il Sole 24 ORE Professionale.

³² Bernile, G., Bhagwat, V., & Rau, P. R. (2023). Geopolitical risk and cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(1), 135–166.

straordinari (guerre, crisi finanziarie) che impattano fortemente il valore della società target.

Infine, l'ultima categoria sono i rischi legali e regolamentari. Ogni operazione di M&A è gestita e si muove all'interno di un quadro normativo in cui possono manifestarsi diversi rischi regolamentari.

Un primo rischio è il cosiddetto rischio di stop regolatorio in cui le autorità possono bloccare o imporre delle particolari condizioni nel caso in cui l'operazione possa ridurre eccessivamente la concorrenza o mettere a repentaglio gli interessi pubblici. Molti accordi già annunciati sono infatti poi falliti in seguito ad ostacoli antitrust o per il mancato ottenimento di autorizzazioni governative.

Altro rischio comune è il rischio legale e di compliance: l'acquirente dopo aver acquisito un'azienda, potrebbe assumerne anche eventuali passività legali nascoste o violazioni normative pregresse come scandali contabili o cause per illeciti commesse dalla società target in passato, che generano costi e sanzioni attese per l'acquirente.

Nel caso invece in cui le M&A inneschino cause legali da parte di stakeholder scontenti o da controparti contrattuali della società target che contestano cambiamenti, si ricade nel rischio di contenzioso.

Altri contenziosi possibili riguardano clausole contrattuali attivate dall'M&A: ad esempio, fornitori o clienti con contratti che prevedono la possibilità di rescissione in caso di cambio di controllo della società, i quali potrebbero rivalersi se l'integrazione non è tanto gradita³³.

Il miglior modo per contenere i rischi legali è senza dubbio una due diligence legale approfondita. Bisogna quindi esaminare attentamente tutti i contratti della target alla ricerca di clausole sfavorevoli o potenzialmente pericolose.

In generale, conoscere a fondo il contesto normativo e coinvolgere stakeholder istituzionali con trasparenza sin dalle fasi iniziali aiuta ad evitare o prevenire possibili sorprese.

³³ Imperatore, C., Pündrich, G., Verdi, R. S., & Yost, B. P. (2024). Litigation risk and strategic M&A valuations. *Journal of Accounting and Economics*, 78, 101671.

1.1.3 Due diligence e post merger integration

Diversi studi hanno evidenziato come una percentuale significativa di queste operazioni, dal 70% fino al 90%, non riesca a realizzare pienamente le sinergie e i risultati attesi³⁴ e nel capitolo precedente abbiamo trattato i rischi più comuni che le imprese riscontrano durante questo tipo di operazioni straordinarie.

Per mitigare la maggior parte di questi rischi, le aziende devono prestare attenzione e svolgere in maniera ottimale soprattutto due fasi: la due diligence e la post merger integration; molti insuccessi nelle operazioni di M&A vengono attribuiti a errori o carenze proprio in queste due fasi chiave del processo.

Queste due fasi ricoprono un ruolo strategico cruciale ma sono anche particolarmente delicate. Decisioni errate o inefficienze durante la due diligence o l'integrazione post-fusione possono compromettere irreversibilmente la creazione di valore attesa dall'operazione³⁵.

Prima di finalizzare e concludere l'operazione, l'acquirente conduce un'indagine approfondita su tutti gli aspetti rilevanti della società target: la cosiddetta due diligence pre-acquisition.

Questo processo consiste in una verifica dettagliata delle dimensioni finanziarie come contabilità, bilanci e performance economico-finanziarie, dimensioni legali come contratti e contenziosi, dimensioni commerciali come il mercato, i clienti e i concorrenti, dimensioni operative come i processi produttivi e assetti organizzativi e altri ambiti specifici come i sistemi informativi, sistemi HR, sistemi ambientali e di sostenibilità.³⁶

L'obiettivo principale di questa fase è riuscire ad avere una comprensione completa del valore effettivo dell'azienda target e dei suoi relativi rischi, cercando di colmare eventuali asimmetrie informative esistenti tra venditore e acquirente.

Attraverso l'accesso a informazioni riservate della società target l'acquirente può finalmente valutare la reale situazione patrimoniale, economica e finanziaria della target, nonché anche la consistenza delle sinergie attese dall'operazione.

³⁴ Kenny, G. (2020) Don't make this common M&A mistake, *Harvard Business Review*.

³⁵ Wangerin, D. (2018). M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *The Accounting Review*, 93(2), 377–402

³⁶ Savović, S. (2013). Due diligence as a key success factor of mergers and acquisitions. *Actual Problems of Economics*.

La due diligence, oltre a confermare il valore dell'investimento, ha l'obiettivo di far emergere eventuali problemi che potrebbero in futuro portare a perdite o sorprese negative post-acquisizione³⁷.

Se venissero scoperte significative irregolarità contabili o passività potenziali derivanti da cause legali, l'acquirente ha la facoltà contrattuale di rinegoziare il prezzo o addirittura ritirarsi dall'operazione senza penali, grazie ad apposite clausole previste negli accordi preliminari.

La due diligence funge da fase intermedia tra l'accordo di acquisizione e il perfezionamento finale e in molti casi è articolato in due momenti: un primo momento di due diligence iniziale a supporto della negoziazione limitata da vincoli di tempo e riservatezza e un secondo momento di due diligence confermativa più estesa, con l'obiettivo di verificare approfonditamente tutte le informazioni fornite ed evitare la presenza di eventi avversi nel periodo intercorso tra l'accordo e la chiusura dell'operazione.

La società acquirente deve riuscire a gestire un evidente trade-off: se da un lato prolungare la due diligence può ritardare il realizzarsi dell'accordo e lasciare quindi più tempo ad eventuali offerenti concorrenti di intervenire con proposte alternative per la target, dall'altro lato terminarla frettolosamente comporta il rischio di non raccogliere informazioni cruciali per la valutazione, con potenziali effetti negativi sulla buona riuscita dell'operazione³⁸.

Negli ultimi anni il perimetro della due diligence si è ampliato, adeguandosi anche al contesto in cui le imprese ormai operano.

Sta assumendo notevole importanza l'analisi dei fattori ESG: sempre più imprese effettuano controlli e verifiche sulle condizioni e prestazioni ambientali, sociali e di governance della società target.

Una solida posizione di sostenibilità corrisponde a vantaggi competitivi e maggior valore dal momento che spesso con un forte profilo ESG si riceve un premio di valutazione. Questo ad evidenziare la natura multidisciplinare della due diligence moderna che non è

³⁷ Howson, P. (2017). *Due diligence: The critical stage in mergers and acquisitions*. Routledge.

³⁸ Wangerin, D. (2018). M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *The Accounting Review*, 93(2), 377–402

più solo una mera due diligence finanziaria, bensì uno studio a 360 gradi di tutti i driver di valore.

Data proprio la sua importanza, questa fase presenta varie criticità che possono inficiarne l'efficacia. I principali problemi e rischi riguardano per esempio il tempo limitato e le pressioni competitive che spesso i manager acquirenti subiscono nel dover concludere l'operazione velocemente rischiando di ridurre la profondità delle verifiche e tralasciare quindi informazioni cruciali.

La presenza di informazioni incomplete o asimmetriche è un altro rischio che l'acquirente deve mettere in considerazione in quanto alcuni dati potrebbero essere intenzionalmente omessi o rappresentati in modo troppo ottimistico dalla società target mentre altri potrebbero rimanere nascosti nonostante gli sforzi diligenti durante questa fase. La due diligence moderna copre una moltitudine di ambiti, alcuni dei quali di natura qualitativa e meno facilmente misurabile. Ad esempio, valutare la cultura organizzativa della target, la compatibilità dei modelli di business, la capacità di integrazione dei sistemi IT o i fattori ESG, è decisamente più complesso che analizzare un bilancio. Per esempio, uno studio KPMG evidenzia che nella pratica attuale l'ESG due diligence è spesso trattata in modo frammentario e con budget insufficienti, risultando meno incisiva di quanto dovrebbe rispetto alla rilevanza che i temi ESG hanno per gli investitori³⁹.

Condurre una due diligence approfondita richiede molto tempo, team qualificati e costi non trascurabili.

Si è stimato che nel settore finanziario i soli costi di advisor esterni come studi legali o le società di revisione contabile ammontino a circa allo 0,47% del valore dell'intera transazione⁴⁰.

Il rischio maggiore è che aziende meno esperte in operazioni straordinarie possano sottovalutare questi aspetti, stanziando budget insufficienti o limitando il ricorso a competenze esterne, con il rischio di coprire in modo lacunoso alcune aree critiche.

Un'altra fase fondamentale che le imprese devono affrontare è la post-merger integration. Una volta perfezionata la fusione o l'acquisizione le due società devono combinare le proprie strutture e risorse al fine di operare come un'unica realtà integrata.

³⁹ KPMG. (2022). *2022 EMA ESG due diligence study: How leading M&A teams are managing ESG DD*. KPMG International.

⁴⁰ Daley, B., Geelen, T., & Green, B. (2024). Due diligence. *The Journal of Finance*, 79(3), The American Finance Association.

Questa fase inizia dopo la chiusura della transazione, ma in realtà, nelle operazioni ben pianificate, la sua preparazione prende avvio già prima della chiusura, con l'elaborazione di piani d'integrazione durante la due diligence o addirittura in fase di valutazione iniziale dell'M&A⁴¹.

La post-merger integration è considerata il vero banco di prova di un'operazione di M&A in quanto è proprio durante l'integrazione che si concretizzano le sinergie pianificate, si realizzano i benefici dichiarati e si misura la capacità del nuovo aggregato di generare valore aggiuntivo per gli azionisti. Numerosi lavori accademici confermano che la fase di integrazione è un driver determinante del successo o fallimento di una fusione.⁴² Gli obiettivi principali di questa fase sono molteplici, dal realizzare le sinergie individuate in sede di accordo al preservare ed elevare il valore combinato delle due aziende senza perdere lungo il percorso asset critici.

Per sinergie di costo si intendono l'eliminazione di duplicazioni e le economie di scala, fondamentali nel processo sono l'integrazione di funzioni amministrative e centrali, l'ottimizzazione della forza lavoro, il maggior potere d'acquisto verso fornitori e la razionalizzazione di sedi e impianti.

Le sinergie di ricavo invece derivano da accessi a nuovi mercati e clienti, ampliamento dell'offerta dei prodotti, la condivisione di tecnologie e innovazioni e dalla combinazione delle competenze e degli asset complementari delle due aziende.

La post merger integration, data la sua complessità e crucialità all'interno di un'operazione di M&A non può che presentare anche numerose criticità. Primo aspetto critico è la gestione delle persone e della cultura organizzativa. Quando si fondono due organizzazioni, non si uniscono solo strutture e sistemi, ma anche gruppi di individui con abitudini, valori e stili manageriali spesso differenti. La cultura aziendale tra due imprese può essere del tutto differente, anche quando esse operano nello stesso settore. Queste diversità, se ignorate, possono generare incomprensioni, cali di motivazione e resistenze al cambiamento da parte sia dei dipendenti della target che dell'acquirente.

⁴¹ 2023 M&A Integration Survey: PwC

⁴² Steigenberger, N. (2017). The challenge of integration: A review of the M&A integration literature. *International Journal of Management Reviews*, 19(4), 408–431.

La letteratura e l'esperienza pratica evidenziano che sono proprio questi aspetti, cultura, comunicazione e gestione del personale, che spesso sono i più complicati e difficili da gestire ma anche i più determinanti per la riuscita dell'integrazione.⁴³

Valori non allineati, differenze nei modelli di comunicazione e di management e stili di leadership quasi incompatibili possono generare conflitti interni a tal punto che i dipendenti della target possano percepire le nuove decisioni come imposizioni e quindi sviluppare resistenza al cambiamento e a generare a sua volta una produttività inferiore.

Il rischio maggiore è che potrebbero scatenarsi effetti devastanti per l'azienda come perdita di fiducia, aumento del turnover del personale chiave, disallineamento verso i nuovi obiettivi strategici e mancata coesione dell'organizzazione post-fusione.

Per affrontare queste criticità, le aziende si impegnano molto nella gestione del cambiamento, un sondaggio di Deloitte del 2023 ha evidenziato come il 68% degli acquirenti che hanno ottenuto i risultati post fusione più soddisfacenti, ritiene che un'efficace integrazione culturale abbia rappresentato un fattore chiave per massimizzare il valore dell'operazione di M&A⁴⁴.

Recentemente si è anche registrata una tendenza crescente nell'anticipare l'avvio di questa attività legata alla gestione del cambiamento.

Nel 2022, il 43% delle aziende avviava programmi di change management già prima della fase di due diligence, rispetto al 23% nel 2019. Più del 60% delle imprese, inoltre, conduceva una valutazione formale della cultura organizzativa durante la due diligence, integrandola come elemento chiave nel processo decisionale sull'eventuale prosecuzione dell'operazione. In alcuni casi, addirittura il 71% delle aziende avviava iniziative di gestione del cambiamento prima della firma definitiva dell'accordo⁴⁵.

Un altro rischio concreto riguarda i dipendenti, in particolare i talenti chiave, top manager o figure con know-how specifico, che potrebbero decidere di lasciare l'azienda a seguito della fusione.

Ciò può avvenire per incertezza sul futuro, disaccordo con la nuova direzione, percezione di perdita di status o semplicemente perché i concorrenti approfittano della situazione di transizione per sottrarre risorse valide.

⁴³ Van Oorschot, K. E., Nujen, B. B., Solli-Sæther, H., & Mwesiumo, D. E. (2022). The complexity of post-mergers and acquisitions reorganization: Integration and differentiation. *Global Strategy Journal*.

⁴⁴ Bapat, A. (2025, January 25). *M&A and re-org: Harmonizing cultures to achieve post-merger synergy*.

⁴⁵ PwC. (2023, April). *Transact to transform: PwC's 2023 M&A integration survey*.

La fuga di talenti indebolisce il potenziale dell'organizzazione integrata, soprattutto se coinvolge quei profili che erano essenziali per generare le sinergie desiderate. Ma anche il personale che rimane potrebbe attraversare un calo di motivazione e ridotta produttività, specie se l'integrazione è gestita male comunicando messaggi confusi o lasciando le persone nell'incertezza per lungo tempo. Per questo spesso gli annunci di M&A promettono sinergie rilevanti, ma a posteriori molte di queste non vengono effettivamente conseguite.

Altro aspetto critico che la letteratura suggerisce è che un'ampia quota di operazioni non raggiunge gli obiettivi di creazione valore dichiarati, in gran parte a causa di problemi in sede di integrazione⁴⁶.

Secondo un rapporto PwC, meno della metà delle aziende riesce a raggiungere pienamente gli obiettivi di crescita commerciale prefissati con l'M&A.⁴⁷ Un ultimo fattore trasversale che può verificarsi in questa fase risiede nella mancanza di una governance chiara e di una comunicazione efficace durante la PMI.

Se non viene nominato un responsabile dell'integrazione e se i ruoli di ciascun team non sono ben definiti, si rischiano sovrapposizioni o vuoti di responsabilità. Ciò potrebbe rallentare le decisioni e crea confusione organizzativa. Analogamente, una comunicazione interna insufficiente potrebbe generare dicerie interne aumentando il clima di incertezza e sfiducia tra i dipendenti.

La due diligence preacquisizione e l'integrazione post-merger sono quindi le due fasi nodali del ciclo di vita di un'operazione M&A.

La prima permette di conoscere la società target e di validare o meno le ipotesi sull'acquisizione, la seconda è il mezzo tramite il quale le promesse definite all'inizio si trasformano in realtà, portando all'azienda crescita e valore aggiunto.

Minimizzare i rischi non è semplice, ma è sicuramente essenziale per il successo, bisogna trattare queste due fasi non come semplici adempimenti tecnici ma come veri e propri processi, come il cuore strategico dell'operazione.

⁴⁶ <https://www.forbes.com/councils/forbesbusinessdevelopmentcouncil/2022/11/01/the-value-of-post-merger-integration-planning/>

⁴⁷ 2023 M&A Integration Survey: PwC

1.1.4 Stato dell'arte

In questo paragrafo esamineremo i contributi più recenti della letteratura accademica sulle operazioni di M&A, una varietà di approcci teorici ed empirici atti a valutare gli effetti e le determinanti di queste operazioni.

Tra gli approcci teorici che continuano a guidare le analisi di M&A il più rilevante è la Resource-Based-View⁴⁸.

Secondo questa prospettiva, il valore di un'impresa deriva dalle risorse e capacità possedute dall'acquirente e dal target. In ottica RBV, un'operazione crea valore se consente di combinare risorse e competenze complementari ma soprattutto difficilmente imitabili dalle altre imprese. Queste operazioni vengono interpretate come un mezzo per acquisire risorse strategiche che l'azienda non possiede internamente, quando le serve una risorsa critica, invece di svilupparla internamente può trovarla sul mercato acquistando la società che la possiede⁴⁹.

Secondo questo approccio le aziende saranno maggiormente propense a effettuare acquisizioni quando identificano target dotati di risorse VRIO (Valuable, Rare, Inimitable, Organised) che colmano le loro *resource gaps*.

Numerosi studi recenti confermano la validità di questa prospettiva: ad esempio, è stato evidenziato come le imprese che accumulano risorse critiche attraverso M&A internazionali migliorino la loro capacità di competere su scala globale, coerentemente con l'idea RBV che le capacità estese guidano l'internazionalizzazione⁵⁰. La RBV fornisce quindi una giustificazione teorica al perché molte società effettuano questo tipo di operazioni.

La letteratura recente ha anche evidenziato come, grazie alle capacità di assorbire conoscenze del target e know-how interno, fattori come l'esperienza pregressa in M&A dell'acquirente, siano fondamentali per ottenere in media performance migliori, specialmente nelle acquisizioni internazionali.

Tuttavia, l'approccio RBV risulta in parte limitato se non vengono considerati anche gli attori esterni che influenzano le dinamiche strategiche: le risorse da sole non garantiscono

⁴⁸ Freeman, R. E., Dmytriiev, S. D., & Phillips, R. A. (2021). Stakeholder Theory and the Resource-Based View of the Firm. *Journal of Management*, 47(7), 1757-1770.

⁴⁹ Ciman, M., Chelazzi, B., & Renne, F. (2024, Gennaio/Febbraio). *Operazioni di M&A, quello che non si dice* (N. 3), TMC Advisory & Il Sole 24 ORE Professionale.

⁵⁰ Ndofirepi, T. M. (2024). Investigating the Drivers of Firm Internationalisation: A Fuzzy Set Analysis Using Global Entrepreneurship Development Index Data. *Economies*, 12(9), 252.

performance superiori se non sono sostenute da relazioni strategiche con stakeholder chiave⁵¹.

Come evidenziato nel suo documento “Stakeholder Theory and the Resource-Based View of the Firm”⁵², Freeman propone di considerare un quadro più olistico per comprendere come le imprese ottengono e mantengono un vantaggio competitivo tramite l’integrazione della RBV e della stakeholder theory. La sua teoria degli stakeholder, formulata nel 1984, amplia la prospettiva della creazione di valore, sostenendo che l’impresa deve considerare e bilanciare gli interessi di tutti gli stakeholder e non solo degli azionisti, nelle sue decisioni strategiche. Solo in questo modo le imprese hanno la possibilità di ottenere vantaggi duraturi.

Applicata alle M&A, questa teoria spiega che il successo di questo tipo di operazioni dipende in larga misura dalla capacità di gestire le aspettative e gli impatti su molteplici stakeholder: dipendenti, clienti, fornitori, comunità locali, regolatori, oltre agli investitori finanziari.

La letteratura ha dimostrato che un approccio *stakeholder-oriented* nella conduzione delle M&A che includa fattori come una comunicazione trasparente, il coinvolgimento dei dipendenti o il rispetto della cultura organizzativa tende a facilitare l’integrazione e a migliorare le performance post integration⁵³.

Freeman ha evidenziato come le imprese che adottano pratiche di Corporate Social Responsibility in queste operazioni riescono a mitigare i rischi e migliorare l’accettazione da parte di stakeholder chiave rendendo la transizione più fluida. In questa prospettiva, un’organizzazione può dirsi realmente sostenibile nella misura in cui riesce a considerare e bilanciare in modo efficace gli interessi e le aspettative delle diverse comunità con cui interagisce.

Peraltro, costruire e mantenere nel tempo rapporti basati sulla fiducia, trasparenza e valore reciproco con tutti i soggetti coinvolti direttamente o indirettamente nell’attività dell’impresa rappresenta di per sé una fonte di vantaggio competitivo che può essere considerata come una risorsa preziosa e difficile da imitare. Un’azienda può tentare di

⁵¹ Freeman, R. E., Dmytriiev, S. D., & Phillips, R. A. (2021). Stakeholder Theory and the Resource-Based View of the Firm. *Journal of Management*, 47(7), 1757-1770.

⁵² Freeman, R. E., Dmytriiev, S. D., & Phillips, R. A. (2021). Stakeholder Theory and the Resource-Based View of the Firm. *Journal of Management*, 47(7), 1757-1770.

⁵³ García-Nieto, M., Bueno-Rodríguez, V., Ramón-Jerónimo, J. M., & Flórez-López, R. (2024). Trends and Risks in Mergers and Acquisitions: A Review. *Risks*, 12(9), 143.

esternalizzare, almeno in parte, la gestione delle relazioni con gli stakeholder, ma questo presumibilmente lo possono fare anche le aziende concorrenti, ragion per cui, per essere veramente inimitabili, le relazioni con gli stakeholder devono essere organicamente sviluppate internamente⁵⁴.

Un altro interessante contributo nell'ambito degli studi dell'internazionalizzazione delle imprese è rappresentato dal paradigma eclettico OLI formulato da John Dunning, un riferimento chiave per spiegare la scelta delle modalità di investimento estero.

Secondo questo approccio, una multinazionale decide di investire all'estero quando sussistono tre vantaggi: *Ownership*, *Location* e *Internalization*.

Un'azienda, quindi, deve possedere vantaggi di proprietà (possesso di asset competitivi, come risorse o marchi che le danno un vantaggio competitivo), vantaggi di localizzazione (condizioni favorevoli tali da rendere appetibile operare in quel mercato) e deve ritenere efficiente internalizzare l'attività all'estero anziché ricorrere a forme cooperative o di mercato⁵⁵.

L'acquisizione di un'impresa estera è dunque interpretata come una forma di ingresso sui mercati esteri scelta quando l'azienda possiede asset distintivi sfruttabili internamente e vuole combinare i propri vantaggi con quelli offerti dalla specifica location straniera, mantenendo il controllo diretto sull'attività. Rispetto alla creazione di una filiale ex novo, l'acquisizione offre il beneficio di ereditare immediatamente la posizione di mercato, la rete e le conoscenze della società locale.

È interessante notare come, nonostante l'idea di Dunning risalga agli anni '70, le sue intuizioni spieghino tuttora i pattern di M&A internazionale, integrandosi con considerazioni più moderne sui rischi geopolitici e la sostenibilità.

1.2 M&A come leva strategica per l'espansione internazionale

Con la crescente globalizzazione dei mercati, le operazioni M&A sono diventate il principale veicolo di espansione internazionale e vengono sempre più spesso utilizzate come strumento di internazionalizzazione del business: una leva strategica per l'espansione dell'azienda in nuovi territori.

⁵⁴ Mahajan, R., Lim, W. M., Sareen, M., Kumar, S., & Panwar, R. (2023). Stakeholder theory. *Journal of Business Research*, 166, 114104.

⁵⁵ Wilson, M. K. (2024). The relevance of theories of foreign direct investment to mergers and acquisitions in Africa. *Theoretical and Applied Economics*, 31(3(640)), 119–136.

Seconda una rassegna recente “negli ultimi trent’anni le M&A cross-border sono state il veicolo preferito per una internazionalizzazione senza precedenti e per l’integrazione dell’economia globale”⁵⁶.

Attraverso le fusioni e le acquisizioni le imprese possono entrare rapidamente in nuovi mercati esteri; rispetto ad alternative come joint venture o investimenti greenfield (creazione di una nuova impresa o struttura senza utilizzare strutture o beni esistenti), le M&A offrono vantaggi di velocità e completo controllo sulle risorse. Invece di affidarsi a una lenta crescita organica, molte aziende scelgono di acquisire società estere già avviate al fine di ottenere vantaggi competitivi immediati una volta consolidata la sua presenza.

Esse consentono di ridurre i tempi di ingresso e i costi di start-up in mercati esteri ma comportano tuttavia complessità ulteriori che richiedono un’attenta pianificazione delle attività post e preacquisizione.

Secondo un recente sondaggio internazionale di KPMG su oltre 1300 CEO, la maggioranza identifica le fusioni e acquisizioni come uno strumento chiave per l’espansione del business nei prossimi anni⁵⁷.

Da un punto di vista quantitativo, il fenomeno ha assunto negli ultimi anni dimensioni notevoli e le M&A transfrontaliere rappresentano in media circa un terzo del valore totale delle operazioni di M&A globali⁵⁸.

Nei seguenti due paragrafi verranno trattati temi rilevanti come le motivazioni e gli obiettivi che spingono una società a fare questo tipo di operazioni.

1.2.1 Motivazioni e fattori determinanti che guidano le scelte di M&A

Le operazioni di M&A si inseriscono all’interno di un contesto complesso, in cui convergono motivazioni strategiche, opportunità di mercato e pressioni competitive⁵⁹. In particolare, le imprese ricorrono a questa strategia per accelerare la realizzazione dei propri piani strategici in un contesto in rapida evoluzione.

⁵⁶ Ahsan, F. M., Popli, M., & Kumar, V. (2024). Formal institutions and cross-border mergers and acquisitions: A systematic literature review and research agenda. *International Business Review*, 33(5).

⁵⁷ kpmg-2024-ceo-outlook.pdf

⁵⁸ Thompson, S. C. (2023, November 14). New M&A developments: January 1, 2022, through September 30, 2023. *Business Law Today*.

⁵⁹ Ciman, M., Chelazzi, B., & Renne, F. (2024, Gennaio/Febbraio). *Operazioni di M&A, quello che non si dice* (N. 3), TMC Advisory & Il Sole 24 ORE Professional.

Tra le motivazioni più comuni riscontriamo proprio il desiderio di crescere più velocemente di quanto consentirebbe la crescita organica.

Acquisire un concorrente diretto permette sia di ottenere immediatamente un maggior peso nel settore che eliminare anche un possibile concorrente. Queste condizioni si verificano di frequente nei mercati maturi in cui la crescita interna è lenta e le imprese ricorrono a M&A per consolidarsi e raggiungere il valore necessario per affrontare competitor globali.

In molti altri casi le M&A sono motivate dal bisogno di acquisire risorse critiche che l'azienda non possiede e di cui ha bisogno, come tecnologie innovative, brevetti o particolari e rare skills manageriali⁶⁰.

Nel mercato attuale, caratterizzato dalla trasformazione digitale, diverse imprese decidono di acquistare società tecnologiche soltanto per incorporarne il know-how e colmare quindi il proprio gap competitivo.

Avere accesso a nuove competenze consente all'azienda di acquisire un personale altamente qualificato con una cultura dell'innovazione che dà la possibilità di creare team più competenti.

Questa operazione funge da scorciatoia per procurarsi risorse strategiche già sviluppate da altri, accelerando quindi i tempi rispetto a uno sviluppo interno che parte da zero. In molti casi le aziende avviano queste operazioni per ragioni difensive, per proteggere o in alcuni casi rafforzare il proprio vantaggio competitivo. Questo si traduce nell'acquisire un potenziale disruptor prima che diventi una minaccia, oppure comprare un fornitore chiave per impedire ai concorrenti di accedervi⁶¹.

Questa ricerca di vantaggi competitivi attraverso M&A spesso non viene dichiarata apertamente, ma rappresenta un potente incentivo strategico e in settori saturi o in declino in cui le fusioni possono servire a eliminare l'eccesso di capacità produttiva e migliorare la struttura competitiva del mercato.

Le operazioni di M&A vengono utilizzate quindi anche come leva per escludere i rivali da risorse uniche e quindi ridisegnare il panorama competitivo a proprio favore. Alcune società, tra cui quelle quotate, affrontano forti pressioni dal mercato finanziario affinché generino crescita e rendimenti. Soprattutto nei periodi a bassa crescita organica,

⁶⁰ Patel, K. (2022, May 19). *13 reasons for mergers & acquisitions: Exploring M&A motives*. FirmRoom Blog.

