

PRIVATE EQUITY

Advisor alla sfida degli add-on (e delle exit)

Le strategie di buy and build attuate da un sempre maggior numero di fondi pesano sempre di più nello stabilire i valori in campo nel mercato italiano del corporate advisory. Perché sono operazioni complesse, ma da condurre in fretta. Ciò richiede strutture articolate, flessibili, ma anche di una certa dimensione. La tendenza proseguirà anche nel 2025, che però potrebbe essere anche un anno di exit, un'importante chance per gli studi dai forti legami internazionali.

di Giuliano Castagneto

Il 2024 ha visto una moderata crescita nel numero di investimenti in aziende italiane non quotate, soprattutto di dimensioni piccole e medie, da parte di fondi private equity, club deal, e aziende già controllate da investitori finanziari, i cosiddetti **add-on**. Nel 2024 le operazioni di queste tre categorie censite da [Private Data](#), il database di *BeBeez*, che traccia i deal di cui c'è stata comunicazione al mercato, sono state 453 contro le 396 del 2023. Di questo totale,

289 sono state add-on rispetto alle 253 mappate sia nel 2023 sia nel 2022. Al netto dei 60 add-on su target esteri, gli add-on sono stati ben 229, dai 207 del 2023 e dai 206 del 2022 (si veda [qui il Report Private Equity 2024 di BeBeez](#), disponibile agli [abbonati a BeBeez News Premium e BeBeez Private Data](#)).

In tale dinamica due trend stanno emergendo con maggior decisione. Anzitutto, si è confermata la preponderanza degli add-on rispetto agli

altri tipi di operazioni, dopo il sorpasso attuato nel 2022 e oggi infatti è molto difficile che un'acquisizione da parte di un investitore di private equity sia fatta senza l'intenzione di procedere a ulteriori aggregazioni. In secondo luogo, l'aumento di importanza degli add-on si accompagna a una maggiore concentrazione del mercato della consulenza, soprattutto di natura legale.

Come evidenzia la classifica degli advisor riportata in queste pagine, i



consulenti legali leader sul mercato italiano tendono a concentrare un numero crescente di operazioni. Lo scorso anno i top 45 hanno infatti aumentato del 25% il numero di deal (comunicati al mercato) seguiti. L'accelerazione è ancora più marcata se si considerano i top 10 della classifica, per i quali l'aumento è stato di circa il 35%. Un fenomeno che coincide e si spiega appunto con il forte aumento di operazioni di add-on seguite da questi studi leader di mercato.

Il primo in classifica, **PedersoliGattai**, nato dall'aggregazione, effettiva dal 1° gennaio 2024, tra **Gattai**, **Minoli e Agostinelli** e **Studio Legale Pedersoli**, ha accresciuto la sua presenza nel segmento degli add-on, con ben 25 operazioni di questo tipo seguite nel 2024 contro le 20 delle due lawfirm separate nel 2023. Lo stesso si può dire per il secondo classificato, ossia **Advant NCTM**, con 18 add-on contro i 12 dell'anno precedente (solo considerando le operazioni comunicate al mercato: lo studio infatti dichiara di aver seguito ben 142 deal di m&a lo scorso anno, di cui la stragrande maggioranza di private equity, ma di cui non ha dato disclosure del suo coinvolgimento). Ma anche alcune lawfirm emergenti come **Cappelli RCCD** e **Gelmetti** che si sono specializzate sugli add-on, hanno aumentato notevolmente l'attività facendo passi notevoli in classifica.

Principali studi di consulenza attivi in Italia su deal di private equity e m&a: chi ha fatto di più nel 2024