⁶¹ Patel, K. (2022, May 19). *13 reasons for mergers & acquisitions: Exploring M&A motives*. FirmRoom Blog.

il Consiglio di amministrazione e gli azionisti potrebbero spingere il management a perseguire acquisizioni per aumentare gli utili e questo potrebbe spiegare il motivo per cui molte aziende, sollecitate dagli investitori, vedono nelle M&A una via per soddisfare le loro aspettative.

Una ricerca recente di EY-Parthenon evidenzia come le acquisizioni rimangano uno strumento efficace per ampliare i rendimenti azionari e la crescita di valore aziendale quando eseguite con disciplina⁶².

La pressione degli stakeholder e quindi la volontà di massimizzare il valore per gli azionisti costituisce un forte incentivo verso operazioni di M&A.

Un'altra motivazione che poi sarà affrontata anche come obiettivo principale è la voglia di diversificare il business. Il desiderio di entrare in nuovi segmenti o settori geografici, espandendo il proprio portafoglio di attività e riducendo così la dipendenza da un unico mercato⁶³.

Altre operazioni di M&A sono spinte invece da motivazioni esclusivamente finanziarie come la ricerca e lo sfruttamento di vantaggi fiscali (inversioni fiscali contabili verso paesi a tassazione inferiore).

Un altro driver finanziario potrebbe derivare da considerazioni opportunistiche come l'acquisizione di una società ritenuta sottovalutata dal mercato. Se il management percepisce che una società target ha un valore intrinseco maggiore del suo prezzo corrente, potrebbe tentare di acquistarla con la convinzione di realizzare un guadagno incorporando quell'asset a un prezzo inferiore.

Oltre alle motivazioni oggettive di natura strategica e finanziaria, la letteratura recente ha individuato anche delle motivazioni soggettive.

In alcuni casi i manager perseguono operazioni di M&A solo perché spinti da ambizione personale e hanno un forte desiderio di lasciare un segno nella società. Ambizione, talvolta accompagnata da un eccesso di fiducia (hubris manageriale) che può condurre a scelte errate in grado di compromettere il buon esito dell'operazione. Queste spinte comportamentali che possono portare ad espandere i confini dell'azienda, non

⁶² Setu, A., & Rothman, H. (2023, September 27). *Why some acquirers are seeing a big boost in shareholder returns*. EY-Parthenon.

⁶³ Boeckhaus, C. F., & Calabrò, A. (2025). The effect of acquisition motives on M&A performance: Evidence from German family and non-family firms. *Journal of Family Business Management*.

necessariamente sono giustificate dalla creazione di valore, bensì sono utili soltanto ad accrescere il prestigio della società.

Queste motivazioni non economiche possono condurre a decisioni azzardate, soprattutto se i manager sopravvalutano le proprie capacità o cercano la crescita dimensionale a qualsiasi costo.

È fondamentale riconoscere quando accanto alla logica economica e alle motivazioni strategiche razionali, esistono anche fattori comportamentali e di psicologia manageriale perché tali operazioni, guidate dall'entusiasmo e dall'ego tendono ad essere quelle con maggior rischio di insuccesso.

Per quanto riguarda invece i fattori determinanti per il successo di un'operazione di M&A, essi sono molteplici e influenzano in modo significativo l'esito complessivo del processo⁶⁴.

La differenza in termini di cultura tra il paese dell'acquirente e quello della target incide profondamente⁶⁵.

Una distanza culturale molto elevata rende l'integrazione sicuramente più complicata. Allo stesso modo anche differenze regolamentari possono generare costi di adeguamento. Imprese che hanno già esperienza in M&A tendono ovviamente ad avere migliori risultati, avendo imparato dal passato come gestire i diversi rischi.

Per quanto concerne invece fattori come la velocità e la modalità di integrazione, risulta molto importante capire fino a che punto deve spingersi l'integrazione e quanto rapidamente deve essere ricercata.

A volte è opportuno lasciare una certa autonomia locale se il contesto è molto complesso, in altri casi invece conviene integrare subito processi e sistemi per estrarre sinergie globali.

La letteratura evidenzia la necessità di sviluppare un modello di integrazione contingente adattato al livello ottimale di interdipendenza strategica e di autonomia richiesta dalla singola operazione⁶⁶.

⁶⁴ Niemczyk, J., Sus, A., Borowski, K., Jasiński, B., & Jasińska, K. (2022). The dominant motives of mergers and acquisitions in the energy sector in Western Europe from the perspective of green economy. *Energies*, 15(3), 1065.

⁶⁵ Angwin, D. (2020, January 20). *Success and failure in mergers and acquisitions (M&A): A research review for Midagon*. Deduktia.

⁶⁶ Angwin, D. (2020, January 20). *Success and failure in mergers and acquisitions (M&A): A research review for Midagon*. Deduktia.

In acquisizioni internazionali, avere o meno l'appoggio delle istituzioni e dell'opinione pubblica nel paese target è fondamentale e può fare la differenza. Pertanto, gli acquirenti spesso presentano piani industriali che rassicurano, investono in CSR e non stravolgono l'identità locale: l'operazione deve essere percepita come un'azione positiva e non come predatoria.

1.2.2 Gli obiettivi delle operazioni di M&A

Se le motivazioni rappresentano le spinte iniziali verso un'acquisizione, gli obiettivi di un'operazione di M&A sono ciò che concretamente la società acquirente vuole ottenere in seguito alla fusione o l'acquisizione.

Ogni operazione straordinaria è infatti guidata da specifici risultati attesi che delineano il piano industriale dell'M&A.

Quando un'azienda decide di investire risorse significative, lo fa perché ritiene che l'operazione possa creare valore incrementale rispetto allo scenario di continuare da sola. La letteratura individua molteplici obiettivi che il management vuole raggiungere tramite la via inorganica, tutti riconducibili a tre macrocategorie interconnesse: crescita dimensionale e di mercato, diversificazione del business e la realizzazione di sinergie operative e finanziarie.

Uno dei driver più frequenti è la ricerca di crescita rapida in termini di fatturato, quota di mercato, presenza geografica e dimensioni dell'azienda⁶⁷.

In settori maturi in cui la crescita organica è lenta e difficile, l'M&A offre un mezzo rapido per conseguire una rapida espansione: avviare un'operazione di questo tipo con un'impresa già affermata consente di superare barriere all'entrata e stabilirsi in nuove regioni più velocemente rispetto allo sviluppo da zero.

Attraverso acquisizioni mirate un'azienda può in poco tempo raddoppiare il fatturato, migliorare il proprio posizionamento competitivo e beneficiare della base clienti e della rete distributiva già sviluppate dall'azienda target.

L'espansione geografica tramite M&A è una strategia chiave di internazionalizzazione, invece di costruire filiali estere da zero (greenfield), molte imprese preferiscono acquisire

⁶⁷ Fontana F., Boccardelli P., 2015, *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Milano, U. Hoepli.

società estere (brownfield) per ottenere immediatamente conoscenza del mercato e relazioni con clienti⁶⁸.

La crescita perseguita tramite M&A consente quindi l'aumento delle quote di mercato, acquisendo un concorrente diretto e quindi avviando un'operazione di M&A orizzontale, un'azienda può consolidare il mercato riducendo il numero di competitor. Un'azienda con una quota di mercato maggiore può beneficiare di un potere di pricing più elevato e di maggior influenza nei confronti di fornitori e distributori. Studi sul campo mostrano che molte acquisizioni sono giustificate proprio dall'aspettativa di rafforzare la posizione competitiva aumentando i volumi di vendita e la presenza territoriale.⁶⁹ Questo tipo di operazioni straordinarie offrono un mezzo immediato per entrare in nuovi mercati esteri, evitando le difficoltà di partire da zero in un paese straniero. Acquistando o fondendosi con un'impresa già affermata in quel paese, l'azienda che acquista ottiene immediatamente licenze, autorizzazioni, know-how del mercato e la rete di distribuzione. La globalizzazione degli ultimi decenni ha reso l'espansione internazionale un obiettivo strategico primario per molte aziende e un dato recente evidenzia questa tendenza: la quota di operazioni cross-border sul totale M&A globale è salita al 17% nel 2023 (in aumento di 4 punti rispetto agli anni precedenti), segno che le imprese stanno tornando a guardare oltre confine per crescere nonostante le incertezze geopolitiche.⁷⁰ La crescita perseguita via M&A garantisce anche l'estensione della propria offerta a nuovi segmenti prima non serviti e l'aggiunta di prodotti complementari alla propria gamma. La strategia di crescita attraverso operazioni di M&A risulta particolarmente evidente anche nel settore energy & utilities in cui le dimensioni contano per poter sostenere ingenti investimenti richiesti, ad esempio, nello sviluppo delle energie rinnovabili. Un caso emblematico è rappresentato da Enel che, nel corso degli ultimi due decenni, si è affermata come uno dei principali operatori globali nel settore energetico, grazie proprio a un'articolata strategia che le ha permesso di entrare in nuovi mercati come quello europeo e del sud America.

⁶⁸ Takayama, H. (2024, May 15). *Greenfield or brownfield? FDI entry mode and intangible capital*. S&P Global Market Intelligence. State University of New York (SUNY), Department of Economics.

⁶⁹ Ciman, M., Chelazzi, B., & Renne, F. (2024, Gennaio/Febbraio). *Operazioni di M&A, quello che non si dice* (N. 3). TMC Advisory & Il Sole 24 ORE Professionale.

⁷⁰ Henry, J., & Van Oostende, M. (2024). *Top M&A trends in 2024: Blueprint for success in the next wave of deals*. McKinsey & Company.

Un secondo importante obiettivo strategico che hanno i manager che svolgono M&A è la diversificazione. Acquistando attività in settori diversi dal proprio, l'impresa cerca di ridurre la dipendenza da un singolo mercato, attenuando e spalmando i rischi su più fonti di ricavo. La diversificazione può essere correlata o conglomerata: la prima comporta l'avvio di nuove attività sinergiche vicine al core business dell'azienda, permette la realizzazione di economie di scala e di scopo, la condivisione e l'utilizzo di skill e competenze e l'accesso rapido a capacità di ricerca e sviluppo (R&D).

La diversificazione conglomerale invece prevede l'avvio di nuove attività in aree completamente nuove e lontane dal core business e consente di mitigare i rischi, sfruttare i potenziali di crescita all'esterno del settore e di difendersi da takeover ostili (un'offerta pubblica di acquisto lanciata da un azionista non gradito al management della società).⁷¹ L'obiettivo è quello di creare un portafoglio di attività più bilanciato, in cui nel caso dovessero verificarsi shock negativi su un business, essi possano essere compensati da andamenti positivi in un altro.

La diversificazione spesso è motivata da considerazioni finanziarie e di valore per gli azionisti come, per esempio, costruire un gruppo multibusiness per proteggere l'andamento ciclico di un singolo settore o stabilizzare i flussi di cassa.

La letteratura evidenzia come una diversificazione estrema possa però generare quello che viene definito "conglomerate discount" nei mercati finanziari⁷². Questo fenomeno si verifica poiché gli investitori tendono a preferire una diversificazione autonoma del proprio portafoglio, acquistando azioni di società specializzate, piuttosto che allocare risorse in un'unica impresa altamente diversificata che potrebbe non essere in grado di gestire con efficacia tutti i business.

Le M&A concentriche, che costituiscono una modalità di diversificazione correlata, tendono ad avere maggior successo poiché sfruttano sinergie e competenze complementari.

Molte compagnie del settore energy & utilities stanno perseguendo questa strada per trasformare il proprio portafoglio: attraverso acquisizioni nel settore delle rinnovabili e delle tecnologie verdi, integrano il portafoglio con nuove fonti e mitigano il rischio legato alla transizione energetica.

⁷¹ Peruffo, E. (2017). *Le strategie di turnaround nell'era digitale: Modelli di analisi e sviluppo*. LUISS Guido Carli.

⁷² Bressan, S., & Weissensteiner, A. (2021). The financial conglomerate discount: Insights from stock return skewness. *International Review of Financial Analysis*, 74, 101662.

Secondo un rapporto McKinsey 2023, in questo settore, a livello globale, si assiste a operazioni che puntano a diversificare nel segmento della transizione energetica, pur mantenendo la presenza nei core business tradizionali, segno di una strategia di diversificazione bilanciata tra vecchio e nuovo⁷³.

Gran parte delle fusioni e acquisizioni sono guidate dall'aspettativa della creazione di sinergie. Si hanno delle sinergie quando il valore congiunto di due imprese, dopo essere integrate, supera la somma dei valori delle singole entità separate: sono benefici addizionali generati dall'unione di due imprese che nessuna delle due avrebbe potuto conseguire autonomamente.

Tali sinergie possono manifestarsi sotto forma di riduzione dei costi o di maggiore ricavo. Quelle più immediate sono quelle di costo; unendo due aziende si eliminano le duplicazioni di funzioni e si possono intanto ottenere economie di scala.

Si ha inoltre l'opportunità di razionalizzare strutture e personale: due aziende che hanno due reparti amministrativi, dopo la fusione ne avranno uno solo più snello; si possono eliminare doppioni nella rete di vendita, chiudere impianti meno efficienti e razionalizzare le reti di distribuzione o di produzione.

Aumentare la scala significa che la società può ottenere condizioni di acquisto migliori dai fornitori e diluire i costi fissi su volumi maggiori andando a ridurre il costo medio unitario.

Meno tangibili ma comunque importanti sono le sinergie di ricavo. La società può generare un ricavo maggiore grazie alla combinazione delle due aziende, ciò può avvenire tramite cross-selling⁷⁴, tramite ampliamento dell'offerta che attrae nuovi clienti o tramite miglioramento del posizionamento di mercato che consente di aumentare i prezzi.

Oltre a quelle operative (ricavo e costo), esistono sinergie che recano vantaggi puramente finanziari nel combinare due imprese.

Un'azienda può sfruttare questo tipo di sinergie quando per esempio ha un'eccesso di liquidità che impiega acquisendo un'azienda con buone opportunità di investimento ma con capitali scarsi oppure quando ha capitale in eccesso e acquista una società indebitata sfruttando la propria capacità di ottenere finanziamenti a costi più bassi.

⁷³ Henry, J., & Van Oostende, M. (2024). *Top M&A trends in 2024: Blueprint for success in the next wave of deals*. McKinsey & Company.

⁷⁴ Per cross selling si intende la vendita di prodotti di un'azienda al portafoglio clienti dell'altra.

Esistono infine anche sinergie che portano benefici fiscali come nel caso in cui un'azienda in utile acquista una con perdite fiscali pregresse e utilizza quelle perdite per pagare meno tasse consolidando i bilanci.

Durante ogni operazione, gli advisor finanziari preparano un'analisi dettagliata delle possibili sinergie e del loro valore attuale netto per poi così pagare un premio di acquisizione. Il prezzo che viene pagato per una target normalmente contiene già in anticipo le sinergie attese.

Uno studio recente di Bain & Company ha rilevato che in alcuni settori le sinergie stanno aumentando e vengono raggiunte più rapidamente rispetto al passato.

Per esempio, nel settore energetico e risorse naturali, il valore sinergico medio è cresciuto negli ultimi anni e i tempi di realizzazione delle sinergie si sono accorciati, segno che le aziende hanno imparato a integrare più velocemente per catturare i benefici⁷⁵.

⁷⁵ Bain & Company. (2025). *M&A Report 2025: How leaders are adapting to meet the moment*.

Capitolo II

Evoluzione e trend del mercato energy e utilities

2.1 Panoramica del settore energy e utilities

Il settore dell'energia e delle utilities comprende le aziende coinvolte nella produzione e distribuzione di elettricità, gas e altre fonti energetiche. Si tratta di un mercato che ha subito un cambiamento radicale negli ultimi decenni con la liberalizzazione dei mercati elettrici in molte regioni (passaggio da monopoli statali a mercati concorrenziali) e dove è ancora in corso una trasformazione che sicuramente può definirsi epocale, legata alla crescente domanda di energia a livello globale e alla necessità di orientarsi verso fonti più sostenibili. A guidare queste trasformazioni sono le innovazioni tecnologiche, le crescenti pressioni ambientali e la ridefinizione radicale dei modelli di consumo e di produzione. Questa dinamica attribuisce al settore un ruolo di primaria importanza strategica, rendendolo oggetto privilegiato di analisi nell'ambito della gestione aziendale.

Le imprese attive in questo contesto sono costantemente sollecitate a ridefinire e aggiornare le proprie strategie operative per mantenere elevati livelli di competitività e garantire la sostenibilità nel lungo periodo. La transizione energetica globale, orientata alla decarbonizzazione e alla crescente diffusione delle fonti rinnovabili, richiede una profonda ristrutturazione dei modelli di business tradizionali e delle logiche operative consolidate.

A supporto di questa panoramica del settore, è utile richiamare alcuni dati chiave che ne evidenziano le dimensioni e la crescita a livello globale.

La domanda di energia continua a crescere in modo sostenuto, riflettendo sia l'aumento della popolazione sia lo sviluppo economico in molte aree emergenti. Nel 2024 la domanda energetica globale è aumentata del 2,2% rispetto all'anno precedente, un ritmo quasi doppio rispetto alla media annua dell'ultimo decennio. Persino nei paesi industrializzati, dopo anni di calo, si è registrata una ripresa dei consumi, +1% aggregato nei paesi avanzati, segnale di un'inversione di tendenza dovuta anche a nuovi utilizzi energetici e condizioni climatiche estreme.

Un elemento chiave dell'ultima evoluzione globale è la crescita della domanda elettrica. Nel 2024 il consumo mondiale di elettricità è balzato del 4,3%, quasi il doppio della media annua del decennio precedente.

Per far fronte a tale crescita, l'industria ha aggiunto capacità produttiva a ritmi senza precedenti: nel 2024 sono stati installati circa 700 GW di nuova capacità da fonti rinnovabili nel mondo, segnando un record per il ventiduesimo anno consecutivo⁷⁶.

Dal punto di vista dell'offerta, il mix energetico mondiale è ancora dominato dai combustibili fossili, ma sta cambiando gradualmente.

Tutte le principali fonti di energia, sia fossili che rinnovabili, hanno raggiunto nel 2024 livelli record di consumo globale, fatto che non accadeva da oltre 15 anni, segno di una domanda in continua espansione⁷⁷. Nonostante i combustibili fossili continuino a coprire la maggior parte del fabbisogno costituendo circa l'86% del mix energetico mondiale nel 2024, le fonti a basso contenuto di carbonio avanzano: per la prima volta dalla metà del Novecento, le fonti cosiddette pulite (rinnovabili e nucleare) hanno superato il 40% della generazione elettrica globale. Spicca l'impressionante crescita del solare fotovoltaico la cui produzione negli ultimi tre anni è raddoppiata superando i 2.000 TWh annui, arrivando a essere la principale fonte di nuova generazione elettrica globale per il terzo anno consecutivo⁷⁸.

Nel presente capitolo svolgeremo un'analisi approfondita e strutturata del mercato energy e utilities descrivendone l'evoluzione storica che lo ha plasmato, l'impatto trasformativo della liberalizzazione dei mercati, i diversi players e le tendenze strategiche con una particolare attenzione alle operazioni di Mergers and Acquisitions.

2.1.1 Struttura del mercato energetico globale

Quello dell'energia e delle utilities è un settore complesso che abbraccia l'intera catena del valore dell'industria energetica, cioè l'insieme delle attività che permettono di portare l'energia dalla sua produzione fino al cliente finale. Queste attività sono la produzione di energia, la trasmissione, la distribuzione e la vendita finale ai consumatori.

Per gran parte del XX secolo questo mercato è stato dominato da grandi utility verticalmente integrate che gestivano l'intera filiera, dalla produzione alla vendita⁷⁹.

⁷⁶ International Energy Agency. (2025). *Global energy review 2025*.

⁷⁷ Energy Institute. (2025). *Statistical review of world energy 2025 (74th ed.)*.

⁷⁸ Graham, E., & Fulghum, N. (2025, April 8). *Global electricity review 2025*. Ember.

⁷⁹ Akcura, E., & Mutambatsere, E. (2024). Global evolution of power market designs (Policy Research Working Paper No. 10986). *International Finance Corporation, World Bank Group*.

Mentre i segmenti della distribuzione e trasmissione sono rimasti a lungo monopoli naturali soggetti a regolamentazione, la generazione e il mercato retail sono stati progressivamente aperti alla concorrenza.

Nel tempo alcuni processi come la liberalizzazione e l'*unbundling*⁸⁰ hanno portato gradualmente alla scomposizione di tale assetto verticale, favorendo la coesistenza tra operatori integrati e attori specializzati.

Il mercato energy e utilities si articola in due grandi aree: l'energia tradizionale e l'energia rinnovabile. La prima, che include lo sfruttamento delle risorse naturali come il petrolio, gas naturale e carbone, sebbene sia in diminuzione per la crescente attenzione alle problematiche riguardo il riscaldamento globale, è ancora predominante in molti paesi. Parallelamente, l'energia rinnovabile rappresenta un campo in forte espansione, sostenuta da politiche ambientali globali e dai progressi della ricerca tecnologica.

Secondo gli ultimi aggiornamenti di IRENA (International Renewable Energy Agency), relativi a dei dati del 2024, la Cina rimane al primo posto con 1.878 GW di fonti pulite, seguita da Usa (447 GW), Brasile (214 GW), India (209 GW), Germania (184 GW), Giappone (154 GW), Canada (111 GW), Spagna (92 GW), Francia e Italia (ciascuna sui 76-77 GW)⁸¹. La stessa IRENA ha rilevato che nel 2024 le fonti rinnovabili hanno costituito oltre il 90% delle nuove capacità energetiche globali, con l'energia solare fotovoltaica e l'eolico che hanno costituito insieme il 96,6% di tali aggiunte⁸² ⁸³. Questa evoluzione del mercato verso una transizione energetica, con il passaggio a un sistema basato su fonti di energia rinnovabili, è favorita da fenomeni di rilievo come la digitalizzazione e la convergenza settoriale.

La digitalizzazione non è solo una tendenza, ma è un elemento che permette la trasformazione delle aziende in energy platform, piattaforme basate su sistemi digitali che sono state progettate per gestire e ottimizzare l'energia in maniera sostenibile e integrata⁸⁴. L'integrazione sempre maggiore tra le reti di trasmissione e di distribuzione, indispensabile dall'aumento delle fonti rinnovabili, necessita dello sviluppo di reti intelligenti e sistemi digitali.

⁸⁰ Nel contesto aziendale, si riferisce alla separazione delle diverse aree di attività di un'azienda, che vengono analizzate singolarmente come entità separate. In ambito energetico, si tratta della separazione contabile e operativa delle attività di produzione, distribuzione e vendita di energia, introdotto per garantire trasparenza e concorrenza.

⁸¹ <https://www.ilsole24ore.com/art/rinnovabili-quali-sono-paesi-maggiore-capacita-e-come-e-messa-spagna-AHrig9Y>

⁸² IRENA. (2025, March 26). IRENA: *A Record 452 GW Solar Capacity Installed In 2024*.

⁸³ IRENA. (2025, March 28). IRENA *Reports Record-Breaking Annual Growth in Renewable Power Capacity*.

⁸⁴ Energy Digital. (2025, February 19). *Top 10: Energy Technology Platforms*.

L'intelligenza artificiale e il machine learning sono ormai diventati fondamentali per la gestione della domanda e l'ottimizzazione del carico energetico⁸⁵ e le imprese che non abbracciano questa trasformazione rischiano di rimanere indietro e di perdere terreno, non essendo in grado di gestire la complessità della trasformazione.

Il secondo fenomeno di rilievo è la convergenza settoriale, e può essere vista come una diretta conseguenza della transizione energetica e della digitalizzazione. La transizione verso un sistema più sostenibile sta progressivamente facendo sfumare i confini tra settori differenti. Esempi possono essere i colossi dell'Oil & Gas che stanno attivamente investendo in settori come le energie rinnovabili, l'idrogeno e le tecnologie di cattura del carbonio⁸⁶ o aziende chimiche che acquisiscono parchi eolici, compagnie petrolifere che rilevano fornitori di energia elettrica o produttori automobilistici che investono in minerali critici per le batterie.

Questa tendenza non si limita alle sole operazioni di M&A, ma rappresenta una riorganizzazione fondamentale dell'intera industria energetica.

La seguente tabella indica l'evoluzione del mix energetico globale, evidenziando la progressiva diminuzione della dipendenza da combustibili fossili e la crescita delle fonti rinnovabili.

Fonte Energetica	2010	2020	2023/2024	Proiezione 2030
Combustibili Fossili (Petrolio, Gas, Carbone)	80%	75%	70%	<60%
Nucleare	5%	4%	4%	Leggera crescita
Rinnovabili (Solare, Eolico, Idroelettrico, Biomasse, Geotermico)	15%	21%	>26%	>50%

Tabella 1: L'evoluzione delle fonti energetiche dal 2010

(fonte: IEA (2024, October). Renewables 2024 - Analysis and forecast to 2030)

⁸⁵ Science Direct - A systematic review of artificial intelligence and machine learning in energy sustainability. *Energy Reports* (2025, June).

⁸⁶ Yahoo!Finance (2025, July 4). *4 Oil Giants Invest Billions to Lead the Low-Carbon Energy Shift.*

2.1.2 I principali attori del settore

Nel settore energetico europeo operano principalmente tre diversi tipi di player, a seconda della focalizzazione del business e dell'estensione verticale. Ogni categoria di attori adotta strategie distinte per affrontare al meglio la transizione energetica.

Esistono innanzitutto i player integrati verticalmente, ovvero le grandi utility che svolgono tutte le funzioni dalla generazione alla vendita. L'integrazione verticale consente economie di scala ma richiede anche un continuo adattamento organizzativo man mano che la normativa spinge verso la separazione dei ruoli. I principali operatori del mercato verticalmente integrati sono spesso a controllo pubblico, in quanto lo Stato ha storicamente mantenuto la proprietà di queste grandi utility considerate strategiche per l'economia nazionale. Queste imprese, spesso multiutility globali⁸⁷, cioè con un assetto integrato, operano su vasta scala geografica, vantano un portafoglio diversificato e gestiscono proprie reti di trasmissione/distribuzione. Tra queste tipo di aziende possiamo trovare Enel, EDF, Engie, Iberdrola e alcune grandi aziende pubbliche cinesi come State Grid. Parallelamente sono emersi i player settoriali che sono specializzati in singole fasi della filiera. Tra i produttori puri che non hanno rete propria ci sono i cosiddetti IPP (Independent Power Producers), spesso focalizzati su specifiche tecnologie o mercati. Nell'ambito della trasmissione e distribuzione ci sono invece operatori dedicati, in quanto in molti paesi i gestori di rete sono entità separate dalle utility integrate come per esempio Terna in Italia o National Grid nel Regno Unito che si occupano esclusivamente della trasmissione ad alta tensione sotto regolazione pubblica. Ci sono poi utility come E.ON, focalizzata solo su reti e servizi, e infine fornitori al dettaglio indipendenti che acquistano energia sul mercato all'ingrosso e la vendono a clienti domestici senza detenere infrastrutture di rete proprie.

La terza categoria comprende i player specializzati, imprese focalizzate esclusivamente sulle energie rinnovabili o sulle soluzioni energetiche avanzate. Questi operatori possono anche non possedere reti di trasmissione né servire mercati tradizionali, bensì concentrare le competenze in segmenti verticali in espansione. Società come Ørsted si sono specializzate nella produzione offshore eolica su scala globale, mentre altre come Vestas

⁸⁷ Le multiutility globali sono grandi imprese attive in più settori dei servizi pubblici essenziali (utilities) e operanti a livello internazionale. Queste aziende combinano in un'unica struttura più attività come energia elettrica, gas, acqua, rifiuti, telecomunicazioni e reti, spesso integrandole verticalmente e orizzontalmente.

o Siemens Gamesa forniscono tecnologie e servizi per la generazione eolica. Questi settori di nicchia sono occupati anche da aziende di servizi energetici che affiancano utilities e clienti industriali.

Complessivamente, questa frammentazione rispecchia la trasformazione del mercato: i piani strategici delle utilities ormai enfatizzano la diversificazione di modelli di business, maggiore efficienza operativa e investimenti in digitalizzazione e nuove tecnologie.

Come detto, nel contesto globale, Enel S.p.a. rappresenta un caso emblematico di utility integrata di rilievo internazionale. Enel è infatti una multinazionale italiana attiva in circa 30 paesi, con significativi investimenti in tutto il mondo. Opera su tutti i segmenti, dalla produzione alle reti di distribuzione e trasmissione alla vendita di energia elettrica e gas a milioni di utenti. Nel 2024, Enel ha superato i 66 GW di capacità gestita da fonti rinnovabili e serve circa 68,5 milioni di utenti finali, consolidando la sua posizione come il più grande operatore di energia rinnovabile e la più grande azienda di distribuzione elettrica a livello mondiale. L'esercizio 2024 di Enel si è chiuso con risultati solidi, con il raggiungimento degli obiettivi annuali: un EBITDA ordinario di 22,8 miliardi di euro e un utile netto ordinario di 7,1 miliardi di euro, in crescita rispettivamente del 3,8% e di circa il 10% rispetto al 2023. Il dividendo che verrà proposto agli azionisti per il 2024 ammonta a 0,47 euro per azione, circa il 9% in più rispetto al 2023, in linea con quanto previsto dal Piano Strategico 2025-2027⁸⁸.

Nei prossimi 3 anni la società ha come obiettivo di investire 26 miliardi di euro nelle Reti (40% in più rispetto al piano precedente), di cui circa il 78% in Italia e Spagna e il 22% in America Latina, 12 miliardi di euro nelle rinnovabili, con un aumento di capacità pari a circa 12 GW e circa 2,7 miliardi di euro nei clienti, di cui circa l'85% nei Paesi con presenza integrata, offrendo un portafoglio di soluzioni bundled, ovvero offerte integrate con energia, prodotti e servizi⁸⁹.

Un impegno fondamentale del Gruppo Enel è la dismissione completa di tutte le centrali a carbone entro il 2027 e il raggiungimento di zero emissioni nette di gas serra entro il 2040, con l'obiettivo che tutta l'energia venduta provenga da fonti rinnovabili al 100%. La strategia include anche un "ribilanciamento geografico", con una concentrazione degli

⁸⁸ https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2024/annuali/en/enel-spa-financial-statements_2024.pdf

⁸⁹ Enel. (2024, November 18). Capital Markets Day 2024.

investimenti sui mercati principali quali Italia, nella penisola Iberica e in Europa, al fine di massimizzare la soddisfazione del cliente e l'impegno.

Di Enel e della sua organizzazione si parlerà più nel dettaglio nel terzo capitolo.

2.2 Evoluzione storica del mercato energetico

Le normative relative al mercato dell'energia sono cambiate in modo rapido e significativo, determinando una trasformazione profonda della regolamentazione nazionale e internazionale. A partire dagli anni Novanta è iniziata una fase di transizione, che ha visto il superamento del modello basato su un sistema monopolistico, e l'avvio, in diversi Paesi europei, di un processo graduale di liberalizzazione del settore energetico.

Il presente paragrafo e il successivo sottoparagrafo saranno quindi incentrati sull'analisi delle linee guida della normativa europea.

Le fonti normative europee, in particolare il Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), sottolineano l'importanza fondamentale della creazione di un mercato libero e concorrenziale, con l'obiettivo di costruire un unico spazio economico europeo.

Il primo passo è stato realizzato grazie all'adozione della direttiva 96/92/CE *“recante norme comuni per il mercato dell'energia elettrica”*.⁹⁰ L'articolo 1 di questa direttiva afferma che *“la presente direttiva stabilisce norme comuni per la generazione, la trasmissione e la distribuzione dell'energia elettrica. Essa definisce le norme organizzative e di funzionamento del settore dell'energia elettrica, l'accesso al mercato, i criteri e le procedure da applicarsi nei bandi di gara e nel rilascio delle autorizzazioni nonché della gestione delle reti”*.

Dopo l'adozione della prima serie di direttive,⁹¹ si è registrata una forte attenzione da parte dell'Unione Europea, che ha portato all'introduzione di nuove normative.

Si possono individuare diverse tappe in cui l'Unione Europea, attraverso l'adozione di direttive specifiche nei settori dell'elettricità e del gas, ha definito le novità da apportare⁹²:

- la prima generazione comprende le direttive 96/92/CE e 98/30/CE rispettivamente del settore elettrico e del gas;

⁹⁰ Di Stefano, V., Breda, E., & Olini, V. (2022, settembre 26). *L'evoluzione della disciplina energetica europea: dal primo pacchetto al REPowerUE*. Amministrazione In Cammino.

⁹¹ La prima generazione comprende sia la direttiva 96/92/CE che la 98/30/CE *“relativa a norme comuni per il mercato interno del gas naturale”*.

⁹² E. CARDI, (2018) *Mercati e Istituzioni in Italia*, Giappichelli.

- la seconda generazione del 2003 è composta dalle direttive 2003/54/CE “relativa a norme comuni per il mercato interno dell’energia elettrica” e 2003/55/CE rispettivamente per energia elettrica e gas naturale⁹³;
- la terza comprende il Terzo Pacchetto Energia, composto a sua volta dalle direttive 2009/72/CE⁹⁴ e 2009/73/CE che mirano a creare un mercato unico per l’energia, promuovendo concorrenza e trasparenza dei prezzi⁹⁵;
- la quarta generazione è composta dalla direttiva 2019/944 che comprende il pacchetto europeo “Clean Energy for all Europeans”⁹⁶;
- la quinta e ultima comprende il Quinto pacchetto energia, presentato il 30 novembre 2016, il pacchetto “Energia pulita per tutti gli europei”⁹⁷.

2.2.1 L’impatto della liberalizzazione del mercato energetico

La liberalizzazione del mercato energetico, processo avviato in Europa tra gli anni ’90 e 2000, ha rappresentato un punto di svolta per la struttura e il funzionamento del mercato energy e utilities.

I principi chiave che hanno guidato questo processo hanno avuto impatti profondi: da un lato hanno aumentato la concorrenza, dall’altro lato hanno richiesto un profondo unbundling delle imprese storiche.

Per aumentare la concorrenza è stata introdotta la possibilità per i clienti di scegliere il proprio fornitore di energia elettrica e gas, favorendo in teoria i prezzi più vicini ai costi di mercato. Nei mercati all’ingrosso i prezzi sono ora determinati dall’incrocio di domanda e offerta, anziché da tariffe prefissate centralmente e il prezzo dell’energia ha iniziato a essere determinato tramite meccanismi di mercato come i mercati spot e forward. Tutto ciò ha condotto la nascita di nuovi operatori e l’emergere di offerte personalizzate.

⁹³ La seconda generazione di direttive tenta ancora di più di migliorare la posizione dei consumatori e la disciplina del mercato europeo e tende a garantire che tale processo si traduca nella realizzazione di un unico mercato europeo senza differenze, sia tra i singoli consumatori che tra i vari Stati membri.

⁹⁴ Al fine di promuovere il perseguimento degli obiettivi europei derivanti dalla Direttiva 2009/72, con il Regolamento n. 713/2009 viene istituita l’ACER, acronimo di “Agenzia per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell’energia” che partecipa al controllo dei mercati interni dell’energia e dell’accesso alla rete.

⁹⁵ La novità più importante della terza generazione è l’introduzione dell’Autorità nazionale di regolamentazione, autorità istituita da ogni stato membro proprio con lo scopo di promuovere un mercato concorrenziale in grado di garantire la tutela del consumatore.

⁹⁶ Il quarto pacchetto energia verte sull’efficienza energetica, energie rinnovabili, assetto del mercato e sulla sicurezza dell’approvvigionamento di energia elettrica e norme di governance per l’Unione dell’energia.

⁹⁷ L’obiettivo principale del pacchetto è di decarbonizzare il sistema energetico europeo. Il 14 luglio 2021 la Commissione ha pubblicato la prima parte del pacchetto “Realizzare il Green Deal europeo”, che mira a conseguire una riduzione delle emissioni di gas a effetto serra di almeno il 55% e un’Europa climaticamente neutra entro il 2050.

Per quanto riguarda invece il processo di unbundling o separazione verticale, le aziende integrate sono state scorporate, separando legalmente ed economicamente le attività di produzione, trasmissione, distribuzione e vendita. L'obiettivo principale era quello di prevenire conflitti di interesse e aprire il mercato alla concorrenza.

Un esempio emblematico è la separazione di Terna (trasmissione di energia) da Enel.

I benefici attesi dalla liberalizzazione erano significativi: si mirava a stimolare l'efficienza e l'innovazione nel settore, a ridurre i prezzi per i consumatori e a migliorare la qualità dei servizi attraverso la competizione.

Il processo ha effettivamente portato a una maggiore partecipazione del settore privato e all'emergere di nuove categorie di attori⁹⁸, tuttavia l'esperienza ha anche rivelato diverse criticità e sfide; nonostante gli obiettivi dichiarati di maggiore concorrenza e riduzione dei prezzi, la ricerca indica che i benefici attesi della liberalizzazione non si sono pienamente concretizzati in tutti i contesti; la concentrazione del mercato in alcuni casi è rimasta elevata, con pochi grandi operatori e con un potenziale effetto oligopolistico, e la volatilità dei prezzi è diventata una preoccupazione costante, rendendo i costi energetici imprevedibili per famiglie e imprese, come dimostrato dai forti aumenti durante la crisi energetica del 2021-2023. I consumatori hanno spesso incontrato difficoltà nel confrontare le numerose e complesse offerte disponibili sul mercato.

La parziale efficacia della liberalizzazione ha evidenziato come la semplice apertura del mercato non sia stata sufficiente a garantire un funzionamento ottimale. Questo ha suggerito la necessità di introdurre una "forte regolazione pubblica" dinamica, con "meccanismi regolatori aggiuntivi" che si sono rivelati cruciali per mitigare le criticità, come la volatilità dei prezzi e la difficoltà dei consumatori nel confrontare le offerte. Con la liberalizzazione si è quindi reso indispensabile introdurre una forte supervisione per garantire l'accesso equo al mercato, la stabilità del sistema e la tutela dei consumatori; l'esperienza internazionale ha confermato che risultati pienamente soddisfacenti sono stati raggiunti solo con l'implementazione di questi meccanismi regolatori aggiuntivi.

La liberalizzazione, pertanto, è risultata essere un "processo lungo ed evolutivo che richiede un impegno governativo continuo".

⁹⁸ MIT Economics. (2008). *Lessons Learned from Electricity Market Liberalization*.

2.2.2 Il passaggio dal mercato tutelato al mercato libero nazionale

Dopo aver trattato nei paragrafi precedenti l'evoluzione e la liberalizzazione del mercato energetico europeo, ora ci focalizzeremo sul mercato nazionale.

Anche in Italia il mercato dell'energia ha subito profonde trasformazioni con l'introduzione di riforme che hanno rivoluzionato l'organizzazione del settore. Si è passati da una struttura monopolistica a un sistema caratterizzato dalla presenza di più operatori in concorrenza.

Per analizzare e spiegare il passaggio e l'evoluzione che il mercato dell'energia ha subito nel corso degli anni, partiamo dalle origini dell'industria elettrica.

La Legge di Nazionalizzazione n. 1643/62, ha sancito la creazione dell'ENEL, Ente Nazionale per l'Energia Elettrica, assegnandoli l'esercizio di *“tutte le attività di produzione, importazione ed esportazione, trasporto, trasformazione, distribuzione e vendita dell'energia elettrica da qualsiasi fonte prodotta”*⁹⁹.

Con questa disposizione, che aveva come obiettivo principale porre fine alla frammentazione del settore, inizia il periodo di monopolio di ENEL che durerà fino agli anni '90.

Con la legge del 9 gennaio 1991 si intravedono i primi passi verso la liberalizzazione della produzione di energia elettrica: alle imprese viene concesso di produrre energia elettrica per il proprio fabbisogno, con l'obbligo di trasferire a Enel l'eventuale quantità in eccesso.

L'11 luglio 1992, con il nuovo decreto, Enel viene trasformata in società per azioni, mantenendo solo la concessione del servizio elettrico.

Gli anni 1995 e 1996 sono due anni di svolta: la legge n.481 del 14 novembre 1995 istituisce l'AEEG (Autorità per l'energia elettrica e il gas) che regola e gestisce i due settori mentre il 19 dicembre 1996 è stata approvata la direttiva 96/92/CE del Parlamento e del Consiglio dell'Unione Europea sul mercato interno dell'energia elettrica.

Quest'ultima norma aveva come scopo la creazione di un mercato interno dell'energia in regime di libera concorrenza e imponeva il rispetto di alcuni principi fondamentali come

⁹⁹ Legge 6 dicembre 1962, n. 1643, Istituzione dell'Ente nazionale per l'energia elettrica e trasferimento ad esso delle imprese esercenti le industrie elettriche.

la separazione delle attività di produzione, trasmissione e distribuzione o la graduale apertura del mercato in cui il cliente è libero di scegliere il proprio fornitore.

La liberalizzazione in Italia viene introdotta con il Decreto Legislativo 79/1999, noto come decreto Bersani. Questa norma ha consentito l'apertura dei mercati dell'elettricità e del gas nel paese e ha previsto una graduale liberalizzazione delle attività lungo tutta la catena del valore. Il processo di liberalizzazione ha fatto un grande passo avanti nel 2007, con il decreto Bersani bis, che ha segnato la completa liberalizzazione del mercato energetico italiano dando la possibilità ai clienti di scegliere liberamente i propri fornitori e di rivolgersi al mercato libero.

L'effettivo passaggio al mercato libero è poi avvenuto in tre fasi distinte. Dal primo gennaio 2021, il servizio di maggior tutela per la fornitura di elettricità è cessato per tutte le piccole imprese, ovvero imprese dai 10 ai 50 dipendenti o fatturato tra 2 e 10 milioni di euro¹⁰⁰. A partire dal 1° gennaio 2023, anche molte microimprese, imprese con meno di 10 dipendenti e che soddisfano specifici criteri di consumo, sono state obbligate a transitare al mercato libero¹⁰¹. Dal primo luglio 2024 anche i consumatori domestici hanno abbandonato il regime di maggior tutela, diventando clienti del mercato libero. L'obiettivo di questa riforma è promuovere la competizione a lungo termine e incentivare l'efficienza del mercato attraverso il confronto tra diverse offerte commerciali.

Le aziende hanno acquisito maggiore autonomia nella gestione dell'energia e la possibilità di negoziare attivamente i contratti di fornitura.

Questo passaggio ha però esposto molte imprese a una maggiore volatilità dei prezzi, rendendole più vulnerabili a crisi energetiche o eventi esterni che possono influenzare la domanda e l'offerta di energia.

D'altra parte, il mercato libero ha aperto nuove possibilità per la transizione energetica, permettendo alle aziende di scegliere forniture da fonti rinnovabili e accedere a servizi di efficienza energetica. Questo ha contribuito a sviluppare una maggiore consapevolezza energetica e un'attenzione crescente alla sostenibilità.

¹⁰⁰ ARERA – Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente. (2020). *Relazione annuale: Stato dei servizi 2020*.

¹⁰¹ ARERA – Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente. (2024). *Relazione annuale all'ACER e alla Commissione europea sull'attività svolta e i compiti dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (Relazione 321/2024/I)*.

2.3 Le operazioni di M&A nel settore energy & utilities

L'attuale situazione del settore energetico, in delicato equilibrio tra sostenibilità ambientale, affidabilità e crescita, rende le operazioni di M&A uno strumento strategico per le aziende. Queste operazioni sono fortemente influenzate da quattro temi chiave: sicurezza energetica e geopolitica, transizione energetica e decarbonizzazione, innovazione tecnologica ed infrastrutture digitali e convergenza intersettoriale.

La sicurezza energetica rappresenta un fattore determinante per le operazioni di M&A, sia in ambito nazionale che internazionale, soprattutto in un contesto segnato da crescente instabilità geopolitica e dalla necessità di diversificare le fonti di approvvigionamento energetico. La riduzione della dipendenza dalle importazioni tradizionali, in particolare dalla Russia, si sta realizzando tramite il rafforzamento delle infrastrutture di gas naturale liquefatto, l'ampliamento delle rotte di approvvigionamento e lo sviluppo delle rinnovabili.

Contemporaneamente, il consolidamento delle infrastrutture critiche, come le reti di trasmissione e gli impianti di stoccaggio, assume un ruolo prioritario per assicurare la stabilità e la resilienza del sistema energetico.

La transizione globale verso la decarbonizzazione rappresenta un importante motore per le operazioni di M&A, in particolare nei settori legati ai sistemi di accumulo energetico e alle materie prime. L'aumento della domanda di risorse come litio, cobalto e nichel, che sono indispensabili per la produzione di batterie e veicoli elettrici, sta influenzando profondamente le strategie di approvvigionamento e gli investimenti lungo l'intera catena del valore. Nel campo delle energie rinnovabili, si prevede un'attività M&A particolarmente dinamica, con operazioni di consolidamento e aggregazione di impianti già operativi (come fotovoltaico, eolico, biometano e bioenergie), oltre a investimenti mirati nello sviluppo di infrastrutture per la produzione di idrogeno verde e nella diffusione di reti di ricarica per veicoli elettrici.

La rapida evoluzione digitale e la diffusione di tecnologie come intelligenza artificiale, cloud computing e i data center, stanno influenzando le operazioni di M&A. Questa trasformazione stimola investimenti mirati a garantire una fornitura energetica stabile, efficiente e sostenibile per supportare infrastrutture ad alto consumo energetico.

Parallelamente, in Italia e in Europa cresce l'attenzione verso lo sviluppo di smart grid e sistemi avanzati di gestione dell'energia, con l'obiettivo di migliorare l'efficienza e la resilienza del sistema elettrico.

Il quarto e ultimo fattore rilevante è la convergenza intersettoriale. Nel 2025, l'integrazione tra il settore energy & utilities e altri settori industriali guiderà un numero crescente di operazioni M&A, mirate a creare sinergie, rafforzare l'efficienza energetica e ridurre l'esposizione alla volatilità dei prezzi. Le imprese energivore investiranno sempre più in rinnovabili, autoconsumo e stoccaggio. Allo stesso tempo, l'ingresso crescente di investitori finanziari contribuirà al consolidamento della filiera, favorendo l'innovazione e il posizionamento competitivo a livello globale. Secondo PwC, il 60% dei CEO prevede investimenti cross-settoriali nei prossimi tre anni¹⁰².

L'importanza delle operazioni di M&A nel settore energetico è confermata dal fatto che, dopo il calo iniziato nel 2022, molti settori hanno mostrato segnali di ripresa, mantenendo una certa stabilità o registrando una crescita nel 2024. Il settore dell'energia e risorse naturali si è confermato leader, come dimostrato dalla figura 1 che segue, con un'ondata di consolidamento che ha portato alla conclusione di diverse mega operazioni, cioè con un valore superiore a 5 miliardi di dollari.

La più grande operazione è stata sicuramente l'acquisizione di Pioneer Natural Resources da parte di ExxonMobil per 64,5 miliardi di dollari; altre operazioni molto importanti comprendono¹⁰³ la fusione tra Diamondback Energy e Endeavor Energy Resources (\$26 miliardi), l'acquisizione da parte di ConocoPhillips di Marathon Oil (\$22,5 miliardi), l'acquisizione di Equitrans Midstream da parte di EQT (\$14 miliardi), l'acquisizione di Covestro AG da parte della Abu Dhabi National Oil Company (\$12,50miliardi), la fusione tra Chesapeake Energy e Southwestern Energy (\$7,4 miliardi) e l'acquisizione di NuStar Energy da parte di Sunoco (\$7,3 miliardi).

¹⁰² PwC's 28th Annual Global CEO Survey, January 2025

¹⁰³ <https://www.nasdaq.com/articles/energy-ma-top-5-deals-year-and-outlook-2025>

Annual M&A strategic deal value by industry, in billions of US dollars

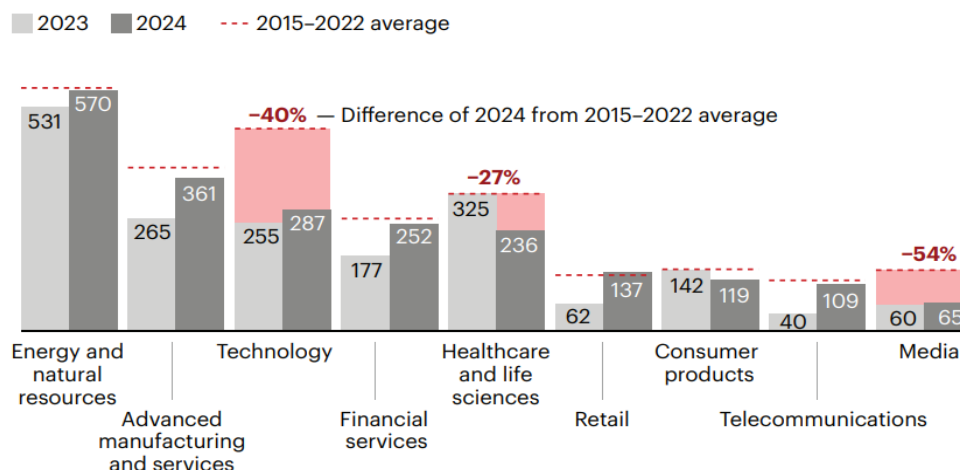


Figura 4: Annual M&A strategic deal value by industry
(fonte: Bain & Company. (2025) Global M&A Report 2025)

Sebbene a livello globale il numero delle operazioni M&A (“Deal Volume”) nel settore Energy, Utilities and Resources sia diminuito dell’8% tra il 2023 e il 2024 (vedi Tabella 2), questa contrazione è stata comunque più contenuta rispetto alla media complessiva di tutti i settori, che ha registrato un calo del 18% nello stesso periodo.

Per quanto riguarda invece il valore delle transazioni, il settore energy, resources & utilities ha segnato una riduzione del 23% (vedi Tabella 2), in controtendenza rispetto al trend globale che ha visto un aumento del 5% nel valore complessivo, trainato dalla forte crescita nei comparti TMT (tecnologia, media e telecomunicazioni) e servizi finanziari¹⁰⁴. Tale flessione del 23% è principalmente attribuibile alla riduzione del numero di megadeals. Nel 2024 ne sono stati realizzati 10, rispetto ai 16 del 2023 in cui il valore medio delle operazioni è stato significativamente superiore, grazie soprattutto all’annuncio di due operazioni di valore superiore a 50 miliardi di dollari ciascuna: la già citata acquisizione di Pioneer Natural Resources da parte di Exxon Mobil e la proposta di acquisizione di Hess da parte di Chevron¹⁰⁵.

Nel 2024 invece la più grande operazione avvenuta nel settore Energy, Utilities and Resources è stata, in termini di valore, la già citata fusione tra Diamondback Energy ed

¹⁰⁴ <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-energy-utilities-resources.html>

¹⁰⁵ <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-energy-utilities-resources.html>

Endeavor Energy Resources, società operanti nel segmento oil & gas, per un valore di 26 miliardi di dollari.

Come si può notare dalla tabella 5, il segmento power & utilities con 167 miliardi di dollari si conferma nel 2024 il settore con maggior valore, in crescita rispetto al 2023 in termini di valore, nonostante nel numero delle transazioni abbia avuto un calo del 15%. Il secondo settore per rilevanza nel 2024 è il settore oil & gas con 161 miliardi di dollari, il quale riscontra una riduzione rispetto al 2023 sia del numero di operazioni sia del valore. Terzo troviamo il segmento mining & metals con un valore di 97 miliardi di dollari e per ultimo il settore chemicals che con 48 miliardi di dollari ha chiuso il 2024.

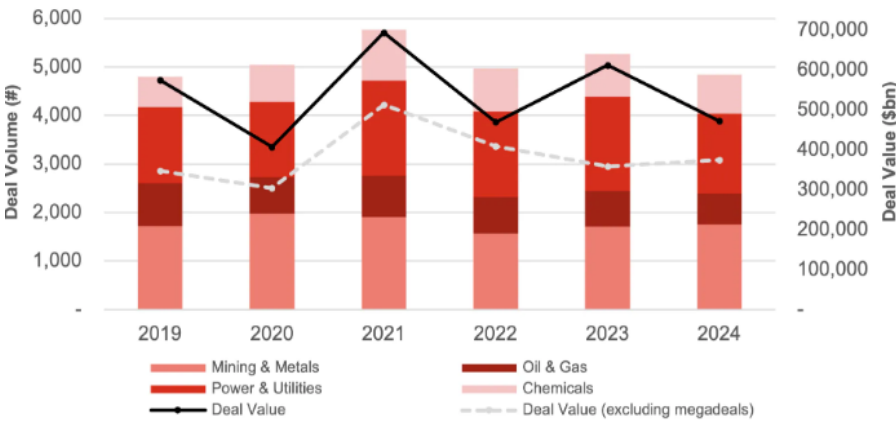


Figura 5: Volume e Valore delle operazioni nei segmenti energy & utilities, 2019-2024 (globale)
(fonte: <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-energy-utilities-resources.html>)

Deal Volume	2023	2024	YoY%	Deal Value (USD Mln)	2023	2024	YoY%
Mining & metals	1.706	1.749	2,50%	Mining & metals	101.929	96.884	-4,90%
Oil & gas	737	642	-12,90%	Oil & gas	265.199	160.514	-39,50%
Power & utilities	1937	1.645	-15,10%	Power & utilities	163.449	166.517	1,90%
Chemicals	889	805	-9,40%	Chemicals	81.454	47.799	-41,30%
Total EUR ¹⁰⁶	5.269	4.841	-8,10%	Total EUR	612.031	471.713	-22,90%
Global				Global			

Tabella 2: Volume e Valore del mercato M&A nel settore energy, utilities & resources.
(fonte: <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-energy-utilities-resources.html>)

¹⁰⁶ L'acronimo EUR sta per Energy, Utilities & Resources

A livello nazionale, in Italia nel 2024 le operazioni di M&A nel settore energy, utilities and resources hanno riscontrato un calo rispetto al 2023, 128 operazioni rispetto alle 141 dell'anno precedente (vedi figura 6 e relativa tabella 3).

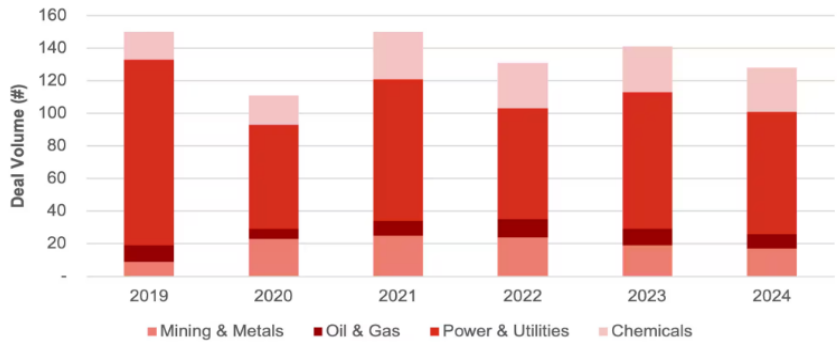


Figura 6: Volume dei diversi segmenti del settore energy & utilities dal 2019 al 2024 a livello italiano.

(fonte: <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-energy-utilities-resources.html>)

Deal Volume	2023	2024	YoY%
Mining & metals	19	17	-10,50%
Oil & gas	8	8	0,00%
Power & utilities	86	80	-7,00%
Chemicals	28	23	-17,90%
Total EUR Global	141	128	-9,20%

Tabella 3: Deal volume del mercato italiano M&A nel settore energy, utilities & resources

(fonte: <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-energy-utilities-resources.html>)

Nel 2024, in Italia, sono state annunciate diverse operazioni rilevanti nel settore Energy, Utilities and Resources. Tra le principali si segnalano:

- Italgas ha avviato l'acquisizione del 100% di 2i Rete Gas, il secondo operatore nazionale nella distribuzione del gas, attivo su gran parte del territorio italiano e con 4,9 milioni di clienti. L'operazione, ancora in fase di valutazione da parte dell'Antitrust, ha un valore pari a 2,06 miliardi di euro;
- Il fondo americano KKR ha acquistato il 25% di Enilive, società del gruppo Eni impegnata nella transizione della mobilità sostenibile, per un importo di 2,938 miliardi di euro;

- A2A ha acquisito da e-distribuzione (società del Gruppo Enel) il 90% di una nuova società contenente le attività di distribuzione elettrica in alcuni comuni della Lombardia, per un corrispettivo di 1,2 miliardi di euro;
- Snam ha rilevato il 100% di Edison Stoccaggio, proprietaria di tre impianti di stoccaggio di gas naturale con una capacità totale di circa 1,1 miliardi di metri cubi annui, per un valore di 560 milioni di euro;
- La società Adriatic LNG, che gestisce il principale terminale GNL italiano nelle acque al largo di Porto Viro (Rovigo), è stata acquisita da VTTI (70%) e Snam (30%), entrambe attive nel settore delle infrastrutture energetiche;
- Eni e il fondo svizzero Energy Infrastructure Partners (EIP) hanno siglato un accordo che porterà EIP ad aumentare la propria partecipazione in Plenitude, passando dal 7,6% al 10%, tramite un investimento complessivo di 800 milioni di euro.