STUDI LEGALI	N. DI DEAL 2024	N. DI DEAL 2023	% DELLE AZIENDE SEGUITE CON FATTURATO SOPRA 50 MLN DI EURO**	SETTORI PREVALENTI**	TIPI DI OPERAZIONE PIÙ FREQUENTI**
PedersoliGattai*	64	42	37,9	Servizi alle aziende e attività industriali	Private equity e add-on
Legance	32	12	41,4	Moda, Lusso & Design	Private Equity e add-on
BonelliErede	28	18	31,0	Servizi industriali, Software & ITC	Private equity e add-on
Chiomenti	26	22	44,9	Metalmeccanico, Servizi industriali	Private Equity e add-on
Gianni & Origoni	24	25	27,4	Alimentare, Moda, Lusso & Desig	Private Equity
LCA Studio Legale	20	15	14,9	Alimentare, Software & ICT	Private Equity, Add-on
Gitti and Partners	19	11	30,0	Alimentare, Farmaceutico	Private Equity
Gatti Pavesi Bianchi Ludovici	19	11	41,4	Moda, Lusso & Design, Servizi Industriali	Private equity, Club deal
Grimaldi Alliance	17	7	9,1	Metalmeccanico, Servizi industriali	Private Equity, Add-on
Giovannelli e Assoc. Studio Legale	14	13	19,6	Alimentare, Metalmeccanico	Private Equity, Add-on
Simmons & Simmons	14	10	30,6	Metalmeccanico, Servizi industriali	Private equity, Club deal
Eversheds Sutherland	13	4	25,0	Software & ITC, Metalmeccanico	Private Equity
Orrick Herrington & Sutcliffe LLP	12	13	20,0	Farmaceutico, Software & ITC	Private Equity, Add-on
Dentons	12	13	14,0	Alimentare, Metalmeccanico	Add-on
Pavia e Ansaldo	10	16	15,5	Metalmeccanico, Servizi industriali	Private Equity, Add-on
Latham & Watkins	10	6	59,3	Nessuna prevalenza	Private Equity
Giliberti Triscornia e Associati	9	17	27,8	Alimentare, Servizi Industriali	Private Equity, Add-on
Gelmetti Studio Legale Ass.	7	2	7,1	Alimentare, Farmaceutico	Add-on
DWF Italy	7	6	7,1	Moda, Lusso & Design	Add-on
Sherman & Sterling	7	6	26,1	Manifatturiero, Farmaceutico	Private Equity
DLA Piper	7	7	23,1	Energia, Servizi industriali	Add-on, M&A
Cappelli RCCD	7	3	37,5	Nessuna prevalenza	Add-on
White & Case	6	2	56,3	Manifatturiero, Software & ITC	Private Equity
Alpeggiani Avvocati Associati	6	2	0,0	Nessuna prevalenza	Private Equity, Add-on
Molinari Agostinelli & Associati	6	6	35,3	Servizi industriali, Metalmeccanico	Private Equity
Linklaters	5	6	58,3	Moda, Lusso & Design, Software & ITC	Private Equity
Sutich Barbieri Sutich	5	0	nd	Attività Industriali	Private equity
Bird & Bird	4	2	28,6	Metalmeccanico, Farmaceutico	Private Equity
CastaldiPartners	4	1	60,0	Prodotti e servizi industriali	Add-on
Clifford Chance	3	0	100,0	Nessuna prevalenza	Private Equity
Osborne Clarke	3	3	10,0	Prodotti e servizi industriali	Add-on
Allen & Overy	2	6	58,3	Alimentare, Servizi Industriali	Private Equity
Orsingher Ortu	2	2	33,0	Farmaceutico	Nessuna prevalenza
Ughi & Nunziante	2	1	0,0	Software & ITC	Add-on
Avvocati d'Impresa	2	1	0,0	Alimentare	Add-on, Club deal
Hogan Lovells	2	2	12,5	Metalmeccanico	Add-on
Kirkland & Ellis	2	1	100,0	Metalmeccanico, Energia	Private Equity
Norton Rose Fulbright	2	1	33,0	Nessuna prevalenza	Add-on, M&A
Baker McKenzie	2	1	40,0	Nessuna prevalenza	Add-on, M&A
Freshfields Bruckhaus Deringer LLP	1	2	50,0	Nessuna prevalenza	Private Equity
LS Laghi & Partners	1	1	100,0	Moda, Lusso & Design	M&A
Lexpertise Legal Network	1	0	nd	nd	nd
Conte Maienza & Associati	1	0	nd	nd	nd
Izzi Toniatti Perron Cabus Martini	1	0	nd	nd	nd
Totale	441	319			

CONSULENZA CONTABILE E FISCALE	2024	2023	% DELLE AZIENDE SEGUITE CON FATTURATO SOPRA 50 MLN DI EURO**	SETTORI PREVALENTI**	TIPI DI OPERAZIONE PIÙ FREQUENTI**
Russo De Rosa Associati	28	21	19,2	Metalmeccanico, Manifatturiero	Private Equity, Add-on
Spada Partners	18	11	20,3	Software & ITC, Metalmeccanico	Private Equity, Add-on
Grant Thornton	16	7	8,3	Moda, Lusso & Design, Alimentare	Private Equity, Add-on
Pirola Pennuto Zei & Associati	15	7	27,3	Alimentare, Metalmeccanico	Private Equity, M&A
Studio Tributario Deiure	3	nd	nd	Nessuna prevalenza	Private Equity
Grossi Salvi & Partners	2	0	nd	nd	nd
Tremonti Romagnoli Piccardi	2	2	nd	Servizi alle aziende	Private Equity, Add-on
Maisto & Associati	1	1	66,0	Nessuna prevalenza	Add-on, Club Deal
SCTS Studio Tributario e Societario	1	0	nd	nd	nd
Studio Bolelli Sportelli de Pietri-Tonelli	1	0	nd	nd	nd