Capitolo III

Il caso ENEL

Dopo aver analizzato nei capitoli precedenti le operazioni di M&A che sono state effettuate in passato nel settore energetico e l'evoluzione che si è manifestata recentemente, questo capitolo sposta l'attenzione sulle operazioni compiute da Enel negli ultimi anni (2022-2025).

L'obiettivo è quello di evidenziare, attraverso l'analisi dettagliata delle operazioni più significative svolte da Enel nell'ultimo triennio e con un'enfasi specifica sulla gestione del rischio, le strategie seguite dall'azienda e il suo *modus operandi*, in modo da poterle confrontare con quella che viene comunemente considerata la *best practice* e derivare quindi una serie di linee guida e suggerimenti per le aziende che operano nel settore.

Ai fini della stesura del presente capitolo sono state utilizzate informazioni raccolte attraverso interviste a manager di Enel direttamente coinvolti nelle operazioni di M&A oggetto di analisi, in particolare Beatrice Colantoni (Project Manager delle operazioni di M&A) e Fabio Carrozzo (Responsabile delle operazioni di M&A). Nel corso del capitolo sono riportati alcuni estratti di queste interviste.

Grazie a questi incontri è stato possibile non solo analizzare la struttura che Enel ha creato per gestire queste operazioni e il suo modo di operare, ma anche evidenziare una serie di imprevisti che possono richiedere una deviazione da quella che può essere considerata la pratica comune e dal piano che era stato prodotto originariamente.

Le operazioni che nel corso del capitolo analizzeremo sono le seguenti:

- la cessione di Enel Perù, cioè la vendita di quasi tutte le attività che Enel gestiva in Perù (generazione e distribuzione), operata nel corso degli anni 2023-2024;
- l'acquisizione di 650 megawatt di asset idroelettrici di Acciona in Spagna da parte di Enel, conclusa all'inizio del 2025.

Per entrambe le operazioni la testimonianza diretta dei manager M&A di Enel coinvolti nelle operazioni è stata integrata da una revisione di documenti aziendali, segnalati e messi a disposizione da Enel, e pubblicazioni accademiche pertinenti.

3.1 Obiettivo della ricerca empirica

L'obiettivo principale della ricerca empirica è stato quello di raccogliere, attraverso una serie di interviste condotte con i manager di Enel coinvolti in operazioni di M&A nel triennio più recente, testimonianze dirette su come queste operazioni siano state effettivamente gestite e sulle criticità affrontate nei diversi contesti.

Al tempo stesso, la ricerca ha avuto l'obiettivo di trarre da queste esperienze spunti e suggerimenti utili per le aziende del settore, così da fornire indicazioni pratiche su come affrontare e risolvere le difficoltà che possono emergere nel corso delle operazioni.

Le interviste hanno permesso quindi di integrare l'analisi dei documenti con un contributo esperienziale, evidenziando la dimensione operativa di processi decisionali caratterizzati da elevata complessità e imprevedibilità.

Nel presente capitolo sono riportate le informazioni raccolte nel corso di queste interviste, grazie alle quali è stato possibile vedere all'opera in casi reali la struttura che una grande azienda come Enel ha creato per gestire queste operazioni e le procedure che vengono comunemente seguite; ma ancora più importante è stata la possibilità di vedere come, nonostante esistano procedure "standard" e un piano previsto a monte, sia spesso necessario, per fronteggiare situazioni impreviste, ricorrere a soluzioni studiate appositamente o come, in base alle specificità dell'operazione, sia necessario deviare da quella che possiamo considerare la *best practice* in questo settore.

Sono stati analizzati i meccanismi effettivamente utilizzati per mitigare i rischi, da alcuni processi specifici a strumenti finanziari, fino a soluzioni organizzative, e valutata la loro efficacia.

3.2 La storia di Enel: da società nazionale a multinazionale

Enel, acronimo di "Ente Nazionale per l'Energia Elettrica", è la più grande azienda energetica italiana nonché una delle più grandi al mondo in termini di capitalizzazione di mercato, con un valore stimato al 28 giugno 2025 pari a circa 96 miliardi di dollari¹⁰⁷. Viene fondata nel 1962 come ente pubblico successivamente alla nazionalizzazione del settore elettrico, precedentemente gestito da imprese private, riunendo oltre un migliaio di aziende del settore¹⁰⁸.

¹⁰⁷ <https://www.investopedia.com/articles/investing/022516/worlds-top-10-utility-companies.asp>

¹⁰⁸ <https://www.Enel.com/it/azienda/chi-siamo/la-nostra-storia>

Gli anni '70 e '80 sono caratterizzati da una crescente attenzione all'innovazione e alla diversificazione. La crisi energetica del 1973 spinge Enel a riconsiderare le proprie politiche energetiche, investendo in fonti alternative come l'idroelettrico, l'eolico e il solare, e gettando le basi per una futura espansione internazionale attraverso investimenti in ricerca e sviluppo per tecnologie più pulite e sostenibili.

Negli anni '90 si registra la vera svolta verso la liberalizzazione: l'industria energetica, spinta dalle direttive europee, ha avviato un processo di apertura alla concorrenza. Questo ha spinto Enel a intraprendere una strategia di diversificazione e sviluppare nuove linee di business. Nel 1992 Enel viene trasformata in società per azioni con azionista unico il Ministero del Tesoro e nel 1999, anno in cui il settore dell'energia viene liberalizzato, viene quotata in Borsa e da qui inizia ad assumere un assetto di gruppo, con partecipazioni e società controllate. Questa privatizzazione segna il passaggio da un ente nazionale a un operatore integrato multinazionale.

A partire dal 2002, la società avvia il proprio progetto di CSR (Corporate Social Responsibility), ponendo l'innovazione e la sostenibilità al centro della propria strategia aziendale.

Nel 2004 Enel diventa membro del Global Compact¹⁰⁹ ed è la prima azienda privata nel settore delle energie rinnovabili a essere inclusa nel Dow Jones Sustainability Index¹¹⁰. Nel 2008, insieme al lancio del programma di efficienza energetica, fonda Enel Green Power, società del gruppo dedicata alla gestione e allo sviluppo di impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili, diventando rapidamente uno dei principali produttori mondiali di energia eolica, solare e geotermica.

La società nel corso degli anni ha sviluppato una crescente attenzione all'innovazione tecnologica, investendo in progetti di smart grid e iniziative di efficienza energetica. Con l'avvento della digitalizzazione, Enel nel 2017 ha costituito una nuova società del gruppo, Enel X, che sviluppa e offre prodotti e servizi innovativi e digitali. Nel 2021 nasce invece

¹⁰⁹ Il Global Compact delle Nazioni Unite, noto anche come Patto Mondiale, è un'iniziativa strategica volontaria che promuove la sostenibilità aziendale a livello globale. Incoraggia le imprese di tutto il mondo ad allineare le proprie operazioni e strategie ai Dieci Principi universali relativi a diritti umani, lavoro, ambiente e lotta alla corruzione, contribuendo così al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) delle Nazioni Unite.

¹¹⁰ Il Dow Jones Sustainability Index è un indicatore nato nel 1999 che valuta secondo i criteri ESG le aziende più performanti.

Enel Grids, società che si occupa della digitalizzazione delle reti e della distribuzione elettrica.

Il periodo compreso tra il 2000 e il 2010 ha rappresentato una fase di profonde trasformazioni e di eventi significativi per lo sviluppo del gruppo che, con l'inizio del nuovo millennio, ha compiuto i primi passi della sua espansione internazionale. Nel 2000 Enel acquisisce CHI Energy (un produttore di energia rinnovabile divenuta poi Enel North America); il 2006 segna il ritorno della società nel settore nucleare con l'acquisizione della maggioranza di Slovenské Elektrárne in Slovacchia; il periodo 2006-2009 vede Enel acquisire in Russia Rusenergosbyt (retail), OGK-5 (generazione) e, in partnership con Eni, Severenergia (produzione di gas), puntando a una presenza integrata verticalmente. Contemporaneamente, in Romania, nel periodo 2005-2008 Enel realizza il suo primo investimento in una rete di distribuzione fuori dall'Italia.

Di fondamentale importanza è l'acquisizione di Endesa, la principale utility elettrica spagnola, all'epoca di dimensioni comparabili a Enel, con una significativa presenza anche in America Latina; questa operazione consente a Enel di consolidare la sua posizione globale e segna un punto di svolta, aumentando significativamente la scala internazionale e la leva finanziaria del gruppo.

Su queste basi, negli anni successivi Enel prosegue con importanti operazioni strategiche, sia disinvestendo in alcune aree non più considerate core, sia investendo in nuovi asset coerenti con la propria strategia.

Questa strategia di internazionalizzazione ha permesso al gruppo di ampliare la propria clientela, incrementare la capacità produttiva e rafforzare la presenza nei mercati emergenti. Il passaggio da una dimensione nazionale a una globale è stato sostenuto da una visione ambiziosa e da una politica di sviluppo orientata all'innovazione e alla sostenibilità del settore energetico. Il gruppo oggi è una multinazionale avente sedi in 28 paesi su tutti e cinque i continenti e si occupa di tutte le attività del ciclo integrato della filiera energetica¹¹¹.

3.3 Enel: strategia di M&A

Il settore energetico globale si trova tuttora in una fase di profonda trasformazione, spinta da imperativi quali la transizione energetica, la decarbonizzazione e la crescente

¹¹¹ <https://www.Enel.com/it/azienda/chi-siamo/dove-siamo>

elettrificazione della domanda. In questo scenario dinamico, le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) si configurano come strumenti strategici essenziali per le grandi utility, consentendo loro di rafforzare la propria competitività, ottimizzare i portafogli di attività e perseguire obiettivi di crescita sostenibile e di mitigazione del rischio. Il mercato ha assistito di conseguenza a un notevole incremento delle acquisizioni strategiche, con un'attenzione sempre maggiore alla creazione di sinergie e all'ottimizzazione dell'intera catena del valore¹¹².

Non ha fatto eccezione Enel che, come multinazionale leader nel settore energetico e attore integrato di primo piano a livello globale, con un modello di business che abbraccia la generazione (con una crescente quota da fonti rinnovabili), la distribuzione e la vendita di energia⁵, ha sempre considerato le operazioni di M&A una priorità nel perseguire i suoi obiettivi di crescita. Tuttavia, le operazioni condotte nel periodo compreso tra il 2022 e il 2025, sono state condizionate dalle significative riorganizzazioni strategiche operate in un triennio che può essere definito emblematico. Questa fase è stata innescata dalla necessità di affrontare un elevato indebitamento finanziario e di ridefinire il proprio posizionamento di mercato razionalizzando il proprio portafoglio, in linea con gli obiettivi delineati nel Piano Strategico 2023-2025¹¹³. Tale contesto ha condotto a una fase iniziale di dismissioni strategiche su vasta scala, seguita da una ripresa mirata delle acquisizioni.

Nella strategia attuata da Enel ha assunto fondamentale importanza l'inserimento di specifiche clausole nel contratto di acquisto: le *representations and warranties* (R&W) e gli *indemnities* (indennizzi speciali). Le R&W (rappresentazioni e garanzie) sono dichiarazioni formali del venditore sullo stato della società o dell'asset (es. bilanci in ordine, assenza di criticità fiscali, permessi necessari), mentre gli indennizzi prevedono un risarcimento da parte del venditore in caso di specifici eventi negativi che si verifichino post closing.

Un cambiamento significativo nella gestione del rischio nelle operazioni di M&A negli ultimi 4-5 anni è l'adozione diffusa delle *Warranty and Indemnity* (W&I) *Insurance*. Tradizionalmente, le R&W rappresentavano un capitolo cruciale del contratto di vendita,

¹¹² Bain & Company. (2025, February 4). *M&A in Energy and Natural Resources: Making Deal Economics Work*.

¹¹³ Enel Group. (2022, November 22). Capital Markets Day: 2023-2025 Strategic Plan.

con il venditore che si assumeva la responsabilità diretta per eventuali inesattezze o violazioni delle dichiarazioni fornite, entro limiti di tempo e importo predefiniti.

Tuttavia, il mercato ha assistito a una chiara evoluzione: i venditori oggi cercano una *clean exit*, ovvero una liberazione da responsabilità post-closing che può emergere dopo la firma del contratto. Questa esigenza ha portato alla negoziazione di vere e proprie polizze assicurative W&I, che vengono stipulate dal compratore (spesso attraverso broker assicurativi come AON) e coprono i rischi derivanti da violazioni delle R&W o da specifici indennizzi.

L'adozione della W&I Insurance ha un impatto profondo sulla dinamica delle transazioni. Il venditore ottiene una sostanziale esenzione da responsabilità, salvo i casi di dolo, trasferendo il rischio all'assicuratore. Il compratore elimina la necessità di negoziare direttamente con il venditore per ogni potenziale reclamo. Questa soluzione non solo facilita la chiusura delle operazioni, ma è diventata una prassi diffusa in contesti di mercato competitivi, dove la ricerca di una maggiore certezza e di un minor rischio per il venditore è prioritaria. La quasi universalità di queste polizze (nove operazioni su dieci) dimostra come il desiderio di una *clean exit* abbia trasformato la gestione del rischio nelle M&A, trasferendo gran parte dell'onere all'industria assicurativa e semplificando le negoziazioni post-contrattuali.

3.4 Fasi di un'Operazione di M&A

Il processo di M&A in Enel è gestito centralmente da un team dedicato di circa 27 professionisti che supervisionano a livello globale tutte le operazioni straordinarie, sia che si tratti di acquisizioni, fusioni o cessioni. Le fasi che costituiscono queste operazioni sono le stesse; tuttavia, l'approccio varia in funzione del ruolo ricoperto. Nella fase iniziale, ad esempio, in cui è prevista la produzione di documenti che descrivono gli asset oggetto della possibile transazione, il team di Enel deve produrre le informazioni necessarie quando si occupa di una cessione; deve invece analizzarle in dettaglio e valutarle attentamente quando svolge il ruolo di potenziale acquirente.

In Enel i processi di M&A si articolano tipicamente in tre fasi principali, precedute da una fase zero di preparazione e sondaggio del mercato.

La fase iniziale (fase zero) comincia non appena un venditore identifica un asset o una società che intende cedere o un compratore individua un asset o un'azienda che vorrebbe acquisire per soddisfare una sua specifica esigenza. In caso di cessione l'obiettivo

primario è condurre un'attività di sondaggio del mercato per identificare i potenziali acquirenti, mentre in caso di acquisizione occorre individuare gli asset che potrebbero soddisfare le proprie esigenze; in entrambi i casi occorre anche comprendere il contesto competitivo in cui l'asset si inserisce, sia a livello geografico che istituzionale. Durante questa fase, si intavolano numerose discussioni bilaterali tra le controparti potenzialmente interessate, che possono includere operatori strategici con ambizioni di crescita o che intendono operare dismissioni in quel mercato specifico o fondi di investimento che cercano opportunità di espansione o desiderano disinvestire. Questa attività di *scouting* o *pre-marketing* è spesso svolta internamente, ma può anche avvalersi del supporto di una banca d'affari o di un advisor finanziario esterno.

Una volta completata la fase di *pre-marketing*, il processo entra nella fase non vincolante: la fase uno. In questa fase, il venditore richiede ai potenziali acquirenti di sottoscrivere un Accordo di Non Divulgazione (NDA, Non-Disclosure Agreement) per garantire la riservatezza delle informazioni sensibili che verranno condivise. Prima della firma dell'NDA, viene solitamente inviato un "teaser", un breve documento di circa cinque pagine che fornisce una descrizione sommaria dell'asset in vendita, basata su informazioni pubbliche e non finanziarie, con l'intento di suscitare un interesse preliminare.

Dopo la sottoscrizione dell'NDA, le controparti interessate si scambiano tre documenti chiave: Information Memorandum, Modello Finanziario e Process Letter.

Il primo è una presentazione dettagliata, spesso di circa cento pagine, che illustra in modo esaustivo l'asset o la società oggetto di cessione. L'IM include informazioni tecniche, commerciali, operative, la storia dell'asset e il piano industriale del venditore per esso, fornendo agli acquirenti gli elementi necessari per una valutazione economica approfondita. Il secondo è un modello economico-finanziario, tipicamente elaborato dalla banca d'affari che assiste il venditore, che viene reso disponibile per l'analisi da parte dei potenziali acquirenti.

Il terzo e ultimo documento è una lettera che delinea le aspettative del venditore, specificando la richiesta di un'offerta non vincolante entro un termine prestabilito. La lettera fornisce anche indicazioni sulle caratteristiche che l'offerta dovrebbe avere, inclusi prezzo, struttura, assunzioni sottostanti e le aspettative per la successiva fase di due diligence.

Questa fase si conclude con la presentazione delle offerte non vincolanti, *non buying offer* (NBO), da parte dei vari offerenti. Il venditore procede quindi all'analisi e alla comparazione di tali offerte, selezionando una *short list* di candidati (generalmente 3-5) che saranno ammessi alla fase successiva, escludendo coloro che non sono considerati affidabili o che hanno presentato offerte economicamente non congrue.

La fase vincolante o fase due rappresenta la vera e propria due diligence e richiede una preparazione immediata e proattiva da parte del venditore, anche prima della ricezione delle offerte non vincolanti. La gestione di questa fase è cruciale e la sua efficacia, per il venditore, dipende fortemente dalla sua preparazione anticipata; una insufficiente o tardiva organizzazione delle informazioni, come la mancanza di una *virtual data room* completa o di *vendor due diligence reports*¹¹⁴ pronti, può rallentare significativamente il processo e aumentare i rischi e i costi complessivi della transazione. La proattività nella raccolta e strutturazione delle informazioni è, pertanto, un fattore determinante per il successo di una cessione. Analogamente per l'acquirente è fondamentale effettuare al più presto un'analisi approfondita ed esaustiva delle informazioni ricevute, considerando tutti i possibili aspetti e anticipando i potenziali problemi a cui si potrebbe andare incontro.

La due diligence è prevalentemente organizzata in modo virtuale, attraverso piattaforme di *virtual data room* dove vengono caricate tutte le informazioni rilevanti sull'asset o sulla società, che spaziano da dati tecnici a quelli societari, commerciali, bilancistici e operativi. Parallelamente, vengono organizzate visite fisiche ai siti, consentendo agli acquirenti e ai loro advisor tecnici di ispezionare direttamente l'asset e di acquisire una comprensione più concreta di ciò che stanno valutando.

Un momento fondamentale di questa fase è la *Management Presentation*, una riunione che si tiene tipicamente due o tre settimane dopo l'inizio della fase vincolante. In questa occasione, il management del venditore o della società in vendita presenta l'azienda ai potenziali acquirenti, offrendo una visione diretta del team di gestione e delle operazioni. Vengono inoltre condotte sessioni di domande e risposte (Q&A) e approfondimenti tecnici su specifici argomenti. Spesso, il venditore mette a disposizione dei *Vendor Due*

¹¹⁴ Sono due strumenti fondamentali del processo di vendita: il virtual data room è uno spazio digitale dove in questo caso Enel rende disponibile tutti i documenti rilevanti relativi all'asset o alla società in vendita mentre il vendor due diligence è un report redatto da parti esterne che fornisce un'analisi dettagliata dell'asset o della società in vendita.

Diligence Reports (VDDRs), preparati da advisor esterni (contabili, fiscali, tecnici, di mercato), che forniscono una panoramica dettagliata e di alto livello dell'asset, inclusi eventuali problemi riscontrati in passato.

Al termine del periodo di due diligence, viene richiesta la sottomissione di un'offerta vincolante, che implica un impegno legale da parte dell'acquirente rispetto ai termini e alle condizioni proposte. Insieme all'offerta, gli acquirenti presentano i loro commenti, le modifiche e le integrazioni alla bozza di contratto di acquisto (SPA, Sale and Purchase Agreement), che il venditore aveva reso disponibile alcune settimane prima. Nel formulare e nel valutare le offerte sia l'acquirente che il venditore devono tenere nella dovuta considerazione non solo il prezzo di acquisto ma anche l'allineamento con la bozza di contratto, poiché la gestione dei rischi è intrinsecamente legata alle clausole contrattuali che verranno concordate.

Il processo si conclude con la fase tre con la selezione dell'offerta migliore e la negoziazione finale dei termini e della documentazione contrattuale, che può richiedere diverse settimane, terminando con la firma del contratto. Il perfezionamento dell'operazione (closing) si ha però solo dopo aver verificato il rispetto di tutte le *condition precedent* (condizioni sospensive), quali le approvazioni antitrust o verifiche di conformità a disposizioni governative¹¹⁵. In caso di grosse acquisizioni può diventare critica anche la fase successiva “post-closing” durante la quale potrebbero emergere problemi finanziari nascosti o difficoltà di integrazione nell'ambito della nuova società. Come si deduce facilmente, il processo di acquisizione/cessione è un'operazione intrinsecamente complessa, che richiede il coordinamento di decine di persone all'interno di Enel, provenienti da diverse funzioni come il legale, la finanza, i team specifici per paese e le business line. La gestione delle relazioni interne tra le diverse funzioni, che spesso hanno obiettivi diversi nella finalizzazione della transazione, rappresenta un'attività tanto importante quanto delicata che può essere addirittura più ardua della negoziazione con le controparti esterne. Questa complessità evidenzia come l'M&A non sia solo una transazione finanziaria o legale, ma una sfida di gestione di

¹¹⁵ Le *condition precedent* sono clausole contrattuali che stabiliscono che un determinato obbligo o effetto del contratto avrà efficacia solo se e quando si verificherà un evento futuro incerto. Un esempio è rappresentato dalla conclusione positiva dell'iter amministrativo che deve essere seguito per adempiere alle normative esistenti (come le regole in materia di antitrust).

progetti interfunzionali e interpersonali, dove la capacità di allineare gli obiettivi interni è tanto cruciale quanto la negoziazione con l'esterno.

3.5 Principali operazioni di M&A di Enel nel triennio 2022-2024: un periodo recente e strategico per l'analisi

Il triennio 2022-2024 ha rappresentato un'importante svolta per Enel, che ha mutato profondamente la sua strategia nel campo delle M&A, passando da una fase di dismissioni ad una successiva di espansione; questo ha rappresentato un'ottima opportunità per analizzare i due tipi di operazioni in un contesto reale al fine di individuare e analizzare in dettaglio gli aspetti salienti.

Negli ultimi tre anni, Enel ha avviato un piano strategico diviso in due fasi: i primi due anni sono stati segnati solo da operazioni di cessione, in accordo con un programma di dismissioni volto a riequilibrare il livello di indebitamento finanziario e razionalizzare e ridefinire il portafoglio aziendale, per poi dare avvio a una nuova fase di espansione, focalizzata su operazioni di acquisizione e internazionalizzazione che hanno segnato l'avvio di un piano di espansione, con l'obiettivo di ampliare il proprio business su scala globale.

Nei paragrafi successivi, verranno analizzate nel dettaglio entrambe le tipologie di operazioni.

3.5.1 Il piano di cessioni (2023-2024)

Nel novembre 2022, l'allora Amministratore Delegato Francesco Starace annunciò un ambizioso piano di dismissioni, con l'obiettivo di generare circa 20 miliardi di euro entro il 2024. La motivazione principale di questa iniziativa era la necessità di ridurre l'elevato indebitamento del gruppo, che aveva superato i 70 miliardi di euro, portando il rapporto Debito Netto/EBITDA al di sopra della soglia di 3, un livello ritenuto insostenibile per un'utility¹¹⁶; questa situazione aveva spinto di conseguenza il mercato finanziario ad esercitare una pressione significativa su Enel affinché alleggerisse il proprio bilancio e migliorasse la solidità patrimoniale.

Al di là della mera riduzione del debito, le cessioni miravano a una profonda razionalizzazione del portafoglio aziendale, concentrando gli sforzi e gli investimenti sui

¹¹⁶ Enel Group. (2022, November 22). Capital Markets Day: 2023-2025 Strategic Plan.

paesi e sui business considerati "core"¹¹⁷ o strategicamente prioritari. L'obiettivo era disinvestire da paesi e attività che non presentavano un potenziale di crescita significativo o che esponevano il Gruppo a un profilo di rischio eccessivo, come nel caso del rischio geopolitico in America Latina.

Enel ha dimostrato una notevole capacità esecutiva, realizzando più di 20 operazioni di cessione per oltre 18 miliardi di euro in circa 2 anni, superando le previsioni iniziali. A tal proposito, il responsabile dell'area M&A Fabio Carrozzo ha dichiarato: *“Questa capacità ha permesso di ridurre il rapporto Debito Netto/EBITDA a un valore di 2,4-2,5, posizionando Enel tra le utility globali con la struttura di capitale più solida. Dopo queste operazioni straordinarie di fatto Enel è divenuta la società meno indebitata fra tutte le big mondiali. Le dismissioni hanno riguardato sia business non-core, come le attività di demand response o la fibra ottica, sia l'uscita da paesi non strategici o dove Enel non deteneva una presenza integrata lungo l'intera catena del valore”*.

Tra le operazioni più significative rientrano:

- la vendita di quasi tutte le attività in Perù, generazione ad Actis e distribuzione a CSGLI, per un valore totale di circa 6.1 miliardi di dollari;
- la cessione il 9 marzo 2023 di tutte le partecipazioni detenute dal gruppo Enel in Romania alla utility greca PPC (Public Power Corporation), per circa 1.260 milioni di euro¹¹⁸;
- la vendita della generazione in Russia il 12 ottobre 2022 a PJSC Lukoil, completando l'uscita del Gruppo dal paese per 137 milioni di euro¹¹⁹;
- la cessione di asset di trasmissione elettrica e di un portafoglio solare in Cile, rispettivamente il 28 luglio 2022 per un valore di 1.526 milioni di dollari e il 25 ottobre 2023 per circa 550 milioni di dollari¹²⁰;
- la vendita il 4 gennaio 2024 di un portafoglio di asset di distribuzione negli Stati

¹¹⁷ Per ENEL i paesi cosiddetti “core”, ovvero i paesi in cui ha un business dominante, sono Italia, Spagna, Stati Uniti, Brasile, Cile e Colombia.

¹¹⁸ <https://corporate.Enel.it/media/esplora-comunicati/CS/2023/03/Enel-firma-accordo-per-la-cessione-delle-sue-attivita-in-romania-a-ppc>.

¹¹⁹ <https://www.Enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2022/10/Enel-perfeziona-la-cessione-dell'intera-partecipazione-detenuta-in-pjsc-Enel-russia->

¹²⁰ <https://www.Enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2023/10/Enel-ha-perfezionato-la-vendita-a-sonnedix-di-un-portafoglio-di-impianti-fotovoltaici-in-cile->

Uniti a Ormat a fronte di un corrispettivo complessivo di 271 milioni di dollari¹²¹;

- la vendita il 24 marzo 2025 del 49% della generazione solare spagnola a Masdar per un valore di 184 milioni di euro¹²²;
- in Italia, la cessione, avvenuta il 30 dicembre 2024, di una parte della distributrice elettrica dell'area di Milano ad A2A per 1,2 miliardi di euro¹²³ e la vendita il 26 giugno 2024 del 49% del capitale sociale di Enel Libra Flexsys, società di cui Enel Italia mantiene il controllo, a fronte di un corrispettivo pari a circa 1,1 miliardi di euro a Sosteneo, una società del gruppo Generali¹²⁴.

Il legame tra l'elevato indebitamento di Enel e la decisione di intraprendere un massiccio piano di dismissioni è diretto e fondamentale; l'intervista con il manager M&A di Enel evidenzia come il superamento di una soglia critica del rapporto Debito Netto/EBITDA abbia agito da catalizzatore per una riorganizzazione strategica profonda. Questa non è stata una semplice rotazione di asset, ma una risposta mirata alle richieste del mercato finanziario di rafforzare la solidità patrimoniale del Gruppo. Il successo nel raggiungere gli obiettivi di *deleveraging*¹²⁵ dimostra l'efficacia di questa strategia di *de-risking* finanziario come priorità assoluta e sottolinea come le condizioni finanziarie possano imporre una riallocazione strategica del capitale e una revisione del perimetro operativo di un'azienda.

La strategia di dismissione di Enel ha portato ad una ridefinizione dinamica del concetto di "core business". La decisione di cedere asset e uscire da determinati paesi non si è basata unicamente sulla redditività immediata, ma su una comprensione più profonda di ciò che per Enel rappresenta il valore strategico: un modello integrato basato sulla generazione (in particolare da fonti rinnovabili), sulla distribuzione e sul retail dell'energia, sviluppato in mercati dove esistono prospettive di crescita e possibilità di

¹²¹ <https://corporate.Enel.it/media/esplora-comunicati/CS/2024/01/Enel-perfeziona-accordo-per-la-vendita-a-ormat-di-un-portafoglio-geotermico-e-solare-negli-stati-uniti>

¹²² <https://www.Enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2025/03/Enel-e-masdar-firmano-un-nuovo-accordo-per-446-mw-fotovoltaici-operativi-in-spagna-rafforzando-la-loro-partnership>

¹²³ <https://www.Enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2025/01/Enel-finalizzato-l'accordo-del-marzo-2024-relativo-ad-attivita-di-distribuzione-elettrica-in-alcuni-comuni-della-lombardia>

¹²⁴ <https://www.Enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2024/06/Enel-perfezionata-partnership-con-sosteneo-per-lo-sviluppo-di-sistemi-di-accumulo-di-energia-attraverso-l'utilizzo-di-batterie-e-di-impianti-a-ciclo-aperto-destinati-ai-servizi-regolati-di-capacita>

¹²⁵ Gli obiettivi di *deleveraging* (riduzione della leva finanziaria) di Enel si sono concentrati principalmente sulla riduzione del debito e sul miglioramento della sostenibilità finanziaria e ambientale.

sinergie operative. Le cessioni hanno infatti riguardato business che venivano considerati meno coerenti con questo modello o paesi caratterizzati da scarsa integrazione, basse prospettive di sviluppo o eccessivi rischi. Questo approccio ha denotato una strategia di portafoglio sofisticata, che bilancia la presenza integrata, il potenziale di crescita e la gestione del rischio geopolitico, superando una logica di mero "taglio" indiscriminato.

3.5.2 Case study: cessione di Enel Perù

Grazie alle interviste e agli incontri svolti con la project manager di Enel, Beatrice Colantoni, è emerso che, tra tutte le operazioni di cessione concluse dal gruppo nell'ultimo triennio, la vendita delle attività di Enel in Perù è stata l'operazione di dismissione più rilevante per il Gruppo, inserendosi pienamente nel piano strategico volto a razionalizzare il portafoglio. Enel, che prima di dare inizio a questa razionalizzazione era presente in oltre 30 paesi, ha scelto di focalizzarsi su un numero più ristretto di nazioni considerate "core", al fine di ottimizzare gli investimenti e aumentare il valore per gli azionisti.

Le motivazioni strategiche erano sostanzialmente due: da un lato, la volontà di concentrare le risorse nei paesi dove Enel intendeva crescere e investire attivamente, uscendo da quei mercati che non offrivano prospettive di crescita future; dall'altro, la necessità di mitigare il rischio geopolitico, data la significativa esposizione del Gruppo all'America Latina, un'area percepita come instabile. Nonostante Enel Perù fosse un'azienda integrata, comprendente generazione, distribuzione e retail lungo l'intera catena del valore, non era considerata un mercato di crescita prioritaria e la sua dimensione non era tale da poter cambiare o migliorare l'immagine complessiva del Gruppo.

Inizialmente, la strategia prevedeva la vendita di tutti gli asset peruviani come un unico pacchetto, al fine di semplificare il processo e massimizzare il ritorno economico. Il valore complessivo, cioè, l'enterprise value era stimato in 6.1 miliardi di dollari, una cifra considerevole per il contesto latino-americano. Tuttavia, dopo una fase preliminare di sondaggio del mercato e di raccolta delle manifestazioni di interesse, Enel si è resa conto che la vendita di un pacchetto così ampio avrebbe ridotto drasticamente il numero di potenziali acquirenti, data l'entità dell'investimento (equity ticket) richiesto. Per massimizzare il ritorno e la tensione competitiva tra gli investitori, Enel ha perciò modificato la propria strategia, optando per la divisione della vendita in due transazioni

separate ma parallele: una per la generazione e una per la distribuzione. La decisione di scindere la vendita del Perù in due pacchetti distinti ha rappresentato quindi una risposta strategica dinamica al feedback del mercato, permettendo di ridurre l'equity ticket per singolo pacchetto e attirando così un bacino più ampio di investitori e stimolando una maggiore concorrenza. Il management ha riconosciuto che la vendita dell'intero paese non sarebbe stata strategicamente corretta a causa della limitazione del numero di acquirenti per un ticket di così elevata entità. Questa capacità di adattamento, modificando la struttura dell'operazione per massimizzare il valore e la tensione competitiva, dimostra una notevole flessibilità strategica e una prontezza a riadattare il piano iniziale in funzione delle condizioni di mercato.

Peraltro, la decisione di scindere la vendita di Enel Perù in due pacchetti distinti, generazione e distribuzione, ha causato complessità operative e gestionali di vasta portata, data la profonda integrazione preesistente nelle attività del Gruppo. La separazione del personale si è rivelata l'aspetto più delicato e oneroso. Non esisteva una chiara distinzione tra i dipendenti delle due aree, in particolare per le funzioni di staff che servivano entrambe le attività ed è stato perciò necessario un lavoro meticoloso, condotto persona per persona, in stretta collaborazione con il Country Manager e il CEO di Enel Perù, per riassegnare il personale in modo cauto, tenendo conto anche delle inclinazioni individuali. Questo si è confermato essere un aspetto cruciale, poiché le operazioni di M&A, specialmente le vendite, sono spesso percepite negativamente dai dipendenti, generando incertezza e un potenziale rischio di perdita di talenti chiave. La gestione delle risorse umane e la riorganizzazione fisica degli asset rappresentano sfide operative immense e spesso sottovalutate, che vanno ben oltre le mere considerazioni finanziarie e legali tipiche delle M&A. La complessità non risiede solo nel "cosa" vendere, ma nel "come" disintegrare un'azienda profondamente intrecciata, con un forte impatto sul capitale umano e sulla continuità operativa.

Anche la divisione degli asset fisici ha infatti presentato sfide significative. È stato ad esempio necessario dividere per piani l'ufficio principale, un'unica struttura condivisa da entrambe le divisioni, dedicando un piano alla distribuzione e un altro alla generazione, al fine di garantire l'assenza di interferenze operative tra le due entità.

Un'ulteriore complessità è derivata dal posizionamento di Enel X, l'unità dedicata alla mobilità elettrica e all'illuminazione pubblica. Data la sua dimensione relativamente

contenuta, non era economicamente vantaggioso avviare un processo di vendita dedicato e si è quindi optato per includere Enel X nel pacchetto della distribuzione, in quanto il business dell'illuminazione pubblica in Perù è remunerato tramite tariffa regolata, in stretta associazione con la distribuzione.

Le due società, sebbene precedentemente integrate, possedevano nature fondamentalmente diverse, il che ha influenzato in modo significativo il processo di vendita e la loro valutazione.

La distribuzione è un business strettamente regolato, con caratteristiche simili a quelle riscontrabili in Italia. La sua crescita non è tanto legata all'aumento del numero di utenti finali, quanto all'ottimizzazione della rete e al miglioramento qualitativo del servizio attraverso investimenti in Capex¹²⁶. Operando in un contesto regolato, il ritorno sull'investimento è più prevedibile non dipendendo direttamente dalla concorrenza o dal prezzo di mercato, consentendo così un'analisi del discounted cash flow (DCF) più chiara e un tasso di sconto inferiore¹²⁷.

La generazione era un business più diversificato, con una produzione equamente ripartita tra fonti termiche e rinnovabili (principalmente idroelettriche), e con l'obiettivo strategico di espansione nelle rinnovabili. Non essendo un business regolato, comporta un rischio intrinseco maggiore, a meno che non siano assicurati contratti di vendita di energia a lungo termine. Questo si traduce in un DCF meno certo e un tasso di sconto più elevato, giustificando una differenza di prezzo rispetto al business della distribuzione.

3.5.2.1 La Vendita della Distribuzione a CSGI

La cessione del ramo di distribuzione di Enel Perù alla società cinese China Southern Power Grid International (CSGI) ha rappresentato una delle operazioni più complesse, principalmente a causa della necessità di ottenere l'approvazione da parte di Indecopi, l'autorità antitrust peruviana. A tal riguardo la project manager dell'area M&A ha sottolineato: *“La complessità derivava dal fatto che CGTG, una società "sorella" di CSGI, aveva precedentemente acquisito Luz del Sur, la distributrice nella zona a sud di Lima; la vendita della distribuzione al nord di Lima a CSGI avrebbe quindi creato, nella*

¹²⁶ Gli investimenti in CAPEX (Capital expenditures), ovvero le spese in conto capitale, rappresentano investimenti sostenuti da un'azienda per acquistare e migliorare asset fisici a lungo termine.

¹²⁷ L'analisi del discounted cash flow è un metodo di valutazione finanziaria che serve a stimare il valore attuale di un progetto o investimento, basandosi sulle proiezioni di flussi di cassa futuri attesi e attualizzandoli mediante un tasso di sconto.

percezione dell'antitrust peruviano, una situazione di quasi-monopolio, poiché entrambe le entità facevano capo alla stessa holding statale cinese, Sasac”.

Il processo di approvazione antitrust in Perù si è rivelato eccezionalmente lungo e articolato. Inizialmente, Enel ha dovuto presentare una richiesta a Indecopi per determinare la necessità dell'autorizzazione, basandosi su parametri oggettivi quali la quota di mercato e i ricavi. Indecopi ha impiegato 30 giorni per valutare l'ammissibilità della richiesta. Successivamente, è iniziata una prolungata "fase uno" caratterizzata da un intenso scambio di domande e risposte (Q&A). Enel ha dovuto dimostrare che, nonostante il comune riferimento a Sasac, le due società cinesi operavano in modo totalmente indipendente a livello di top management e organi decisionali, e che la natura regolata del business, basata su aste pubbliche, preveniva qualsiasi collusione. Indecopi ha impiegato altri 120 giorni per prendere la sua decisione, durante i quali anche terze parti avrebbero potuto presentare opposizioni alla transazione. Questo iter ha comportato un "interim period" (il lasso di tempo tra la firma del contratto e il closing) di circa un anno e mezzo: la firma è avvenuta il 7 aprile 2023, ma il closing solo il 12 giugno 2024, con quasi un anno dedicato esclusivamente all'ottenimento dell'approvazione antitrust e con un enterprise value, riferito al 100% degli asset oggetto di tale accordo, di circa 4 miliardi di dollari¹²⁸.

La necessità di una lunga approvazione antitrust e molte altre complicazioni che si sono registrate nell'operazione ha prolungato l'interim period con ripercussioni dirette sulla gestione del business e del personale. Un interim period prolungato generalmente è sconsigliabile, soprattutto in presenza di un elevato rischio geopolitico; e l'instabilità geopolitica del Perù ha rappresentato infatti un fattore di rischio significativo: durante il periodo di attesa, il paese ha assistito a due “golpe” e a numerosi cambi di presidenti e ministri dell'economia, eventi che avrebbero potuto alterare le condizioni normative o politiche complicando o compromettendo la transazione. Durante l'interim period, Enel ha continuato a gestire la società, ma con discrezionalità e libertà di movimento limitate. Qualsiasi decisione che esulasse dalla gestione ordinaria richiedeva l'autorizzazione del futuro acquirente, rendendo la gestione "estremamente critica" per un periodo di 18 mesi.

¹²⁸ <https://www.Enel.com/content/dam/Enel-common/press/it/2024-giugno/CS%20closing%20distribuzione%20Peru23.pdf>

È stato inoltre necessario mappare e aggiornare formalmente il futuro acquirente su tutti gli eventi e i cambiamenti avvenuti nel business rispetto alla situazione al momento del signing (ad esempio, nuove cause legali o risoluzione di problemi preesistenti).

Infine, le differenze culturali nella negoziazione e nella gestione della comunicazione con una controparte cinese hanno introdotto ulteriori complessità. I processi decisionali delle aziende cinesi sono spesso molto lunghi e meno snelli rispetto a quelli delle aziende europee, complicando decisamente le cose in situazioni in cui è richiesta una risposta a situazioni urgenti, come avvenuto nel caso di un blackout elettrico a Lima, una situazione critica in cui non è stato possibile attendere l'approvazione cinese prima di intervenire. Questa osservazione, apparentemente un dettaglio, rivela un fattore di attrito significativo che va oltre le clausole contrattuali. La lentezza nei processi decisionali e le differenze culturali possono ostacolare la comunicazione efficace e la reattività, specialmente durante un interim period lungo e in un contesto instabile. Ciò implica che, per il successo delle operazioni cross-border, la gestione delle aspettative culturali e delle dinamiche decisionali della controparte è tanto importante quanto la negoziazione economica.

3.5.2.2 La Vendita della Generazione ad Actis

Per la componente di generazione, il processo di selezione ha condotto all'identificazione di Actis, un fondo di investimento inglese specializzato in infrastrutture sostenibili, con un focus particolare sui mercati emergenti, inclusi America Latina, Africa ed Europa dell'Est.

Una criticità significativa emersa durante questa fase è stata la contemporanea messa in vendita di Kalpa, una società di generazione peruviana comparabile (con il 14% di quota di mercato), da parte del fondo I Squared. La presenza di due asset simili sul mercato ha diviso l'attenzione degli investitori, riducendo la competizione e influenzando i prezzi. Nonostante questa competizione inattesa, Enel ha completato la vendita, mentre I Squared non è ancora riuscita a cedere Kalpa dopo quattro anni. Il caso dimostra come la vendita simultanea di asset simili da parte di concorrenti può effettivamente smorzare la tensione competitiva e comprimere i prezzi, sottolineando l'importanza del timing e di un'analisi approfondita del contesto competitivo e del timing strategico nelle operazioni di M&A.

A differenza della vendita della distribuzione, l'acquisizione da parte di Actis ha richiesto un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) totalitaria volontaria¹²⁹ per il 100% delle azioni di Enel Generación Perú. Questa condizione era un requisito imprescindibile per Actis, in quanto un fondo di investimento deve garantire un ritorno certo ai propri equity partner. Un'operazione bilaterale "over the counter" avrebbe comportato l'obbligo di un successivo "squeeze-out" dei minoritari a un prezzo incerto, introducendo un rischio inaccettabile per Actis sul proprio ritorno sull'investimento¹³⁰.

L'OPA, la più grande mai realizzata nel mercato borsistico peruviano, notoriamente poco attivo e basato su accordi bilaterali, ha reso il processo estremamente complesso ma necessario per ottenere la certezza finanziaria richiesta dall'acquirente. La project manager Colantoni ha osservato che: *"In Perú noi eravamo quasi i primi a fare un'OPA, e quindi abbiamo dovuta studiarla, perché nessuno sapeva come si faceva un'OPA in Perú, nemmeno gli stessi consulenti che avevamo preso"*.

L'esperienza fatta in Perú ha mostrato ad Enel come gli strumenti di "financial engineering" come l'OPA possano essere adattati in contesti regolatori meno maturi. L'OPA è stata "pre-concordata" e non ostile: Actis ed Enel avevano precedentemente firmato un Sales Purchase Agreement (SPA) che definiva i termini della vendita il 22 novembre 2023¹³¹, con Actis che si obbligava a lanciare l'OPA ed Enel a aderirvi a condizioni specifiche.

Le fasi dell'OPA hanno incluso diverse tappe fondamentali. In primo luogo, la documentazione: Actis ha dovuto fornire all'autorità di vigilanza borsistica peruviana (SMV), il prospetto dell'OPA, l'organigramma e i bilanci di Actis e della società target.

Successivamente vi è stata l'apertura dell'OPA: l'operazione è stata lanciata il 21 marzo 2024¹³² è lasciata aperta per un periodo minimo di venti giorni lavorativi per le adesioni. Nei primi dieci giorni si è registrato il rischio di offerte concorrenti, seppur considerato

¹²⁹ Un'OPA totalitaria volontaria è un'offerta pubblica di acquisto rivolta alla totalità delle azioni di una società quotata, lanciata su base volontaria (cioè, senza obbligo normativo) dall'offerente.

¹³⁰ Per operazione "over the counter" si intende una transazione privata, fuori dai mercati regolamentati. L'acquisto OTC della quota di maggioranza di Enel Perú, avrebbe portato Actis sopra la soglia di legge obbligandolo allo "squeeze-out", ovvero l'obbligo, superata una certa soglia di controllo, di acquistare forzatamente le azioni dei soci di minoranza a un prezzo incerto, introducendo un rischio inaccettabile per l'acquirente; nel caso invece di squeeze-out conseguente a un'OPA il prezzo da pagare è predeterminato e coincide con quello offerto nell'OPA.

¹³¹ <https://corporate.enel.it/en/media/explore-press-releases/press/2023/11/enel-agreement-signed-to-sell-groups-peruvian-generation-assets->

¹³² <https://www.reuters.com/markets/deals/niagara-energy-launches-takeover-bid-enels-peru-power-unit-2024-03-21/>

basso dato il prezzo già elevato offerto. Un ulteriore passaggio ha riguardato il giudizio del Consiglio di amministrazione (CDA) della società target: entro sette giorni dall'apertura, infatti, il CDA di Enel Generación Perú ha dovuto emettere un documento pubblico formale, una sorta di raccomandazione agli azionisti, attestando la correttezza dell'OPA e l'equità del prezzo. L'OPA era totalitaria, includendo anche le azioni dei minoritari (Enel possedeva l'87%); sebbene alcuni azionisti di minoranza, in particolare fondi pensione peruviani politicamente influenti, abbiano richiesto chiarimenti e documentazione, quasi tutti hanno aderito, consentendo ad Actis di raggiungere oltre il 95% del capitale.

Infine, si è arrivato al closing, avvenuto circa ventidue giorni lavorativi (più di un mese) dopo il lancio dell'OPA, il 10 maggio 2024, un periodo più breve rispetto alla transazione di distribuzione, non essendo stata necessaria una lunga approvazione antitrust.

Un altro problema che ha complicato la trattativa con Actis è stato rappresentato da Enel Generación Piura, la società che gestiva una centrale termoelettrica a gas situata nella regione isolata di Talara, nel nord del Perú e che rappresentava solo il 10% del valore complessivo del pacchetto di generazione in cui Enel Generación Perú era l'asset principale. Durante la negoziazione è sorto un problema che avrebbe potuto compromettere l'intera vendita del pacchetto comprendente entrambe le società: i contratti di fornitura del gas naturale legati a concessioni statali ventennali erano in scadenza. Essendo necessaria per legge un'asta pubblica per la riassegnazione di tali lotti, i concessionari uscenti non potevano prolungare i contratti di fornitura con Piura. Inizialmente Enel e Actis avevano condotto le negoziazioni dando per scontato che alla naturale scadenza lo Stato avrebbe indetto le gare pubbliche e che i nuovi aggiudicatari dei giacimenti avrebbero stipulato contratti di fornitura con Piura, garantendone la continuità operativa; in una fase avanzata però, dopo aver già ricevuto un'offerta vincolante, erano emerse voci secondo le quali i lotti non sarebbero stati assegnati tramite gara pubblica, ma piuttosto assegnate a una società parastatale, una raffineria, che si trovava in difficoltà finanziarie ed era bisognosa di sostegno statale.

Il fatto che Actis fosse un fondo di investimento complicava ulteriormente la situazione. I fondi richiedono infatti una visibilità a lungo termine per i loro investimenti e quindi la garanzia di un cash flow "duraturo". L'ipotesi invece di un'assegnazione dei lotti a una società parastatale introduceva un livello di incertezza profonda e non quantificabile

riguardo alla futura disponibilità e alle condizioni di fornitura del gas. Actis non aveva modo di verificare la veridicità di tali voci né la possibilità di future aste pubbliche e non poteva prevedere le scelte della società parastatale, che avrebbe potuto trattenere il gas per sé oppure venderlo a Piura a condizioni da stabilire.

Questa profonda incertezza ha portato a una fase di stallo nella negoziazione. In relazione a tale questione la manager ha dichiarato: *“Enel aveva l'esigenza strategica di chiudere la transazione il prima possibile, data la forte instabilità politica in Perù, dove le condizioni legislative o politiche potevano cambiare rapidamente anche a seguito di un "golpe"; lasciare una transazione aperta per troppo tempo in un contesto così volatile era considerato estremamente rischioso”*. La nuova informazione, riguardante la potenziale assegnazione dei lotti alla società parastatale, aveva modificato radicalmente le assunzioni sottostanti ai modelli finanziari e all'intera base negoziale per Piura, facendo sì che le valutazioni precedenti perdessero di valore. Enel desiderava comunque portare a termine la transazione complessiva, eliminando la propria presenza nel paese, poiché trattenere solo Piura (asset piccolo e isolato) non avrebbe avuto senso strategico né economico. Actis, d'altro canto, doveva necessariamente valutare e gestire questo rischio sostanziale prima di procedere all'acquisto.

Per risolvere il problema, il team Enel ha valutato insieme ad Actis numerose opzioni di mitigazione del rischio. Un approccio classico, spesso utilizzato in un contesto di incertezza, è l'inserimento di un meccanismo di *earn-out* o aggiustamento di prezzo contingente. In sostanza, invece di fissare un prezzo completamente certo al closing, una parte del corrispettivo viene resa dipendente dal verificarsi di determinati eventi futuri o dal raggiungimento di certi risultati. Nel nostro caso Enel, forte della propria conoscenza del contesto locale e confidente che la situazione si sarebbe risolta positivamente, ha inizialmente proposto ad Actis una struttura di prezzo variabile. L'idea era quella di acquistare l'asset nell'immediato pagando soltanto una parte del prezzo e, qualora entro un determinato periodo la fornitura di gas venisse effettivamente garantita come previsto dalla società, corrispondere successivamente un'integrazione del prezzo. In questo modo Enel mostrava di credere fermamente nelle proprie assunzioni (cioè, che lo Stato avrebbe comunque assicurato gas alla centrale) e contemporaneamente offriva una protezione all'acquirente, che avrebbe pagato la quota aggiuntiva solo se il rischio si fosse dissolto.

Implementare un *earn-out* efficace in tale scenario si è rivelato complesso. Il primo ostacolo era la definizione di criteri chiari per il calcolo dell'aggiustamento di prezzo, data la molteplicità di variabili in gioco: entro quale data e a quali condizioni la questione gas avrebbe dovuto risolversi nonché come quantificare il pagamento aggiuntivo in base ai diversi scenari. La quantificazione del rischio legato a Piura non era binaria (successo/fallimento), ma dipendeva da fattori incerti e gradualmente come tempistiche dell'eventuale intervento statale, volumi di gas disponibili e prezzi di fornitura negoziati, rendendo difficile costruire un meccanismo di *earn-out* equo e soddisfacente per entrambe le parti.

Malgrado queste difficoltà, il team ha valutato anche altre soluzioni contrattuali e finanziarie per ridurre l'incertezza: garanzie aggiuntive, clausole risolutive, piani alternativi di *carve-out* per separare l'asset problematico.

Purtroppo, col passare del tempo, le notizie sul coinvolgimento della società statale si sono fatte più concrete e lo scenario è ulteriormente peggiorato, riducendo lo spazio disponibile per l'applicazione di soluzioni gradualmente. In merito la project manager Beatrice Colantoni ha spiegato: *“Alla fine, per concludere la transazione principale, Enel e Actis hanno dovuto ricorrere a un backup plan, ossia un piano alternativo di ultima istanza. Tale soluzione, frutto di molte analisi e negoziazioni, ha consentito di procedere con la chiusura del contratto per la cessione di Enel Generation Perù, gestendo separatamente il rischio legato a Piura”*.

Il caso Piura evidenzia dunque come la gestione del rischio politico/regolatorio sia fondamentale nelle operazioni di dismissione: un evento imprevedibile può cambiare drasticamente i termini di una trattativa, modificando in modo fondamentale il profilo di rischio di un asset. Inizialmente, la scadenza dei contratti di gas e la riassegnazione dei lotti potevano essere considerate un rischio commerciale e normativo gestibile, ma l'emergere, dopo aver ricevuto un'offerta vincolante, di voci su un'assegnazione diretta a un'entità parastatale, ha introdotto un tipo di rischio qualitativamente diverso e molto difficile da gestire, un rischio che potremmo definire “sovrano”¹³³. Il problema ha bloccato una negoziazione in fase avanzata rendendo necessaria una rinegoziazione con

¹³³ Il rischio sovrano, o rischio paese, è il rischio che un governo di uno stato non sia in grado o non voglia adempiere ai propri obblighi finanziari, come il pagamento di debiti o il rispetto di accordi commerciali.

l'introduzione di meccanismi contrattuali flessibili (come *earn-out*, clausole risolutive o accordi quadro alternativi) per assicurare che l'operazione arrivasse a buon fine. Questo si è verificato nonostante l'asset rappresentasse una porzione relativamente piccola (10%) del valore complessivo dell'operazione. Enel è riuscita, pur con ritardi e difficoltà, a portare a termine la vendita delle sue attività in Perù, imparando da questa vicenda l'importanza di anticipare possibili eventi avversi e predisporre contromisure contrattuali nei processi di M&A più complessi.

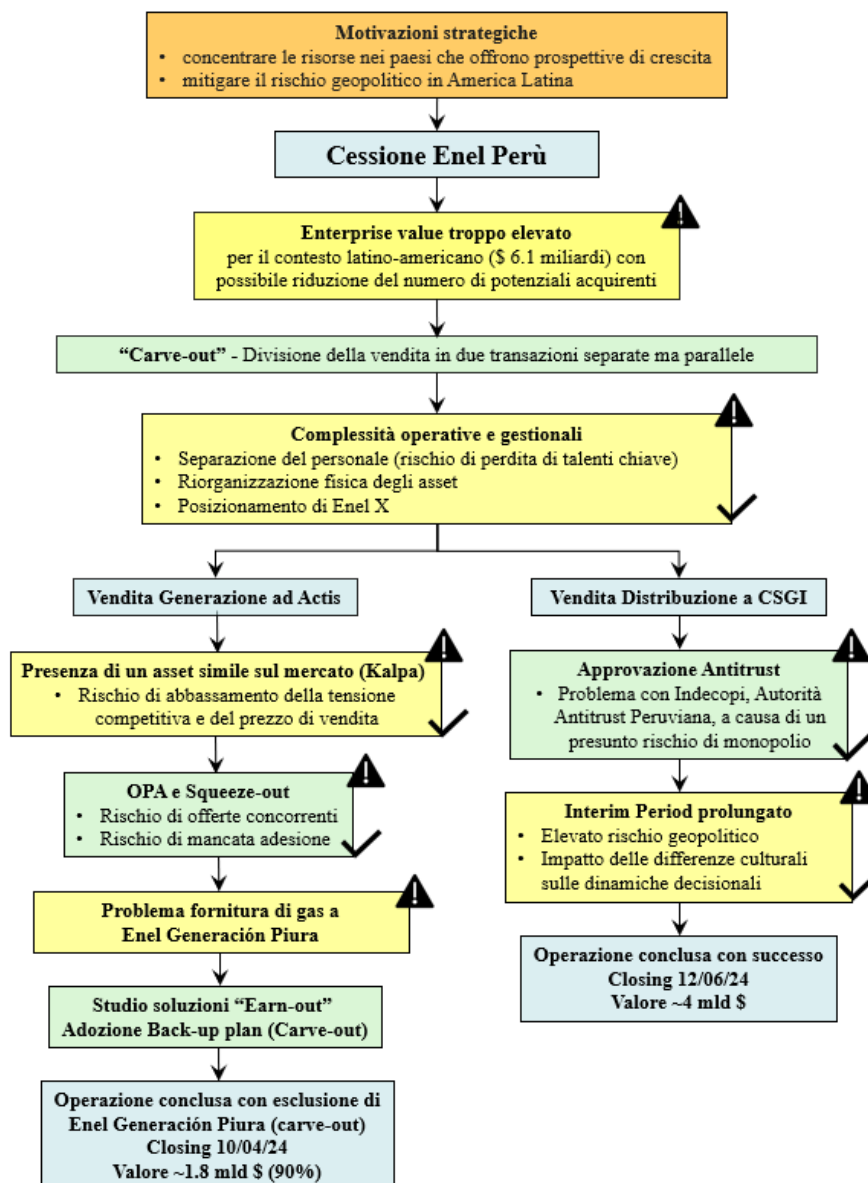


Figura 7: Cessione Enel Perù

3.5.3 La fase di acquisizioni (2024-2025)

Il completamento del massiccio piano di dismissioni e il conseguente raggiungimento di un livello di indebitamento finanziario più sostenibile (con un rapporto Debito Netto/EBITDA stabilizzato a 2.4-2.5) hanno segnato un punto di svolta strategico per Enel. Sotto la nuova amministrazione di Flavio Cattaneo, subentrato a Francesco Starace nel maggio 2023, il Gruppo ha intrapreso una nuova fase, passando da un periodo di razionalizzazione e "de-risking" a una strategia di crescita inorganica mirata attraverso acquisizioni mirate.