CONSULENZA DIVERSIFICATA	2024	2023	% DELLE AZIENDE SEGUITE CON FATTURATO SOPRA 50 MLN DI EURO**	SETTORI PREVALENTI**	TIPI DI OPERAZIONE PIÙ FREQUENTI**
EY	57	39	30,3	Metalmeccanico, Manifatturiero	Private Equity, Add-on
Pwc	51	43	36,0	Metalmeccanico, Prodotti e Servizi Industriali	Private Equity, Add-on
Deloitte	47	45	21,9	Software & ITC, prodotti e Servizi Industriali	Add-on, Private Equity
Kpmg	39	35	31,8	Metalmeccanico, Moda Lusso & Design	Private Equity, Add-on
Totale	155	127			

Note: * Il dato 2023 include Pedersoli Studio Legale stand-alone: ** il dato è calcolato su tutte le operazioni da inizio 2021

Gli investimenti di private equity di aziende italiane

Tipo di operazione	2024	2023	2022
Investimenti diretti	206	168	204
% inv diretti su totale deal	35,03%	30,60%	36,96%
% inv diretti su totale inv diretti, add-on e club deal	40,08%	36,29%	42,68%
Add-on (su aziende italiane da parte di aziende italiane o estere partecipate da private equity)	229	207	206
% add-on italiani su totale deal	38,95%	37,70%	37,32%
% add-on italiani su totale inv diretti, add-on e club deal	44,55%	44,71%	43,10%
Add-on esteri (da parte di aziende italiane partecipate da private equity)	60	46	47
% add-on esteri su totale deal	10,20%	8,38%	8,51%
% add-on esteri su totale inv diretti, add-on e club deal	11,67%	9,94%	9,83%
Totale add-on	289	253	253
% totale add-on su totale deal	49,15%	46,08%	45,83%
% add-on su totale inv diretti, add-on e club deal	56,23%	54,64%	52,93%
Club deal	19	42	21
% club deal su tot deal	3,23%	7,65%	3,80%
% club deal su tot inv diretti, add-on e club deal	3,70%	9,07%	4,39%
Totale	453	417	431

Fonte Be Beez PRIVATE DATA

Le operazioni di add-on coinvolgono quasi sempre aziende molto piccole, che traggono vantaggi operativi, e quindi reddituali, dall'ingresso in aziende più grandi e strutturate. Parallelamente i mega deal, e le operazioni su medio-grandi hanno un ruolo sempre più marginale. Nel 2024 quelle di private equity e add-on su aziende che fatturano più di 100 milioni di euro non hanno superato il 15% del totale. Nel 2019 erano il 22%, due anni prima il 36%.



Pierfrancesco Gelmetti, socio fondatore dell'omonimo studio legale

“Il modello di business degli investitori in private equity nell'ultimo periodo si è sempre più concentrato sulla creazione di piattaforme aggregative. Per far crescere un'azienda in portafoglio o creare un'aggregazione intorno alla stessa ci si concentra molto di più sullo sviluppo per linee esterne, sia in senso orizzontale, ossia aziende con produzioni affini ma non identiche, che verticale, quindi realtà omogenee o comunque sinergiche all'azienda acquirente” spiega Pierfrancesco Gelmetti, socio fondatore dell'omonimo studio legale che grazie a una specializzazione sugli add-on nel 2024 ha visto aumentare molto, da 2 a 7, il numero di deal disclosed, che ha rafforzato la sua franchise su queste operazioni grazie anche alla consolidata relazione con un “aggregatore seriale” come Xenon Private Equity.

“Nel 2024 ci sono state poche operazioni di grandi dimensioni e tante di mid-market e di add-on. In particolare queste ultime presentano anche il vantaggio del re-investimento nell'azienda acquirente da parte del venditore, che riduce il costo finanziario dell'operazione. Un



Stefano Roncoroni, managing partner, specializzato in private equity, di Gitti and Partners

tema che influenza anche operazioni più grandi. A volte si chiede al venditore della target di reinvestirvi fino al 50% dei proventi, magari sottoscrivendo strumenti partecipativi” spiega Stefano Roncoroni, managing partner, specializzato in private equity, di Gitti and Partners, altro studio di riferimento nel private equity, settimo classificato con 18 operazioni di questo tipo comunicate al mercato.

“Nell'ultimo biennio abbiamo assistito a un rallentamento delle ope-

razioni da parte di fondi di private equity. Ciò è dovuto alle tensioni sul lato dei tassi e anche al deterioramento dei numeri delle società, che ha portato incertezza nelle valutazioni. Molti operatori hanno preferito

rimandare le operazioni sia di investimento “stand alone” che di exit e si sono concentrati sul portafoglio, specie sulla crescita per linee esterne attraverso una vasta campagna di add-on. Questi ultimi hanno rappre-

sentato, dunque, una parziale risposta all'esigenza dei fondi di investire i capitali raccolti presso i propri investitori”, ha aggiunto Alessandroarena, partner specialista di private equity di PedersoliGattai.