La nuova strategia di acquisizione di Enel si concentra su aree geografiche considerate a basso profilo di rischio e con un significativo potenziale di crescita. Queste includono il Nord America (in particolare Canada e Stati Uniti, dove Enel detiene già una presenza rilevante nella generazione), l'Europa (non solo i mercati storici come Italia e Spagna, ma anche nuovi paesi come Germania, Olanda, Polonia e Regno Unito) e l'Australia. Al contrario, Enel non prevede di espandersi in paesi come Brasile, Colombia e Cile, dove la strategia sarà orientata al consolidamento della presenza esistente piuttosto che alla crescita attraverso nuove acquisizioni.

Il focus tecnologico delle acquisizioni è su asset già esistenti e produttivi (modello Brownfield). Questo rappresenta un cambiamento rispetto alla precedente enfasi sullo sviluppo organico di nuovi impianti (modello Greenfield).

La prima acquisizione significativa in questa nuova fase è stata quella di un portafoglio di 626 MW di impianti idroelettrici operativi in Spagna da Acciona, per un valore di circa 1 miliardo di euro. A tal riguardo il responsabile Fabio Carrozzo ha così dichiarato: *“Questa operazione, conclusa a febbraio 2025, è stata ritenuta strategicamente molto importante in quanto la Spagna rappresenta un paese core per Enel; l’acquisizione ha permesso di incrementare il market share con 34 impianti particolarmente rilevanti. Gli impianti idroelettrici con bacini offrono inoltre una capacità gestibile e flessibile, cruciale per la strategia di gestione dell’energia del Gruppo”*.

Lo spostamento verso il modello di acquisizione Brownfield riflette un approccio pragmatico e orientato a obiettivi finanziari a breve termine, sfruttando al contempo le condizioni di mercato Gruppo”. La direzione strategica sotto il nuovo management si è focalizzata sulla necessità di "comprare quello che realmente ci serve", privilegiando l'acquisizione di asset esistenti e operativi per "incrementare l'equità e la cassa da domani,

quindi in breve termine". Sebbene i ritorni sugli investimenti Brownfield possano essere teoricamente inferiori rispetto ai Greenfield (normalmente del 9-10% di IRR¹³⁴ contro il 15-20%), il management di Enel ha osservato una "forbice dei ritorni" in fase di riduzione, rendendo il Brownfield più attraente. Inoltre, l'incertezza globale ha contribuito a una minore competizione per tali asset, rafforzando la convenienza di questa strategia.

3.5.4 Case study: l'acquisizione di ACCIONA

L'acquisizione più rilevante effettuata da Enel negli ultimi anni, quando dopo un periodo di dismissioni l'azienda ha potuto riprendere la sua strategia di investimenti in asset strategici nei mercati core, è l'acquisizione da Acciona di un portafoglio di asset idroelettrici rinnovabili in Spagna, operazione finalizzata il 26 febbraio del 2025¹³⁵. Si tratta di circa 626 MW di centrali "large hydro". Questi impianti idroelettrici con bacino rivestono particolare importanza strategica: a differenza di altre fonti rinnovabili non programmabili (come eolico o fotovoltaico), le centrali idroelettriche dotate di invasi consentono di regolare l'erogazione di energia accumulando acqua che poi, quando c'è maggiore richiesta, viene fatta passare attraverso la turbina per generare energia elettrica. La project manager è così intervenuta: *"Questa fonte è fondamentale perché modulabile. Il limite principale delle rinnovabili è che, senza sistemi di accumulo, non si può gestire la disponibilità della risorsa. L'unica rinnovabile che permette questa flessibilità è la "large hydro": si accumula acqua con la pioggia e si rilascia quando c'è necessità di energia"*.

Sono dunque una fonte rinnovabile modulabile, preziosa per stabilizzare l'intermittenza tipica delle altre fonti di energia green. Per Enel poter aumentare la capacità idroelettrica in Spagna, mercato considerato core al pari dell'Italia, era pienamente in linea con la strategia del gruppo; da anni, infatti, Enel era presente in Spagna tramite la controllata Endesa ed era integrata sull'intera filiera elettrica (generazione, distribuzione e vendita al dettaglio) e l'acquisizione di ulteriori asset rinnovabili modulabili avrebbe rafforzato sia la posizione di mercato sia gli obiettivi di decarbonizzazione del gruppo.

¹³⁴ Con l'acronimo IRR si intende il tasso interno di rendimento annuale che misura la redditività di un investimento.

¹³⁵ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2025/02/perfezionata-lacquisizione-di-un-portafoglio-di-impianti-idroelettrici-per-626-mw-in-spagna-da-acciona-energa>

Vi è anche un interessante antefatto storico molto rilevante: quegli stessi impianti idroelettrici appartenevano originariamente a Enel che nel 2009, nell'ambito dell'acquisizione di Endesa, aveva ceduto ad Acciona una serie di asset di generazione (in prevalenza rinnovabili) come previsto dagli accordi di partenariato e successiva uscita di Acciona dalla compagine azionaria Endesa. Si trattava di asset di qualità che Acciona aveva gestito per circa 15 anni e che nel 2024 aveva deciso di rimettere sul mercato, trovando in Enel il compratore naturale, essendo sia il precedente proprietario, sia l'operatore più interessato a riunificarli nel proprio portafoglio.

A differenza di quanto avvenuto in Perù con la cessione ad Actis, Enel si è trovata di fronte un operatore industriale di primo piano, con profonda conoscenza tecnica e di mercato, e non un fondo finanziario: ciò ha reso Acciona una controparte esigente e preparata, ma anche dotata di obiettivi strategici chiari (disinvestire per reinvestire altrove) e quindi interessata a una transazione rapida. Una particolarità emersa sin dall'inizio è stata la due diligence: Acciona riteneva che Enel, avendo posseduto quegli asset in passato, potesse svolgere una due diligence "snella" e accelerare i tempi. Enel, tuttavia, ha adottato un approccio molto rigoroso: il team ha deciso di effettuare una full due diligence completa come se fosse un acquirente terzo qualsiasi, consapevole del fatto che in 15 anni gli impianti potevano essere cambiati significativamente.

È interessante notare che Enel ha condotto l'intera due diligence internamente senza ricorrere a consulenti esterni, sfruttando le competenze presenti nel gruppo Endesa/Enel e la familiarità con gli asset. Sono state eseguite analisi approfondite sotto tutti i profili (tecnico, fiscale, contabile) e si è valutato lo stato effettivo degli impianti dopo anni di gestione altrui, proprio per determinare un prezzo corretto. Questo rigoroso processo ha portato alla conferma della bontà degli asset e alla definizione di un prezzo di acquisto di 1 miliardo di euro¹³⁶.

Un aspetto di grande rilevanza in questa operazione è stato l'utilizzo del meccanismo di prezzo *Locked box*, una metodologia seguita nella maggior parte delle acquisizioni di Enel negli ultimi anni. *Locked box* significa letteralmente "scatola chiusa" e in ambito M&A indica un accordo di prezzo basato su un bilancio di riferimento a una data

¹³⁶ <https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2025/02/perfezionata-lacquisizione-di-un-portafoglio-di-impianti-idroelettrici-per-626-mw-in-spagna-da-acciona-energa>.

predefinita, precedente al closing, con assenza di aggiustamenti successivi. In pratica, le parti concordano una “data di efficacia economica” dell’operazione e il valore della società target viene calcolato fissando tutti i parametri finanziari a quella data: tipicamente si utilizzano un bilancio (o situazione patrimoniale) al *Locked box Date* e valutazioni come il Discounted Cash Flow riferite a tale data. Il prezzo di acquisizione viene quindi determinato sulla base di quei dati storici e da quel momento in poi eventuali utili o perdite maturati dal target tra la *Locked box Date* e la data effettiva di closing non daranno luogo ad aggiustamenti del prezzo, a differenza di quanto avverrebbe con i meccanismi tradizionali a closing accounts (cioè basato sulla situazione patrimoniale dell’azienda target al momento del closing). In altri termini, il venditore “congela” il valore dell’azienda a una certa data e garantisce che, fino al closing, non vi sarà trasferimento di valore dalla società target verso il venditore o entità correlate (il cosiddetto “no leakage”¹³⁷), mentre il compratore si assume il rischio (e opportunità) dell’andamento del business nel periodo intercorrente. Questo sistema comporta un bilanciamento del rischio tra venditore e acquirente: se nel periodo tra la data fissata e il closing la società performa meglio del previsto il beneficio economico andrà all’acquirente, che avrà pagato un prezzo fissato ex ante inferiore al valore effettivamente maturato; viceversa, se i risultati peggiorano sarà il compratore a rimetterci, avendo pagato un valore superiore a quello che avrebbe stabilito conoscendo i dati finali. Non essendo previsti aggiustamenti, quanto si verifica non incide sul prezzo che resta quello pattuito inizialmente. Nel caso Acciona - Enel, ad esempio, la performance effettiva degli impianti tra fine 2024 e il closing (inizio 2025) è risultata migliore delle stime su cui si era basato il prezzo: l’inverno 2024-25 è stato infatti eccezionalmente piovoso in Spagna, determinando una produzione idroelettrica ben superiore alla media storica. A tal proposito il manager Fabio Carrozzo ha dichiarato: *“Enel, avendo bloccato il prezzo prima di questo evento favorevole, ne ha beneficiato integralmente: gli impianti hanno generato flussi extra di cassa di cui, economicamente, ha goduto il nuovo proprietario (Enel) senza dover corrispondere nulla in più ad Acciona. Naturalmente il rischio era*

¹³⁷ Il leakage costituisce una delle principali criticità per l’acquirente nel sistema di Locked box. Tale fenomeno si sostanzia in qualsiasi trasferimento di valore dalla società target verso il venditore o entità correlate nel periodo intercorrente tra la Locked box date e il closing. Tali trasferimenti possono assumere molteplici configurazioni, includendo la distribuzione di dividendi non dichiarati, l’erogazione di compensi straordinari, modifiche non commerciali nei rapporti contrattuali o trasferimenti di asset.

bilaterale: avrebbe potuto anche verificarsi siccità o scarso apporto idrico, scenario in cui sarebbe stato Enel a pagare il prezzo di un rendimento inferiore alle attese”.

In sintesi, il *Locked box* trasferisce all’acquirente il rischio/opportunità legato alla gestione interinale del business, mentre tutela il venditore da possibili riduzioni di prezzo al closing. Questo approccio si contrappone alla logica dei conguagli prezzo post-closing (cosiddetti closing adjustments): nel metodo alternativo, si concorda un prezzo provvisorio basato su stime, ma poi al closing si ricalcola il valore effettivo della società (ad esempio, in base a posizione finanziaria netta e capitale circolante a quella data) e si effettua un aggiustamento positivo o negativo sul prezzo finale. Tale metodo “a consuntivo” offre maggiore protezione al compratore su asset in rapido sviluppo o con alta volatilità dei risultati (tipicamente società in forte crescita o con grandi investimenti in corso), in cui l’evoluzione nei mesi di trattativa può incidere molto sul valore. Il *Locked box* invece è preferito in contesti più stabili e prevedibili, dove il business ha storici consolidati e le parti confidano che non vi saranno scostamenti significativi nei mesi che passeranno prima di giungere al closing. Esso ha anche il vantaggio di snellire la fase di closing, evitando lunghe negoziazioni e verifiche sui conguagli: al momento della firma finale, il prezzo è definitivo e noto, il che può velocizzare e semplificare la transazione. Nel caso dell’acquisizione degli asset da Acciona, la scelta del *Locked box* è risultata appropriata e, a posteriori, vincente per Enel. Gli impianti idroelettrici in questione avevano caratteristiche adatte a questo metodo: un’operatività matura, dati storici pluriennali e una prevedibilità relativamente buona (al netto della fisiologica variabilità idrologica). Inoltre, sia Enel sia Acciona avevano interesse a condurre una trattativa rapida e certa, senza prolungarla con la necessità di calcolare e concordare aggiustamenti post-closing.

Effettivamente la negoziazione si è svolta in tempi molto rapidi: iniziata a settembre 2024, è giunta alla firma degli accordi a novembre 2024, con la chiusura definitiva già a febbraio 2025. Le due parti hanno mostrato elevata volontà di chiudere rapidamente l’operazione, Enel per reintegrare asset strategici nel proprio portafoglio, Acciona per monetizzare l’investimento, e questo ha facilitato un dialogo costruttivo.

Anche l’Antitrust spagnolo ha approvato l’operazione in tempi brevi (circa un mese, contro i due previsti), contribuendo ad accelerare il closing. Gli advisor e i team legali si sono dedicati intensamente alla stesura dello SPA (Sale and Purchase Agreement):

emblematico è l'episodio in cui le squadre negoziali si sono riunite in Spagna, chiudendosi per una settimana in una stanza a discutere giorno e notte ogni clausola, fino a giungere alla firma. Questa dedizione congiunta dimostra che, quando c'è allineamento di interessi e fiducia reciproca tra venditore e compratore, anche questioni complesse possono trovare soluzione in tempi ridotti.

Nel caso Acciona non si sono infatti verificati intoppi paragonabili alle “issue” critiche viste nel caso di Enel Generación Piura e, pur negoziando con una controparte molto tenace e competente, l'operazione si è conclusa senza imprevisti rilevanti oltre alle fisiologiche difficoltà di trattativa.

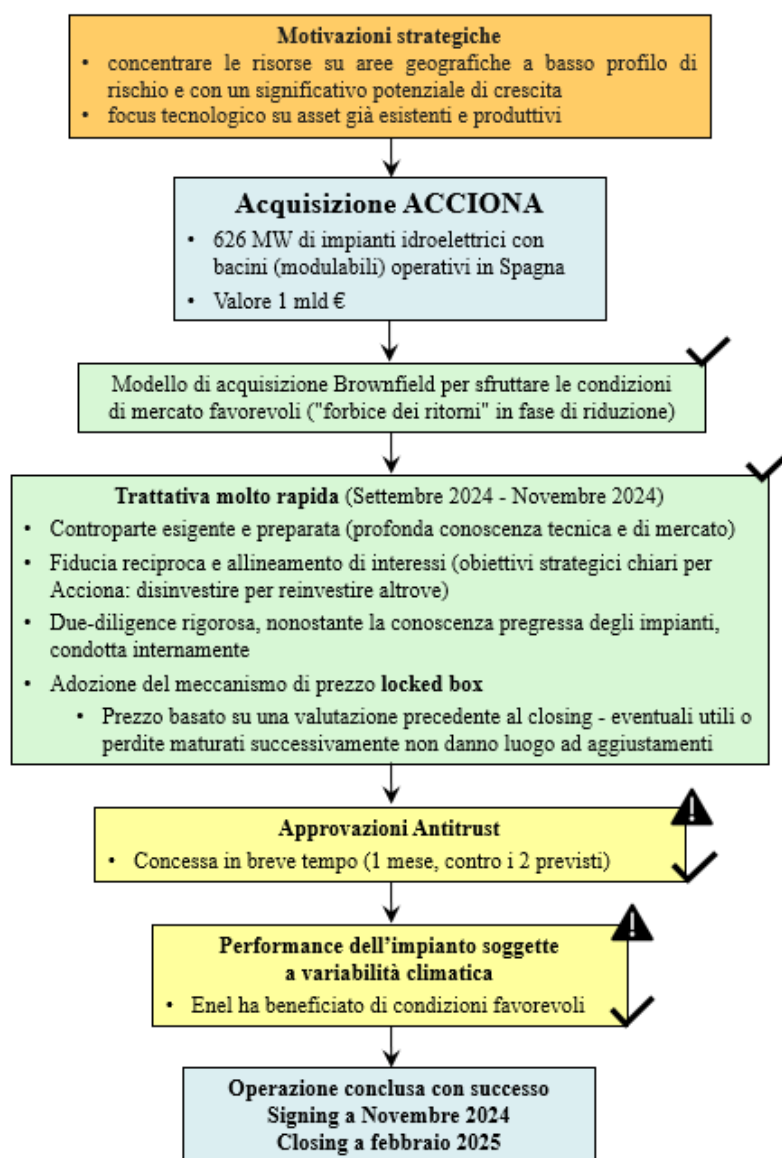


Figura 8: Acquisizione di 626 MW di impianti idroelettrici da Acciona

3.6 Soluzione delle questioni

Le operazioni di dismissione e acquisizione analizzate si sono concluse con esiti positivi, pur a fronte delle complessità incontrate lungo il percorso negoziale.

La vendita di Enel Distribución Perú al consorzio CSGI ha avuto il *signing* il 7 aprile 2023 e ha incontrato inizialmente un ostacolo nell'approvazione da parte dell'autorità antitrust peruviana Indecopi. Superata questa criticità, l'operazione si è conclusa con successo il 12 giugno 2024 per un controvalore di circa 4 miliardi di euro.

La vendita di Enel Generación Perú ad Actis ha presentato invece due problematiche distinte. In primo luogo, la contemporanea messa in vendita di Kalpa da parte di I Squared ha ridotto l'intensità competitiva tra potenziali investitori, influenzando negativamente il prezzo. Nonostante ciò, l'operazione è stata finalizzata attraverso un'OPA, lanciata da Actis il 21 marzo 2024 e conclusa il 10 maggio 2024, cui è seguito lo *squeeze-out* dei soci di minoranza. L'OPA era totalitaria e nonostante Enel possedesse l'87% della società, l'acquirente ha potuto raggiungere comunque oltre il 95% del capitale. Questo processo ha permesso ad Actis di evitare uno *squeeze-out* a un prezzo incerto, come sarebbe avvenuto in caso di trattativa "over the counter", che avrebbe potuto comportare costi più elevati e maggiore incertezza sul ritorno per i propri partner finanziari. L'OPA ha quindi permesso di predeterminare il prezzo finale, garantendo stabilità e trasparenza nella transazione.

Un secondo nodo ha riguardato Enel Generación Piura, che, come valore, rappresentava il 10% del pacchetto di generazione in Perù. Il problema derivava dalla possibilità che i lotti di gas, indispensabili per il funzionamento della centrale, venissero assegnati, senza che venisse indetta un'asta pubblica, a una società parastatale in grave difficoltà finanziarie. Una prima soluzione ipotizzata è stata l'*earn-out*, cioè un meccanismo di aggiustamento del prezzo subordinato al verificarsi di eventi futuri, come l'effettiva concessione dei contratti per la fornitura di gas. Tuttavia, la complessità delle variabili da considerare (tempistiche, condizioni e quantificazione dell'aggiustamento) rendeva impraticabile sul momento il ricorso a questo strumento. Alla fine, per portare comunque a termine la transazione principale, Enel e Actis hanno adottato un *backup plan*, un piano alternativo di ultima istanza che ha permesso di gestire separatamente il rischio di Piura e di concludere con successo la vendita.

Lo scorporo di Piura non ha influito assolutamente sull'OPA poiché essa è stata lanciata

da Actis nei confronti di Enel Generation Però dopo l'esclusione di Piura dal perimetro dell'operazione.

Infine, sul versante delle acquisizioni, nel febbraio 2025 Enel ha perfezionato l'acquisto di Acciona per 1 miliardo di euro. L'operazione è stata realizzata attraverso un accordo di tipo *Locked box*, basato cioè su un bilancio di riferimento fissato a una data predefinita, senza ulteriori aggiustamenti da eseguire dopo il closing. Questa procedura ha risposto all'esigenza di entrambe le parti di chiudere rapidamente l'accordo, riducendo l'incertezza negoziale. L'esito si è rivelato particolarmente favorevole a Enel, poiché le performance effettive degli impianti, grazie a un inverno caratterizzato da abbondanti precipitazioni, sono risultate migliori rispetto alle stime originarie su cui era stato calcolato il prezzo.

Capitolo IV

Conclusioni e risultati

4.1 Risultati dell'analisi empirica

Nel presente capitolo sono stati analizzati con maggiore attenzione, e con il supporto di ricerche bibliografiche, gli aspetti più rilevanti emersi nel corso degli incontri con i manager di Enel responsabili della gestione delle operazioni di M&A. In base a quanto riportato nel capitolo precedente è possibile individuare una serie di aspetti che meritano un'analisi dettagliata per fare sì che si possano ricavare preziosi insegnamenti dall'esperienza fatta recentemente da Enel e di cui si potrà fare tesoro nelle future operazioni. Tra questi aspetti figurano:

- il ruolo crescente delle polizze *Warranty and Indemnity* (W&I) Insurance nella gestione del rischio, per facilitare la conclusione delle transazioni fornendo ai venditori una *clean exit*;
- il processo di OPA con *squeeze-out* come strumento per garantire certezza sul prezzo e pieno controllo societario;
- il ricorso a *backup plan*, *earn-out* e *carve-out* per gestire rischi imprevisti e salvaguardare la chiusura delle operazioni;
- l'applicazione del meccanismo del *locked box* nelle acquisizioni strategiche, per ridurre incertezze e velocizzare il closing.

In definitiva Enel ha dimostrato, in contesti differenti, la capacità di adattare di volta in volta il modello negoziale alle circostanze, passando da soluzioni di emergenza per fronteggiare incertezze impreviste, all'impiego di tecniche evolute come il *locked box* per ottimizzare tempi e risultati di un'acquisizione strategica. Queste esperienze forniscono preziosi insegnamenti per la gestione futura di progetti di M&A, evidenziando come un approccio strutturato al risk management possa trasformare potenziali ostacoli in operazioni concluse con successo.

4.1.1 Il ruolo crescente delle polizze *Warranty and Indemnity*

Nel discutere le diverse fasi di un'operazione di M&A è stato evidenziato il ruolo crescente delle polizze *Warranty and Indemnity* (W&I) Insurance nella gestione del rischio nella fase che intercorre tra il signing e il closing, uno strumento che fornisce ai venditori una *clean exit* facilitando la conclusione delle transazioni.

Le polizze *Warranty and Indemnity* (W&I) sono assicurazioni che proteggono acquirenti e venditori da perdite finanziarie derivanti da violazioni delle dichiarazioni e garanzie (dette anche *Representations and Warranties*, o R&W) rilasciate durante operazioni di M&A (fusioni e acquisizioni). In pratica, trasferiscono il rischio di queste violazioni a una compagnia assicurativa, invece di lasciarlo in capo alle parti coinvolte nell'operazione.

Nel contesto di un'acquisizione, il venditore fornisce una serie di dichiarazioni e garanzie all'acquirente, che riguardano vari aspetti dell'azienda target (ad esempio, la situazione finanziaria, legale, fiscale, ecc.). Queste R&W servono a assicurare l'acquirente sulla veridicità delle informazioni fornite e sulla solidità dell'azienda. Se, dopo la chiusura dell'operazione, si scopre che una o più R&W fornite dal venditore erano inesatte o false, l'acquirente può rivalersi sul venditore per ottenere un risarcimento. Le polizze W&I, però, consentono di trasferire questo rischio alla compagnia assicurativa, che, a fronte del pagamento di un premio, si impegna a coprire le perdite derivanti da tali violazioni.

Per il venditore le polizze W&I permettono di realizzare una *clean exit*, cioè di concludere l'operazione senza dover affrontare potenziali richieste di risarcimento future.

All'acquirente invece tali polizze offrono una maggiore protezione finanziaria e semplificano il processo di indennizzo, permettendo di rivolgersi direttamente all'assicuratore in caso di violazione delle garanzie.

Per entrambi le polizze servono a facilitare la negoziazione e la chiusura dell'operazione, soprattutto quando ci sono divergenze sulle garanzie o quando l'acquirente non ha avuto accesso a tutte le informazioni necessarie durante la due diligence.

4.1.2 Il processo di OPA con *squeeze-out*

Nelle operazioni di M&A, quando un'azienda o un gruppo acquisisce una partecipazione in una società target che supera una determinata soglia, pari ad esempio al 30% in Italia, scatta l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto (OPA) per tutelare gli azionisti di minoranza, offrendo loro l'opportunità di vendere le proprie azioni a un prezzo equo nel momento in cui emerge un nuovo azionista di controllo. Peraltro, l'obbligo della procedura rende chiara agli azionisti della società target e al mercato l'intenzione da parte dell'offerente di acquisire una percentuale significativa delle azioni della società target.

L'OPA può essere obbligatoria, cioè, derivante da un obbligo legislativo che scatta al verificarsi di certe condizioni legate all'acquisizione del controllo della società, o volontaria, quando l'offerente decide di sua iniziativa di realizzarla; è anche da notare

come sia possibile lanciare un'OPA volontaria in una prima fase dell'operazione, prima che scatti l'obbligo, ed eventualmente una successiva OPA obbligatoria. Nel primo caso l'offerente gode di una maggiore libertà nella determinazione del numero di azioni e del prezzo di acquisto ma così facendo viene resa nota in anticipo la sua intenzione ed è maggiore il rischio di offerte competitive o di contestazione di violazioni delle norme esistenti.

Sono molti gli aspetti che caratterizzano un'OPA che variano significativamente da nazione a nazione¹³⁸, rientrano tra questi: le regole che determinano l'obbligatorietà di lanciare l'OPA, la possibilità di scegliere tra diverse tipologie di OPA (volontaria, obbligatoria) con le relative prescrizioni, la quantità minima di azioni per cui l'OPA deve essere lanciata, le modalità di determinazione del prezzo offerto, le modalità di esecuzione (iter da seguire, documentazione da produrre, tempistiche) e le sanzioni previste in caso di violazioni alle regole applicabili.

Risulta pertanto indispensabile in operazioni "cross-border" il supporto di professionisti legali e finanziari, dotati per quanto possibile di esperienza, per comprendere le norme e i regolamenti specifici applicabili alla propria giurisdizione e alla specifica situazione¹³⁹. Le fasi di un'OPA non variano sostanzialmente nei casi di OPA volontaria o obbligatoria e sono principalmente quattro.

La prima fase è la fase della preparazione dell'offerta (analisi, due diligence, impegno finanziario, redazione del prospetto informativo) e della negoziazione dei termini (in caso di OPA volontaria).

La seconda riguarda il lancio dell'OPA: deposito dell'avviso di offerta che diventa poi vincolante e irrevocabile e viene reso pubblico per tutta la durata dell'OPA; l'offerta deve essere valida per almeno venti giorni di negoziazione¹⁴⁰.

La terza fase è il periodo di validità dell'OPA in cui viene concesso ai destinatari dell'OPA l'accesso a tutti i documenti depositati. Entro sette giorni dall'inizio del periodo di validità dell'OPA il CDA deve pubblicare una relazione che descriva i vantaggi e gli svantaggi dell'OPA. L'autorità di vigilanza borsistica ha giorni lavorativi dall'inizio del periodo di validità dell'OPA per presentare osservazioni sui documenti depositati e l'offerente ha tre

¹³⁸ Baker McKenzie (2025) Global Public M&A Guide.

¹³⁹ Ricordiamo che nel caso di Enel della cessione ad Actis di Enel Generación Peru si è trattato di una OPA volontaria e in questo caso la legislazione peruviana non prevede prezzi minimi che devono essere rispettati e non c'è alcun obbligo legale di nominare un ente di valutazione ai fini della valutazione delle azioni.

¹⁴⁰ I termini temporali indicati sono quelli previsti dalla legislazione peruviana e sono riportati a titolo di esempio.

giorni lavorativi dal ricevimento delle osservazioni per rispondere ed affrontarle per evitare che l'OPA possa essere dichiarata non valida. L'offerente può migliorare la propria offerta e offerte concorrenti possono essere presentate entro dieci giorni.

L'ultima fase è la liquidazione che avviene entro due giorni lavorativi dalla scadenza del periodo di offerta pubblica di acquisto

Dopo aver eseguito l'OPA è possibile utilizzare un altro strumento, lo *squeeze-out*, per obbligare gli azionisti di minoranza a vendere le proprie azioni, consentendo all'azionista di maggioranza di raggiungere il 100% della proprietà di una società. Per avviare uno *squeeze-out*, un offerente deve in genere raggiungere una soglia di proprietà elevata, come il 90% o il 95% delle azioni di una società.

Gli azionisti di minoranza ricevono un prezzo specificato, spesso pari al prezzo dell'OPA, se è stata eseguita, e non possono rifiutare la vendita forzata; nel caso invece in cui lo *squeeze-out* non sia stato preceduto da un'OPA il prezzo non è noto a priori e deve essere determinato con una procedura più complessa; per questo l'OPA viene richiesta anche nel caso non risulti obbligatorio se l'acquirente vuole necessariamente valutarne in anticipo il costo (come nel caso si tratti di un fondo di investimento che deve rendere conto ai propri sottoscrittori).

Occorre considerare che in mercati borsistici meno maturi l'OPA e il successivo *squeeze-out* possono rappresentare strumenti finanziari innovativi¹⁴¹, rendendo il processo estremamente complesso e rappresentando quindi una vera sfida per i team responsabili e per gli stessi consulenti locali.

Per mitigare i rischi specifici, in un contesto regolatorio e di mercato poco maturo, è stato necessario seguire alcune linee guida, valide in generale, ma che rivestano particolare importanza in queste situazioni:

- mettere in piedi un team completo di esperti di fiducia, che possano fornire supporto su questioni legali, fiscali e finanziarie; studiare accuratamente con il loro supporto le normative e i regolamenti applicabili;
- scegliere i giusti strumenti; in alcuni casi la scelta dell'OPA, con il successivo *squeeze-out*, sebbene complessa in mercati meno maturi, si rende necessaria in quanto la controparte richiede di conoscere in anticipo il costo dell'operazione

¹⁴¹ Nel caso della cessione di Enel Generación Perú è stata realizzata la più grande OPA mai tenuta nel mercato borsistico peruviano.

(come nel caso di un fondo di investimento che deve garantire un ritorno certo ai propri investitori); nelle cessioni una transazione privata “over the counter”, fuori dai mercati regolamentati, risulterebbe spesso sicuramente più semplice ma renderebbe obbligatorio per l’acquirente, nel caso in cui l’acquisizione lo porti al di sopra della soglia di controllo di legge, eseguire lo *squeeze-out*, acquistando forzatamente le azioni dei soci di minoranza a un prezzo incerto, con un rischio spesso ritenuto inaccettabile (nel caso invece di *squeeze-out* conseguente a un’OPA il prezzo da pagare è predeterminato e coincide con quello offerto nell’OPA);

- personalizzare gli strumenti di transazione in base alle esigenze specifiche dell’acquirente e alle peculiarità del mercato e del quadro normativo locale¹⁴²;
- fare tutto il possibile per rendere più veloce l’operazione, pianificando in anticipo tutte le azioni da compiere e preparando la documentazione richiesta per garantire la conformità alle normative vigenti in tutte le fasi dell’operazione. È importante considerare che la legislazione di solito prevede norme che si applicano anche prima che un’OPA sia annunciata pubblicamente, imponendo restrizioni e ostacoli per l’offerente (riservatezza delle informazioni, obbligo di comunicazioni, restrizioni che si applicano alla “prior due-diligence”, ...); è quindi necessaria un’attenta pianificazione prima di avviare un processo volto al lancio di un’OPA.

Occorre comunque considerare che risulta impossibile eliminare tutti i rischi insiti nel tipo di operazione, come la possibilità che emerga un’offerta concorrente o che siano sollevate obiezioni da parte dell’autorità di vigilanza borsistica durante l’OPA o che nello *squeeze-out* il prezzo offerto possa non soddisfare gli azionisti minoritari, danneggiando la reputazione della società.

4.1.3 L’applicazione del meccanismo “*Locked box*” nelle acquisizioni

In un’operazione di M&A il tempo intercorrente tra la contrattualizzazione (signing) e l’effettiva chiusura (closing) può essere piuttosto lungo, soprattutto in presenza di “condition precedent” (condizioni sospensive) che richiedono una complessa gestione (come nel caso in cui sia richiesta un’autorizzazione antitrust o un’OPA). In questi casi,

¹⁴² Per la cessione di Enel Generación Perú, Enel e Actis hanno realizzato un’OPA volontaria totalitaria, che era stata “pre-concordata” e non ostile in quanto Actis ed Enel avevano precedentemente firmato un Sales Purchase Agreement (SPA) che definiva i termini della vendita, con Actis che si obbligava a lanciare l’OPA ed Enel ad aderirvi a condizioni specifiche; questo ha fatto sì che non sussistesse il rischio di una mancata adesione.

oltre al modo in cui si giunge alla chiusura delle condizioni sospensive, molti altri fattori (alcuni dei quali difficilmente prevedibili e valutabili), possono portare ad un cambiamento rilevante del valore dell'assetto oggetto di cessione; rientrano tra questi l'andamento del mercato, la conferma o meno delle informazioni su cui si è basata la due diligence, il trasferimento di valore dalla società target verso il venditore o entità correlate (il cosiddetto "leakage"), autorizzato o non autorizzato, di cui si parlerà diffusamente più avanti. Risulta quindi particolarmente importante accordarsi sul momento in cui il prezzo di acquisto dovrà essere calcolato e pagato, sulle modalità con cui il calcolo verrà eseguito e sugli eventuali aggiustamenti che dovranno essere apportati al momento del closing; questo al fine di usare procedure trasparenti e imparziali per evitare un'erosione del prezzo e fare in modo che entrambe le parti ottengano un giusto risultato.

A meno che non sia stato predeterminato dal venditore, il meccanismo in base al quale viene concordato il prezzo deve essere discusso e concordato tra le parti il più presto possibile; sono diversi i meccanismi che possono essere utilizzati, ma quelli più comunemente usati sono quelli denominati "*Completion accounts*" e "*Locked box*". L'applicazione di questi meccanismi consente di giungere alla conclusione dell'operazione ma con procedure molto diverse tra loro, soprattutto per quanto riguarda un aspetto di fondamentale importanza, la ripartizione dei rischi tra venditore e acquirente. Solo conoscendo in modo approfondito questi meccanismi è possibile operare una scelta che tenga conto della specificità dell'operazione in corso e degli interessi di entrambi i partner.

Completion accounts

Il meccanismo di *Completion accounts* (o *Closing accounts*) è quello utilizzato nella maggioranza delle operazioni di M&A e consiste nell'aggiustamento del prezzo finale di acquisto in modo da riflettere il valore patrimoniale finale della società o del gruppo target. In questo approccio il prezzo è definito al signing, ma può subire aggiustamenti basati sui reali valori economici e patrimoniali alla data del closing, valori che vengono dichiarati all'interno di un bilancio apposito (*Completion accounts*) e consentono di calcolare le variazioni della posizione finanziaria netta (Capitale Circolante, il Debito Netto e la Liquidità) rispetto ai livelli negoziati prima del signing; se ad esempio al closing il Capitale Circolante risulta inferiore al target concordato, si applica un adeguamento al

ribasso di pari valore del prezzo di acquisto¹⁴³. Gli adeguamenti devono naturalmente essere concordati e questo richiede un periodo di collaborazione tra venditore e acquirente dopo il closing.

Il processo di determinazione del prezzo di acquisto definitivo inizia in genere subito dopo il closing e il pagamento del prezzo di acquisto preliminare; la responsabilità nella produzione degli account deve essere decisa di comune accordo e assegnata nelle clausole contrattuali in quanto rappresenta una posizione di vantaggio permettendo un maggiore controllo. Solitamente è l'acquirente, che adesso detiene il business, a redigere i *Completion accounts*, ma dovrà farlo in accordo con le disposizioni contrattuali, garantendo chiarezza e accuratezza; l'altra parte avrà la possibilità di riesaminare, accettare o contestare tali calcoli per giungere a un prezzo finale concordato. Se necessario, è possibile utilizzare uno speciale meccanismo di risoluzione delle controversie per determinare il contenuto finale dei *Completion accounts*.

La preparazione dei *Completion accounts* avviene solitamente in due modi possibili¹⁴⁴: con una transazione “cash-free, debt-free” o utilizzando il Net Asset Value (NAV).

Nel primo caso, con una transazione senza liquidità e senza debiti, l'acquirente acquisisce l'azienda target in base al suo valore operativo, senza considerare le riserve di liquidità o i debiti dell'azienda. L'idea è che il venditore debba eliminare tutta la liquidità in eccesso e saldare tutti i debiti prima del completamento, semplificando la valutazione e concentrandosi esclusivamente sul valore operativo dell'azienda. Il prezzo di acquisto viene quindi aumentato di un pari importo in caso di eccesso di liquidità rispetto al di capitale circolante che era stato definito come obiettivo o diminuito in caso di deficit di liquidità al di sotto del Capitale Circolante Target o in caso di passività residue nell'azienda.

Nel secondo caso invece si considera il valore patrimoniale netto per determinare il valore delle attività di un'azienda meno le sue passività (correnti e a lungo termine). Questo calcolo tiene in conto anche gli asset immateriali, come brevetti, marchi e avviamento e può quindi fornire una rappresentazione più accurata del valore reale di un'azienda. Questi asset, sebbene non compaiano in bilancio, possono avere infatti un impatto significativo sulla valutazione complessiva e non devono essere trascurati. Le parti hanno un valore

¹⁴³ <https://hamiltonlocke.com.au/completion-accounts-in-ma-transactions-how-to-create-certainty-in-uncertain-times/#:~:text=A%20completion%20accounts%20process%20can,target%20group%20and%20adding%20backp>

¹⁴⁴ Zoppi & Co (February 07, 2025) - *Best Practices in Pricing_ Locked box Mechanism vs Completion accounts*

obiettivo del Valore Patrimoniale Netto. Se il VPN effettivo al completamento (calcolato in base ai conti di completamento) è più alto di quello concordato, l'eccedenza viene aggiunta al prezzo di acquisto, se è più basso, l'ammanco viene detratto dal prezzo di acquisto.

I principali vantaggi offerti da questo meccanismo consistono nella possibilità di utilizzare una valutazione più accurata del valore del target al momento del completamento e di apportare modifiche in base a eventuali variazioni della situazione finanziaria dell'azienda target tra la firma e il completamento. Richiede però tempo e risorse aggiuntive per preparare, negoziare e finalizzare i *completion accounts* e può dare origine a controversie in merito alla loro preparazione e interpretazione.

Locked box

Il meccanismo "*Locked box*" ha visto crescere la sua popolarità negli ultimi anni; in questo caso il prezzo di acquisto viene fissato a una data precedente il closing, senza successivi aggiustamenti basati sulla Posizione Finanziaria Netta (PFN) al momento del closing. In pratica, il prezzo viene stabilito sulla base della situazione finanziaria della società target a una data specifica, detta "*Locked box date*" o "Effective date", e rimane invariato fino alla chiusura dell'operazione, indipendentemente da eventuali variazioni della PFN nel periodo intercorrente tra la data *Locked box* e il closing. Per l'importanza rivestita nella determinazione del prezzo, gli account in base ai quali verrà calcolato, concordato e "bloccato" il prezzo sono in genere rappresentati da bilanci di fine anno, che possono essere sottoposti a revisione contabile, o da una serie di account speciali appositamente predisposti per la transazione. Il meccanismo *Locked box* elimina quindi la necessità di calcoli e aggiustamenti della PFN al closing, semplificando il processo e riducendo il rischio di controversie. La data *Locked box* è il punto di riferimento per la determinazione del prezzo e viene solitamente scelta in prossimità dell'operazione, ad esempio, la data dell'ultimo bilancio disponibile.

Il meccanismo *Locked box* offre certezza del prezzo all'acquirente e semplifica il processo per entrambe le parti, riducendo i tempi di chiusura e il rischio di controversie. Per garantire l'equità del meccanismo, è però fondamentale una due diligence accurata sulla situazione finanziaria della società target alla data *Locked box*, e devono essere inserite nel contratto clausole "anti-leakage" per proteggere l'acquirente contro qualsiasi attività

non autorizzata che potrebbe ridurre il valore dell'azienda nel periodo tra la data *Locked box* e il closing.

Il leakage costituisce una delle principali criticità per l'acquirente nel sistema di *Locked box*. Si tratta di un fenomeno che si sostanzia in qualsiasi trasferimento di valore dalla società target verso il venditore o entità correlate nel periodo intercorrente tra la *Locked box* date e il closing. Tali trasferimenti possono assumere molteplici configurazioni, includendo la distribuzione di dividendi non dichiarati, l'erogazione di compensi straordinari al personale, modifiche non commerciali nei rapporti contrattuali o trasferimenti di asset. L'acquirente deve quindi identificare i pagamenti specifici concordati da includere nel prezzo di acquisto (in questo caso si parla di leakage riconosciuto¹⁴⁵) e verificare che le disposizioni in materia di leakage siano sufficientemente esaustive per recuperare eventualmente tutto il valore ingiustamente estratto dal venditore e dalle sue affiliate; sarà poi necessario concordare o autorizzare i pagamenti necessari per consentire alla società target di operare normalmente. Le variazioni di bilancio relative al "normale corso degli affari" sono invece consentite perché, a causa del trasferimento della proprietà economica alla data di efficacia, non influenzano le ipotesi su cui si è basato il prezzo di acquisto finale.

Anche il venditore, purché non ci siano leakage, riceve un prezzo d'acquisto fisso e non è tenuto a trattenerne una parte per pagare eventuali aggiustamenti post-completamento, quella che viene comunemente definita una *clean exit*.

Di contro la valutazione del prezzo che si ha col meccanismo *Locked box* è meno accurata e non corrisponde al reale valore del target al closing; l'acquirente deve accettare il rischio derivante da dalla possibile inaccuratezza dei bilanci storici forniti dal venditore o da eventi che possano influire negativamente sull'attività prima del suo completamento.

Occorre tenere anche presente che le clausole anti-leakage e i relativi controlli durante il periodo di *locked box* possono ridurre la capacità del venditore di gestire pienamente l'attività prima del completamento.

Più in generale, se il valore dell'azienda aumenta tra il signing e il closing o se i risultati nel periodo saranno superiori a quelli attesi, questo non verrà riconosciuto a favore del venditore nel prezzo di acquisto finale, rendendo questo meccanismo meno opportuno quando le performance dell'azienda sono soggette a volatilità. Nonostante questo, il

¹⁴⁵ Lander & Rogers (September 2023) *Completion accounts vs locked box mechanisms*.

meccanismo è solitamente considerato *seller-friendly* ed è molto utilizzato quando la vendita avviene tramite asta e quando una private equity¹⁴⁶ è coinvolta nell'operazione, grazie alla certezza del finanziamento richiesto.

Anche in questo caso occorre tenere in considerazione il tempo che intercorre tra la data effettiva e il momento in cui il prezzo di acquisto viene pagato, prevedendo nel contratto di acquisto specifiche clausole di compensazione per i profitti persi nel periodo. Il venditore, che continua a supportare l'attività durante il periodo di *Locked box*, può anche richiedere una qualche forma di compensazione, come un interesse sul prezzo di acquisto, per un aumento di valore che si verifica durante il periodo di *Locked box* o interessi sul pagamento differito del prezzo di acquisto.

I vantaggi e gli svantaggi del modello *locked box* possono essere analizzati sotto diversi profili. In primo luogo, per quanto riguarda l'accuratezza del prezzo, il *locked box* consente di fissare la valutazione già al momento del signing, caratteristica che risulta particolarmente interessante nei casi di aste competitive e nelle trattative con controparti affidabili e corrette. Lo svantaggio principale è che la valutazione risulta meno aggiornata rispetto al modello dei *completion accounts*.

Sul piano della certezza del prezzo, il *locked box* assicura al venditore la conoscenza immediata del corrispettivo, che rimane invariato fino al closing. Tuttavia, l'acquirente si assume il rischio di ogni variazione che intervenga tra la *locked box* date e la chiusura: non è quindi garantito il principio per cui si paga soltanto per quanto effettivamente si ottiene e il meccanismo non è ideale per target caratterizzati da una posizione finanziaria netta particolarmente volatile.

Con riferimento alla perdita di valore, il *locked box* tutela il venditore, ma rende necessario per l'acquirente negoziare un'adeguata protezione contrattuale contro il rischio di leakage, cioè di fuoriuscite di valore non consentite.

Dal punto di vista della complessità, il *locked box* rappresenta un vantaggio per il venditore, che può ottenere un'uscita pulita con un minimo coinvolgimento dopo il closing e beneficiare di una notevole semplificazione e velocizzazione del processo *post-completion*. D'altra parte, in fase di negoziazione è richiesta la disponibilità di dati

¹⁴⁶ Il "Private equity" è un investimento azionario su una società privata non quotata in borsa che viene effettuato da fondi di investimento specializzati o società con cui è stato sottoscritto un accordo specifico e che svolgono di conseguenza un ruolo attivo nella gestione e nella strutturazione delle società, in genere con l'obiettivo di sostenerne la crescita, il rilancio o la riorganizzazione. Nell'uso comune, il termine "private equity" può riferirsi alla società di investimento piuttosto che alla società in cui investono.

finanziari certificati e di ulteriore documentazione da parte del venditore, che dovrà essere analizzata e verificata dall'acquirente.

Infine, per quanto riguarda il rischio di dispute, il *locked box* riduce sensibilmente la possibilità di contenziosi successivi al closing, poiché non sono richiesti meccanismi complessi di risoluzione delle controversie. Lo svantaggio, tuttavia, è che l'acquirente dispone di limitate possibilità di ricorso una volta conclusa l'operazione, anche in presenza di eventuali problematiche emerse successivamente.

In definitiva il *locked box* consente al venditore di finalizzare la transazione già al closing mentre all'acquirente richiede una "robusta" due-diligence e la capacità di valutare correttamente i dati finanziari. Per questo i venditori tendono a preferire il *Locked box* per la sua chiarezza e rapidità, mentre gli acquirenti sono spesso attratti dal *Completion Accounts* per la sua flessibilità e precisione. Può fare tuttavia eccezione il caso in cui l'acquirente sia una "private equity" in quanto queste organizzazioni richiedono spesso un elevato grado di certezza del prezzo di acquisto, eliminando la necessità di aggiustamenti successivi.

Non è possibile affermare che uno dei meccanismi possibili risulti vantaggioso rispetto all'altro in tutte le possibili situazioni, dovendosi prendere in considerazione tutti gli aspetti dell'operazione¹⁴⁷, tra cui: l'eventuale predeterminazione del meccanismo da utilizzare, le specificità della transazione in oggetto (gara, trattativa "one-to-one"), la propria posizione e il proprio potere contrattuale nella trattativa, le diverse prospettive per il venditore e l'acquirente, il possibile coinvolgimento di Private equity, la volatilità nel capitale circolante o nelle performance target, la necessità per il venditore di gestire l'attività fino al closing, l'importanza di una rapida chiusura della trattativa e il rischio di possibili controversie.

La scelta del meccanismo del *Locked box* viene effettuata solitamente in quei contesti in cui le parti desiderano avere massima chiarezza e stabilità del prezzo di acquisto. Si rileva perciò particolarmente adatto quando il venditore vuole finalizzare la transazione con un prezzo ben definito che non prevede aggiustamenti dopo il closing o quando i bilanci recenti, sottoposti a revisione contabile, forniscono un quadro finanziario affidabile. L'utilizzo di questo strumento è frequente anche quando l'acquirente è un fondo di private equity, tipicamente orientato alla certezza del prezzo, oppure nei casi in cui la società

¹⁴⁷ EY Global (21 April 2022) Five considerations of *completion accounts* vs. *locked box* mechanisms - .

target presenti un profilo operativo stabile, con variazioni limitate dei risultati economico-finanziari. In generale, le parti lo prediligono quando vi è la volontà di adottare un processo di negoziazione e closing più snello, che riduca al minimo gli adempimenti successivi e consenta un passaggio di proprietà rapido e definitivo.

Viceversa, il ricorso al meccanismo del *Completion Accounts* è consigliato nei casi in cui l'acquirente richiede un calcolo più accurato possibile del prezzo di acquisto finale collegandolo alla situazione finanziaria effettiva al momento della chiusura. Questa soluzione risulta indicata quando l'azienda target opera in un settore soggetto a fluttuazioni di mercato o stagionalità, che rendono i bilanci storici meno rappresentativi della reale condizione dell'impresa. Infine, questa scelta è opportuna quando l'operazione è oggetto di una trattativa privata: in tali circostanze, la maggiore flessibilità consentita dagli aggiustamenti post-closing permette di bilanciare meglio le esigenze delle parti e di ridurre il rischio di sopravvalutazioni o sottovalutazioni del prezzo finale.

In ogni caso la scelta del meccanismo deve essere fatta tenendo conto delle specificità e dell'effettiva dinamica dell'accordo che si sta negoziando, della dinamica del mercato e degli obiettivi strategici, della stabilità finanziaria e dell'effettivo potere contrattuale di ciascuna parte. Risulta anche evidente come la disponibilità di una documentazione chiara e tempestivamente aggiornata e di una solida consulenza legale nella fase di due diligence restino comunque elementi essenziali per il successo dell'operazione¹⁴⁸.

Il caso dell'acquisizione degli impianti Acciona (Spagna), ha rappresentato un ottimo esempio di applicazione efficace del meccanismo di *Locked box* su asset strategici e consolidati: ciò ha permesso una transazione rapida e di successo, con un'allocazione chiara dei rischi di periodo intermedio a carico dell'acquirente. L'analisi di questa operazione consente di ricavare utili indicazioni e suggerimenti da seguire in casi analoghi, tenendo tuttavia in debito conto le peculiarità di questa acquisizione. Anche se l'acquirente ha una buona conoscenza pregressa degli asset e della controparte, è opportuno eseguire un'approfondita due diligence. Solo in virtù delle conoscenze acquisite è stato deciso di accettare il rischio anche in mancanza di alcune delle condizioni che portano in genere alla scelta di questo meccanismo (trattativa "one-to-one" e azienda target che opera in un settore soggetto a fluttuazioni dipendenti da fattori esterni non

¹⁴⁸ <https://us.knavepa.com/insights/navigating-deal-structures-pros-and-cons-of-locked-box-vs-completion-accounts/>

prevedibili¹⁴⁹). Sicuramente uno degli aspetti più importanti che portano alla scelta del modello *Locked box* è rappresentato dal comune interesse non solo a concludere l'operazione ma a farlo il più rapidamente possibile.

Anche in questo caso si è avuta conferma di come nelle operazioni di M&A la gestione del rischio sia cruciale tanto quanto la definizione del prezzo: saper individuare le criticità potenziali, negoziare strumenti di tutela (aggiustamenti di prezzo, garanzie, clausole risolutive) e creare un equilibrio di interessi tra le parti sono elementi decisivi per il buon esito di operazioni complesse.

4.1.4 Strumenti contrattuali per la redistribuzione del rischio

Altri possibili meccanismi che possono essere impiegati nella cessione di un asset per risolvere comunque una situazione di rischio o di stallo legata al sussistere di gravi elementi di incertezza, includono la fornitura di garanzie aggiuntive, clausole risolutive, piani alternativi di *carve-out* (separazione).

In caso di cessioni di asset che avvengono in paesi ad alto rischio geopolitico, fattori esterni di natura economica o politica/regolatoria possono suggerire di modificare il piano redatto in precedenza o rischiare di mettere in crisi un'operazione anche in fase avanzata, richiedendo, per la loro gestione, flessibilità negoziale, creatività nel ridisegnare i termini dell'accordo e strumenti contrattuali come l'*earn-out* o *carve-out* per ridistribuire il rischio e salvaguardare l'operazione. Nel caso peggiore un evento imprevedibile, anche se relativo a un asset che rappresenta una piccola porzione del valore complessivo dell'operazione, può cambiare drasticamente i termini di una trattativa, modificando in modo fondamentale il profilo di rischio di un asset; un rischio commerciale e normativo gestibile può trasformarsi in uno qualitativamente diverso e molto difficile da gestire, bloccando una negoziazione in fase avanzata e rendendo necessaria una rinegoziazione con l'introduzione di meccanismi contrattuali flessibili per assicurare che l'operazione arrivi a buon fine.

Earn-out

Il meccanismo di *Earn-out*, o aggiustamento di prezzo contingente, rappresenta un approccio classico utilizzato sempre più spesso quando nella cessione di un asset

¹⁴⁹ Il fatto che Enel abbia poi tratto beneficio per la presenza di condizioni operative favorevoli prima del closing non può ovviamente essere considerato una conferma della bontà della scelta.

sussistono gravi elementi di incertezza¹⁵⁰; invece di fissare un prezzo completamente certo al closing, una parte del corrispettivo viene resa dipendente dal verificarsi di determinati eventi futuri o dal raggiungimento di certi risultati. Questa soluzione consente di trasferire al venditore il rischio legato all'evento incerto, fornendo anche una garanzia sulla sua fiducia che ha nel ritenere che i problemi presenti possano essere risolti in tempi brevi e nelle assunzioni su cui questa fiducia si basa; l'acquirente da parte sua ha la garanzia di dover pagare una quota aggiuntiva di prezzo solo nel caso in cui il rischio si dissolva e il flusso futuro diventi una certezza.

In genere il calcolo dell'integrazione di prezzo avviene sulla base di dati finanziari seguendo gli stessi principi contabili adottati ai fini del meccanismo *Completion Accounts* di cui si è parlato nel paragrafo precedente. Le metriche più comuni che vengono utilizzate sono l'EBITDA, il ricavo, il margine o l'utile per azione (EPS). Questo rende l'impiego del meccanismo più frequente quando si tratta la cessione di un'azienda target che si trova nella sua fase iniziale e sussiste il rischio di una maggiore disparità tra le aspettative di crescita e i ricavi effettivamente realizzati. Altro caso emblematico è rappresentato da industrie di settori altamente regolamentati, come è appunto quello dell'energia, dove le approvazioni governative possono incidere notevolmente sull'operatività.

In base ai termini dell'accordo è possibile che il corrispettivo concordato venga pagato dall'acquirente ogni anno in funzione delle prestazioni raggiunte dal target, o al raggiungimento di prestazioni o obiettivi prefissati¹⁵¹. È anche possibile che l'integrazione del prezzo avvenga sotto forma di investimento (equity) o che, al contrario, sia l'acquirente a ricevere un pagamento dal venditore se la società target non riesce a raggiungere un obiettivo di performance, recuperando quindi una parte del prezzo di acquisto se non vengono raggiunti gli obiettivi prefissati.

I vantaggi dell'*earn-out* possono essere analizzati sia dal punto di vista dell'acquirente sia da quello del venditore. Per l'acquirente, l'*earn-out* rappresenta innanzitutto un modo efficace per ridurre il rischio, in quanto consente di corrispondere un prezzo inferiore al momento del closing e di versare la parte restante soltanto se la società target ottiene i risultati attesi. In secondo luogo, questo strumento ha la funzione di motivare il venditore,

¹⁵⁰ Acquinox (Jul 4, 2025) *Earnouts in M&A: Getting Paid for Performance* -.