MARENA (PEDERSOLIGATTAI): IL FATTORE VINCENTE? LA RELAZIONE COI FONDI

Già leader nelle operazioni di private equity, quello che fino alla fine del 2023 era lo studio Gattai, Minoli, Agostinelli & soci si è ulteriormente rafforzato con la fusione, effettiva da inizio 2024, con un'altra powerhouse dell'advisory legale, ovvero lo Studio Legale Pedersoli, leader quest'ultimo nelle operazioni che coinvolgono istituzioni finanziarie.

Sebbene infatti Pedersoli fosse il riferimento nel settore finance, non trascurava certo il m&a negli altri comparti, incluso il private equity, e questo ha consentito nel 2024 alla nuova compagine, PedersoliGattai, di rafforzare ulteriormente il proprio standing nell'assistenza a fondi e altri investitori in private equity, con 64 operazioni comunicate al mercato. Oggi lo studio conta in tutto oltre 380 professionisti e 61 partner, di cui una decina particolarmente dedicati al private equity.

Di questi ultimi fa parte Alessandroarena, di provenienza Pedersoli, che ha spiegato a BeBeez Magazine: “Quando ci siamo aggregati, sapevamo che avremmo portato un contributo sostanziale alla deal generation nel private equity”.

Questo grazie alle relazioni con un ampio ventaglio di fondi, di varie dimensioni, specializzati su questa asset class. Ciò ha sostenuto il dealflow e non vi sono stati intoppi operativi nel processo di integrazione. Anzi, per certi versi l'aggregazione ha giovato, in quanto tutti i professionisti attivi sul private equity e sul corporate finance si sono riuniti nella sede di Gattai, vicino a Piazza della Repubblica, mentre le altre practice dello Studio, come Litigation, Antitrust, Diritto del lavoro e IP sono ora nella sede storica di Pedersoli, in Via Monte di Pietà, a ridosso della sede di Intesa San Paolo. In tal modo “sono stati formati dei team non solo interdisciplinari, in grado di coprire gli aspetti giuridici di qualsiasi lato della gestione aziendale, e di un'operazione di private equity, dal finance all'antitrust e regolatorio, dal tax al diritto del lavoro e all'IT, ma soprattutto interstudio con team formati da soci e professionisti provenienti dai diversi studi che hanno iniziato a lavorare insieme sin dal primo giorno dell'aggregazione” ha aggiunto il partner.

Alessandroarena, partner specialista di private equity di PedersoliGattai.



Un aspetto, quest'ultimo, che è di fondamentale importanza per la capacità di lavorare con efficacia su operazioni spesso complesse come gli add-on. Nel 2024 PedersoliGattai ne ha portati a termine 25. Il tutto tramite un'organizzazione focalizzata sulle esigenze dei clienti. “Non abbiamo dei comparti dedicati ai grandi deal e altri che lavorano sugli add-on. Le risorse non si allocano sul prodotto ma sul cliente. Quest'ultimo può essere un fondo che fa una prima operazione, anche di dimensioni considerevoli, e poi per una serie di motivi ha bisogno di fare un add-on, magari di piccole dimensioni” spiega arena.

Un chiaro esempio in tal senso è l'add-on del Gruppo Pinto, acquisito nell'aprile dello scorso anno da In&Out (si veda qui articolo di BeBeez) piattaforma originata dalla pugliese Zanzar, che nel 2021 era stata acquisita da 21 Invest (si veda qui articolo di BeBeez), cliente portato in eredità da Gattai e Minoli che su quella operazione aveva assistito il private equity di Alessandro Benetton. “Il team che segue la prima operazione segue anche gli add-on e l'exit, sempre sotto la guida del socio di riferimento, in grado di indirizzare gli sforzi nel modo più efficace e garantire la qualità del servizio. Questa gestione permette di soddisfare al meglio le esigenze dei clienti e si dimostra nei fatti la più efficiente”, spiega arena.

Quindi anche negli add-on il fattore critico di successo è la relazione con i fondi, un aspetto in cui PedersoliGattai è il riferimento. I prevedibili sviluppi del mercato m&a, di cui il private equity è parte, dovrebbero confermarne la leadership. “Ci sono tante operazioni di mid market rimaste in sospeso, soprattutto in exit, anche perché tanti operatori hanno atteso di vedere i risultati del 2024 prima di decidere in merito. Quando il quadro complessivo sarà più chiaro, prevedo una ripresa. Ed è proprio sui fondi di mid market, ormai la maggioranza in Italia, che mi aspetto l'attività più intensa” conclude arena.