¹⁵¹ Nel caso della cessione di Enel Generación Piura gli elementi di incertezza riguardavano la concessione di autorizzazioni e il rinnovo di concessioni governative.

che generalmente rimane coinvolto nella gestione anche dopo la conclusione dell'accordo e trova un incentivo ulteriore a migliorare le performance dell'azienda. Inoltre, l'*earn-out* può facilitare la chiusura di un'operazione, costituendo un valido strumento di compromesso nelle fasi di negoziazione, soprattutto quando acquirente e venditore hanno opinioni divergenti sul prezzo di acquisto. Dal punto di vista del venditore, invece, l'*earn-out* consente di aumentare il prezzo complessivo dell'operazione, qualora le performance della società risultino positive, e può al tempo stesso favorire la conclusione di operazioni che rischierebbero altrimenti di naufragare per divergenze nella valutazione economica. Accanto ai vantaggi, vi sono però diversi svantaggi che meritano attenzione. Per l'acquirente, l'*earn-out* può generare tensioni nella fase successiva al closing, soprattutto se il venditore resta coinvolto nella gestione dell'azienda: possono emergere conflitti sulla strategia, sulle decisioni operative o sulle modalità di calcolo dei parametri di performance, dato che anche piccole differenze contabili possono determinare l'attivazione o meno del pagamento variabile. Ciò rende il processo di integrazione post-fusione potenzialmente più complesso. Un ulteriore svantaggio risiede nella struttura stessa dello strumento, che è spesso complicata da negoziare e monitorare, richiedendo il supporto di team legali e finanziari specializzati. Inoltre, gli *earn-out* possono generare disallineamenti negli incentivi, spingendo il venditore a privilegiare risultati a breve termine, come il contenimento artificiale dei costi per incrementare l'EBITDA, anche a scapito della salute e della reputazione dell'azienda nel lungo periodo. Dal lato del venditore, infine, lo svantaggio principale è rappresentato dall'incertezza sul pagamento, che rimane subordinato alle performance aziendali, non sempre sotto il suo diretto controllo. A ciò si aggiunge il rischio di controversie, dal momento che la definizione e l'interpretazione dei parametri di performance sono spesso oggetto di conflitti tra le parti, generando un clima potenzialmente teso e stressante che può protrarsi per tutta la durata dell'*earn-out*, spesso pari a diversi anni.

Anche se il meccanismo appare semplice, una sua efficace implementazione può risultare complessa in certi casi e richiedere una vasta competenza ed esperienza per una sua efficace gestione. I casi più frequenti si hanno quando: non è possibile definire criteri oggettivi chiari per il calcolo dell'aggiustamento di prezzo; e quando il numero delle variabili in gioco e dei fattori di incertezza che possono avere un impatto significativo portano all'individuazione di un numero elevato di scenari possibili, per ognuno dei quali

deve comunque essere calcolato con precisione un importo dell'aggiustamento, che risulti equo e soddisfacente per entrambe le parti.

Gli *earn-out* sono quindi uno strumento potente e diffuso nelle operazioni di M&A, che aiuta a colmare il gap di valutazione e a far progredire le operazioni. Tuttavia, comportano anche dei rischi sia per l'acquirente che per il venditore, soprattutto quando le aspettative non sono chiaramente definite o i parametri di performance sono aperti a interpretazioni; il successo risiede nella chiarezza dei termini, nella fiducia reciproca e in una visione condivisa per l'azienda dopo la chiusura. Risulta inoltre importante, come sempre avviene nelle operazioni di M&A, ma in modo particolare per quelle più complesse e strategicamente rilevanti, identificare al più presto tutti i possibili eventi avversi e predisporre in anticipo le necessarie contromisure contrattuali.

Carve-out

È fondamentale nelle operazioni di cessione la capacità di un adattamento dinamico del piano strategico preparato prima di iniziare l'operazione alle effettive condizioni del mercato o in risposta ad eventi imprevisti che si verificano nel corso della trattativa. È ad esempio possibile che l'iniziale intenzione di vendere un'attività in un unico blocco si scontri contro la realtà del mercato, qualora il prezzo risultante possa risultare troppo alto e limitare fortemente la platea di possibili acquirenti; in questo caso può risultare essenziale modificare rapidamente la propria strategia con flessibilità e pragmatismo, optando per la scissione della vendita in due pacchetti per massimizzare il valore e la tensione competitiva.

Il *carve-out* consiste nell'isolamento e nella separazione di un'attività o di una divisione aziendale, all'interno di un'azienda o di un gruppo industriale più ampio. Questo tipo di disinvestimento differisce da una cessione tradizionale in quanto le sue motivazioni non sono puramente finanziarie ma spesso derivano da una visione strategica, dalla necessità di conformarsi ai requisiti delle autorità antitrust o ad esigenze di mercato (come nel caso della cessione di Enel Perù in cui la divisione tra le componenti di generazione e distribuzione si è resa necessaria per giungere a un prezzo di acquisto più "abbordabile" e allargare la base di possibili acquirenti).

Questa operazione può comportare una notevole complessità operativa: la separazione di entità profondamente integrate, che condividono personale, asset fisici e, in certi casi, business unit minori, può richiedere un'attenzione meticolosa e una gestione

estremamente delicata, soprattutto per quanto riguarda le risorse umane. Questo sottolinea l'importanza di non sottovalutare gli aspetti "soft" delle M&A, che possono avere un impatto determinante sulla continuità operativa e sul capitale umano.

Il *Carve-out* richiede non solo l'identificazione e l'estrazione degli asset da cedere, ma anche la gestione delle numerose interdipendenze operative, IT, finanziarie e commerciali che ancora li collegano al gruppo madre. La gestione di queste interconnessioni post-transazione è ciò che conferisce agli scorpori la loro specifica complessità tecnica¹⁵².

Si può ricorrere al *Carve-out* anche per risolvere una situazione di stallo legata al sussistere di gravi elementi di incertezza che non è possibile sapere se, quando o come verranno risolti. In questo caso la gestione risulta ulteriormente complicata dall'urgenza con cui le possibili soluzioni devono essere identificate e implementate per non rischiare di compromettere l'intera operazione.

In questo caso il *carve-out*, cioè lo scorporo dalla cessione della componente che genera i problemi, risulta come ultima possibilità rimasta dopo avere verificato l'impossibilità di risolvere il problema col meccanismo *earn-out* che richiede comunque, per la sua applicabilità, una stima dei tempi richiesti per la risoluzione del problema e delle modalità con cui questo avverrà.

4.2 Implicazioni manageriali

L'analisi delle operazioni condotte da Enel nell'ultimo triennio dimostra come i meccanismi contrattuali utilizzati non sono solo soluzioni teoriche, ma strumenti concreti che assumono forme diverse a seconda del contesto e delle difficoltà incontrate.

Dall'esperienza fatta emergono indicazioni utili per il management nel campo M&A. Processi come il *Locked box*, l'OPA con successivo *squeeze-out* o il *carve-out* come *backup plan* sono stati scelti come risposte operative a vincoli reali come problemi di antitrust, rischi regolatori, frammentazione azionaria e volatilità delle performance, che rischiavano di far deragliare le transazioni.

In mercati caratterizzati dalla presenza di azionisti di minoranza, dove la scelta di trattative bilaterali 'over the counter' avrebbe comportato incertezza sul prezzo e costi aggiuntivi, la scelta di un'OPA totalitaria seguita da *squeeze-out* non è stata un dettaglio tecnico, ma una condizione imprescindibile per alcuni acquirenti consentendo di

¹⁵² Questi aspetti sono stati trattati ampiamente nel terzo capitolo nell'intervista in cui è stata analizzata la separazione tra generazione e distribuzione nella cessione di Enel Perù.

consolidare rapidamente il controllo e, soprattutto, di garantire un ritorno certo e stabile sull'investimento. Di fronte a problematiche normative e regolatorie di questa natura, l'adozione di un piano alternativo di ultima istanza, un *backup plan* con *carve-out*, diventi uno strumento essenziale per non compromettere l'intera operazione, soprattutto quando il livello di rischio è troppo elevato per essere accettato dall'acquirente.

In contesti caratterizzati da forte competizione tra operatori e necessità di rapidità, il meccanismo *locked box* permetta di chiudere l'accordo senza fasi negoziali prolungate.

I casi analizzati hanno mostrato in modo evidente che non esiste un unico strumento migliore a priori. La vera competenza manageriale sta nella capacità di adattare la struttura contrattuale alla natura dell'asset e all'ambiente competitivo. L'esperienza di Enel rappresenta un caso concreto da cui trarre indicazioni utili e applicabili in altri contesti: usare il *locked box* per accelerare accordi in mercati maturi, ricorrere a OPA e *squeeze-out* quando è necessario consolidare il controllo ed eliminare incertezze future, e infine predisporre *carve-out* o piani alternativi quando le variabili esterne possono bloccare la transazione. La flessibilità nella scelta dei meccanismi “*non è un aspetto tecnico, ma una leva strategica*”¹⁵³ per massimizzare il valore, preservare la reputazione e concludere operazioni che, altrimenti, non sarebbero mai arrivate al closing.

¹⁵³ Con questa frase si intende che la scelta del meccanismo contrattuale è parte integrante della strategia aziendale, e non una formalità lasciata ai giuristi.

Natura dell'operazione	Situazione d'uso	Tipologia d'intervento	Risultato atteso
Cessione di asset	Rischio di violazione di dichiarazioni e di garanzie contrattuali fornite dal venditore in fase di closing e post-closing.	Sottoscrizione di Polizze <i>Warranty and Indemnity</i> .	La W&I sposta all'assicuratore i rischi di violazione post-closing. <i>Clean exit</i> per il venditore. Indennizzo più semplice per l'acquirente.
Cessione/acquisizione in paesi ad alto rischio geopolitico e con un mercato poco maturo.	Azionariato diffuso; Bisogno di controllo pieno e prezzo certo; Rischio di contenzioso sul prezzo.	OPA + <i>squeeze-out</i> : offerta pubblica di acquisto sul 100% del capitale con successivo acquisto delle azioni residue.	Prezzo concordato e noto in anticipo. Riduzione dei rischi di negoziazione e allineamento con stakeholders.
Cessione su larga scala di asset.	La cessione di tutte le attività comporterebbe un prezzo molto alto riducendo il numero di possibili acquirenti.	<i>Carve-out</i> : divisione della proprietà in più componenti.	Cessione di tutti gli asset separati. Maggiore competizione e motivazione degli acquirenti.
Cessione di asset in paesi ad alto rischio geopolitico.	Imprevisti difficilmente valutabili e risolvibili su una componente bloccano l'intera trattativa. Prezzo non definibile per la presenza di gravi elementi di incertezza.	<i>Carve-out</i> : esclusione dalla trattativa di una componente troppo rischiosa.	Conclusione della trattativa. Cessione solo delle componenti non rischiose.
		<i>Earn-out</i> : definizione di un prezzo da pagare solo al verificarsi di opportune condizioni.	Conclusione della trattativa. Suddivisione dei rischi tra venditore e acquirente.
Acquisizione o cessione di asset.	Necessità di abbreviare i tempi e definire un prezzo certo anche in presenza di elevata volatilità nelle performance dell'asset.	<i>Locked box</i> : prezzo fissato in anticipo, nessun aggiustamento previsto in base alle performance effettive.	Rapida conclusione della trattativa. Rischio a carico dell'acquirente.

Tabella 4: Risultati dell'analisi empirica

Conclusioni

Questa tesi ha esplorato come in molti settori, in particolare quello energy & utilities, le operazioni di M&A possano essere portate a termine con successo quando la progettazione del deal è flessibile, orientata al rischio e capace di adattarsi alle contingenze. La letteratura individua *best practice* e sequenze ideali, ma l'evidenza empirica raccolta mostra che i processi reali sono spesso non lineari: imprevisti regolatori, vincoli di tempistica, asimmetrie informative e obiettivi divergenti tra le parti richiedono scelte mirate.

Nel complesso, le evidenze convergono verso un principio in cui non esiste una soluzione migliore in assoluto, bensì un insieme di strumenti da calibrare in base alla natura dell'asset, al profilo di rischio, al contesto regolatorio e agli obiettivi temporali. La competenza distintiva non sta nel replicare procedure standard, bensì nel combinare correttamente strumenti e clausole in relazione alle criticità che si presentano lungo il ciclo di vita dell'operazione.

Dalle analisi svolte sono emersi importanti risultati che possono essere benissimo generalizzati alle altre aziende impegnate in operazioni di M&A: in particolare, i processi già trattati nel corso dell'elaborato si sono rivelati decisivi per governare incertezza, tempi e creazione di valore.

Per le imprese del settore, l'esperienza osservata suggerisce alcune linee guida operative. In primo luogo, è necessario anticipare il rischio di esecuzione, valutando per tempo quando sia opportuno migrare verso strutture che diano certezza su prezzo e controllo, soprattutto in presenza di minoranze azionarie rilevanti o quando il perimetro presenti incertezze di valutazione. In secondo luogo, è opportuno sistematizzare la gestione del rischio post-closing, considerando W&I non come "optional" tardivo ma come leva di architettura del deal, integrandone i costi/benefici nel business case e coordinandola con le garanzie contrattuali (R&W) e con eventuali limiti di responsabilità; bisogna scegliere il meccanismo di prezzo in base alla volatilità dell'asset, privilegiando il *Locked Box* su business maturi e prevedibili e i conguagli "a consuntivo" quando invece l'evoluzione tra signing e closing può alterare materialmente il valore.

Infine, è necessario allestire piani di contingenza credibili, definendo ex-ante backup plan e percorsi di *earn-out* o *carve-out* per evitare stalli in presenza di rischi regolatori,

antitrust o geopolitici, poiché la separazione selettiva di asset critici può essere l'unico modo per preservare il valore complessivo.

Sul piano teorico-applicato, il lavoro rafforza l'idea che le *best practice* abbiano valore se applicate in maniera coerente con il contesto operativo e negoziale: strumenti come W&I, OPA, *Locked Box* e *Earn-out* e *Carve-out* non sono di per sé garanzia di successo, ma diventano efficaci quando rispondono a un preciso profilo di rischio-rendimento e a vincoli di tempistica. Sul piano metodologico, la combinazione di interviste a testimoni qualificati e fonti documentali ha permesso di ricostruire le sequenze decisionali e di comparare scelte diverse in due contesti operativi, mettendo in evidenza la configurazione dell'operazione rispetto alla mera valorizzazione economico-finanziaria.

In conclusione, la tesi mostra quindi che il modo in cui si disegna un'operazione di M&A conta quanto l'entità dell'investimento economico. L'efficacia negoziale non risiede nel seguire schemi rigidi, ma nella capacità di orchestrare strumenti e percorsi alternativi per trasformare l'incertezza in decisioni eseguibili.

Bibliografia

Acquinox (Jul 4, 2025) *Earnouts in M&A: Getting Paid for Performance* -.

Ahern, K. R., Daminelli, D., & Fracassi, C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*, 117, 165–189.

Ahsan, F. M., Popli, M., & Kumar, V. (2024). Formal institutions and cross-border mergers and acquisitions: A systematic literature review and research agenda. *International Business Review*, 33(5).

Ahsan, M. A., & Kumari, S. (2021). Identifying and mitigating risks involved in mergers and acquisitions (M&A). *International Journal of Research in Engineering, Science and Management*, 4(3).

Akcura, E., & Mutambatsere, E. (2024). Global evolution of power market designs (Policy Research Working Paper No. 10986). *International Finance Corporation, World Bank Group*.

Angwin, D. (2020, January 20). *Success and failure in mergers and acquisitions (M&A): A research review for Midagon*. Deduktia.

ARERA – Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente. (2020). *Relazione annuale: Stato dei servizi 2020*.

ARERA – Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente. (2024). *Relazione annuale all'ACER e alla Commissione europea sull'attività svolta e i compiti dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (Relazione 321/2024/I)*.

Bain & Company. (2025). *M&A Report 2025: How leaders are adapting to meet the moment*.

Bain & Company. (2025, February 4). *M&A in Energy and Natural Resources: Making Deal Economics Work*.

Baker McKenzie (2025) Global Public M&A Guide.

Bapat, A. (2025, January 25). *M&A and re-org: Harmonizing cultures to achieve post-merger synergy*.

Battauz, A., Gatti, S., Prencipe, A., & Viarengo, L. (2016, July). *Earnouts: The real value of disagreement in mergers and acquisitions*. Bocconi University.

Berk, J. B., et al. (2018). *Finanza aziendale: Vol. 2: Teoria e pratica della finanza moderna*. Pearson.

Bernile, G., Bhagwat, V., & Rau, P. R. (2023). Geopolitical risk and cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(1), 135–166.

Boeckhaus, C. F., & Calabrò, A. (2025). The effect of acquisition motives on M&A performance: Evidence from German family and non-family firms. *Journal of Family Business Management*.

Bressan, S., & Weissensteiner, A. (2021). The financial conglomerate discount: Insights from stock return skewness. *International Review of Financial Analysis*, 74, 101662.

Candra, A., Priyarsono, D. S., Zulfainarni, N., & Sembel, R. (2021). Literature review on mergers and acquisition (theories and previous studies). *Estudios de Economía Aplicada*, 39(4).

Cardi, E. (2018). *Mercati e istituzioni in Italia*. Giappichelli.

Ciman, M., Chelazzi, B., & Renne, F. (2024, Gennaio, Febbraio). *Operazioni di M&A, quello che non si dice (N. 3)*. TMC Advisory & Il Sole 24 ORE Professionale.

Corporate Finance Institute. (2023) *Mergers & Acquisitions (M&A)*. Corporate Finance Institute.

Daley, B., Geelen, T., & Green, B. (2024). Due diligence. *The Journal of Finance*, 79(3).

Daume, P. et al. (2022) *The flip side of large M&A deals*. McKinsey & Company.

DePamphilis, D. (2010). *Mergers and acquisitions basics: All you need to know*. Academic Press.

Di Stefano, V., Breda, E., & Olini, V. (2022, settembre 26). *L'evoluzione della disciplina energetica europea: dal primo pacchetto al REPowerUE*. Amministrazione In Cammino.

Dibbell, J. M. (2024, October 24). *Negotiating transition services agreements in carve-out M&A deals*. Mayer Brown.

Du, J., & Zhang, Y. (2024). ISDS disputes, 9 and cross-border M&As. *Journal of Corporate Finance*, 87, 102594.

Enel. (2024, November 18). Capital Markets Day 2024.

Enel Group. (2022, November 22). Capital Markets Day: 2023-2025 Strategic Plan.

Energy Digital. (2025, February 19). *Top 10: Energy Technology Platforms*.

Energy Institute. (2025). *Statistical review of world energy 2025 (74th ed.)*.

Energy Reports. (2025, June). *A systematic review of artificial intelligence and machine learning in energy sustainability*.

Fabrikant, G. (1995) *Walt Disney to acquire ABC in \$19 billion deal to build a giant for entertainment*, *The New York Times*.

Ferris, S. P., & Lawless, R. M. (2022). Reputation in mergers and acquisitions: The intangible driver of value. *Journal of Corporate Finance*, 74, 102283.

Fontana, F., & Boccardelli, P. (2015). *Corporate strategy: Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Hoepli.

Frankel, M. E., & Forman, L. H. (2017). *Mergers and acquisitions basics: the key steps of acquisitions, divestitures, and investments*. John Wiley & Sons.

Freeman, R. E., Dmytriiev, S. D., & Phillips, R. A. (2021). Stakeholder theory and the resource-based view of the firm. *Journal of Management*, 47(7), 1757–1770.

García-Nieto, M., Bueno-Rodríguez, V., Ramón-Jerónimo, J. M., & Flórez-López, R. (2024). Trends and risks in mergers and acquisitions: A review. *Risks*, 12(9), 143.

Graham, E., & Fulghum, N. (2025, April 8). *Global electricity review 2025*. Ember.

Grant Thornton. (24 novembre 2022). *Il mercato M&A nel contesto post pandemico*.

Henry, J., & Van Oostende, M. (2024). *Top M&A trends in 2024: Blueprint for success in the next wave of deals*. McKinsey & Company.

Howson, P. (2017). *Due diligence: The critical stage in mergers and acquisitions*. Routledge.

Il grande crash della domanda di petrolio del 2020: una radiografia. (2020, 28 dicembre) *Il Sole 24 ore*.

International Energy Agency. (2025). *Global energy review 2025*.

Imperatore, C., Pündrich, G., Verdi, R. S., & Yost, B. P. (2024). Litigation risk and strategic M&A valuations. *Journal of Accounting and Economics*, 78, 101671.

Italia. (1962, 6 dicembre). Legge n. 1643: Istituzione dell'Ente nazionale per l'energia elettrica. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

IRENA. (2025, March 26). IRENA: *A Record 452 GW Solar Capacity Installed In 2024*.

IRENA. (2025, March 28). IRENA: *Reports Record-Breaking Annual Growth in Renewable Power Capacity*

Kale, P., & Singh, H. (2020). A systematic literature review on mergers and acquisitions: A bibliometric approach. *Journal of Business Research*, 109, 283–304.

Kenny, G. (2020) Don't make this common M&A mistake, *Harvard Business Review*

KPMG. (2022). *2022 EMA ESG due diligence study: How leading M&A teams are managing ESG DD*. KPMG International.

Lander & Rogers (September 2023) *n*

MacMillan, I., Prakash, S. and Purowitz, M. (2023) *New Era Merger & Acquisition Strategies*, Deloitte.

Mahajan, R., Lim, W. M., Sareen, M., Kumar, S., & Panwar, R. (2023). Stakeholder theory. *Journal of Business Research*, 166, 114104.

Maung, M., Wilson, C., & Yu, W. (2020). Does reputation matter? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 66, 101204.

MIT Economics. (2008). *Lessons learned from electricity market liberalization*.

Ndofirepi, T. M. (2024). Investigating the drivers of firm internationalisation: A fuzzy set analysis using Global Entrepreneurship Development Index data. *Economies*, 12(9), 252.

Niemczyk, J., Sus, A., Borowski, K., Jasiński, B., & Jasińska, K. (2022). The dominant motives of mergers and acquisitions in the energy sector in Western Europe from the perspective of green economy. *Energies*, 15(3), 1065.

Patel, K. (2022, May 19). *13 reasons for mergers & acquisitions: Exploring M&A motives*. FirmRoom Blog.

Peruffo, E. (2017). *Le strategie di turnaround nell'era digitale: Modelli di analisi e sviluppo*. LUISS Guido Carli.

PwC. (2023, April). *Transact to transform: PwC's 2023 M&A integration survey*.

PwC's 28th Annual Global CEO Survey, January 2025

Rigby, D. (2020) *The amazon-whole foods deal means every other retailer's three-Year plan is obsolete*, Harvard Business Review.

Savović, S. (2013). Due diligence as a key success factor of mergers and acquisitions. *Actual Problems of Economics*.

Science Direct - A systematic review of artificial intelligence and machine learning in energy sustainability. (2025, June). *Energy Reports*

Setu, A., & Rothman, H. (2023, September 27). *Why some acquirers are seeing a big boost in shareholder returns*. EY-Parthenon

Shen, H., Liang, Y., Li, H., Liu, J., & Lu, G. (2021). Does geopolitical risk promote mergers and acquisitions of listed companies in energy and electric power industries? *Energy Economics*, 94, 105115.

Stahl, G. K. (2004). Meta-analysis of the performance implications of cultural differences in mergers and acquisitions. *Academy of Management Proceedings*, 2004(1), I1–I5b.

Steigenberger, N. (2017). The challenge of integration: A review of the M&A integration literature. *International Journal of Management Reviews*, 19(4), 408–431.

Takayama, H. (2024, May 15). *Greenfield or brownfield? FDI entry mode and intangible capital*. S&P Global Market Intelligence. State University of New York (SUNY), Department of Economics.

Thompson, S. C. (2023, November 14). New M&A developments: January 1, 2022, through September 30, 2023. *Business Law Today*.

Van Oorschot, K. E., Nujen, B. B., Solli-Sæther, H., & Mwesiumo, D. E. (2022). The complexity of post-mergers and acquisitions reorganization: Integration and differentiation. *Global Strategy Journal*.

Wangerin, D. (2018). M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *The Accounting Review*, 93(2), 377–402

Wilson, M. K. (2024). The relevance of theories of foreign direct investment to mergers and acquisitions in Africa. *Theoretical and Applied Economics*, 31(3(640)), 119–136.

Zoppi & Co (February 07, 2025) - *Best Practices in Pricing_ Locked box Mechanism vs Completion Accounts*

Sitografia

<https://acquinoxadvisors.com/earnouts-in-ma-getting-paid-for-performance/>

<https://corporate.enel.it/en/media/explore-press-releases/press/2023/11/enel-agreement-signed-to-sell-groups-peruvian-generation-assets->

<https://corporate.enel.it/media/esplora-comunicati/CS/2023/03/Enel-firma-accordo-per-la-cessione-delle-sue-attivit-in-romania-a-ppc>

<https://corporate.enel.it/media/esplora-comunicati/CS/2024/01/Enel-perfeziona-accordo-per-la-vendita-a-oramat-di-un-portafoglio-geotermico-e-solare-negli-stati-uniti>

<https://ember-climate.org/insights/research/global-electricity-review-2025/>

<https://finance.yahoo.com/news/4-oil-giants-invest-billions-0000000000.html>

<https://forbes.it/2019/03/21/quanto-laccordo-disney-fox-ha-aricchito-ancora-di-piu-rupert-murdoch/>

<https://hamiltonlocke.com.au/completion-accounts-in-ma-transactions-how-to-create-certainty-in-uncertain-times/>

<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ma-statistics-by-countries/>

<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ma-statistics-by-industries/#Energy&Power>

https://minisiti.ilsole24ore.com/TMCADVISORY_gennaio_febbraio_2024/3%20TMC_GENNAIO_%20FEBBRAIO_2024.pdf

<https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-public-ma-guide>

<https://us.knavcpa.com/insights/navigating-deal-structures-pros-and-cons-of-Locked-box-vs-completion-accounts/>

https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/2024/annuali/en/enel-spa-financial-statements_2024.pdf

<https://www.enel.com/content/dam/Enel-common/press/it/2024-giugno/CS%20closing%20distribuzione%20Peru23.pdf>

<https://www.enel.com/it/azienda/chi-siamo/dove-siamo>

<https://www.enel.com/it/azienda/chi-siamo/la-nostra-storia>

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2022/10/Enel-perfeziona-la-cessione-dellintera-partecipazione-detenuta-in-pjsc-Enel-russia->

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2023/10/Enel-ha-perfezionato-la-vendita-a-sonnedix-di-un-portafoglio-di-impianti-fotovoltaici-in-cile->

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2024/06/Enel-perfezionata-partnership-con-sosteneo-per-lo-sviluppo-di-sistemi-di-accumulo-di-energia-attraverso-lutilizzo-di-batterie-e-di-impianti-a-ciclo-aperto-destinati-ai-servizi-regolati-di-capacit>

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2025/01/Enel-finalizzato-laccordo-del-marzo-2024-relativo-ad-attivita-di-distribuzione-elettrica-in-alcuni-comuni-della-lombardia->

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2025/02/perfezionata-lacquisizione-di-un-portafoglio-di-impianti-idroelettrici-per-626-mw-in-spagna-da-acciona-energa>

<https://www.enel.com/it/media/esplora/ricerca-comunicati-stampa/press/2025/03/Enel-e-masdar-firmano-un-nuovo-accordo-per-446-mw-fotovoltaici-operativi-in-spagna-rafforzando-la-loro-partnership>

<https://www.ilsole24ore.com/art/rinnovabili-quali-sono-paesi-maggiore-capacita-e-come-e-messa-spagna-AHrig9Y>

<https://www.investopedia.com/articles/investing/022516/worlds-top-10-utility-companies.asp>

<https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>

<https://www.irena.org/news/pressreleases/2025/Mar/IRENA-A-Record-452-GW-Solar-Capacity-Installed-In-2024>

<https://www.irena.org/news/pressreleases/2025/Mar/IRENA-Reports-Record-Breaking-Annual-Growth-in-Renewable-Power-Capacity>

[https://www.landars.com.au/legal-insights-news/M&A-purchase-price-adjustment-mechanisms-completion-accounts-vs-*Locked box*](https://www.landars.com.au/legal-insights-news/M&A-purchase-price-adjustment-mechanisms-completion-accounts-vs-<i>Locked box</i>)

<https://www.nasdaq.com/articles/energy-ma-top-5-deals-year-and-outlook-2025>

<https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>

<https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-energy-utilities-resources.html>

<https://www.reuters.com/legal/microsoft-wins-ftc-appeal-challenging-69-bln-activision-blizzard-deal-2025-05-07/>

<https://www.reuters.com/markets/deals/niagara-energy-launches-takeover-bid-enels-peru-power-unit-2024-03-21/>