



Perché e come vendere un'impresa

Le possibili ragioni di una vendita; come rendere appetibile un'impresa e come prepararsi alla cessione; alcuni casi pratici

Guidalberto Gagliardi

Presidente PICF Srl

Marco Ghiringhelli

CFO di business unit di Impregilo SpA

L'esperienza insegna che le motivazioni che inducono il proprietario di un'impresa a meditare la cessione sono riconducibili alle seguenti categorie:

- **i problemi di successione e/o la conflittualità tra i soci;**
- **l'incapacità o il disinteresse nel crescere autonomamente;**
- **gli errori del *management* o la disaffezione dei soci;**
- **l'implementazione di una strategia di concentrazione sul *core business*;**
- **un'uscita pianificata;**
- **il verificarsi di un'opportunità ritenuta molto interessante.**

Per quali ragioni un azionista vende la propria impresa?

Problemi di successione o conflittualità tra soci

Questa è probabilmente la più comune ragione per la vendita d'impresa a proprietà e conduzione familiare, soprattutto quando le giovani generazioni mancano delle competenze o dell'inclinazione per subentrare agli attuali imprenditori desiderosi (ovvero obbligati da ragioni di salute, di anagrafe o familiari) di ritirarsi. Di fronte all'alternativa di assumere dei dirigenti professionisti, la famiglia spesso preferisce convertire le proprie quote sociali in denaro (tra l'altro una forma di ricchezza più agevolmente ripartibile tra gli eredi) vendendo la società. Lo stesso si verifica quando tra i soci si crea una frattura insanabile oppure si presentano continue differenze di vedute che si traducono in liti, recriminazioni, contenziosi con il rischio della paralisi strategica dell'impresa: in queste situazioni spesso la via d'uscita più efficiente consiste nella liquidazione di

uno o più soci da parte degli altri oppure, qualora essa non fosse percorribile (di solito a causa dell'entità dell'esborso richiesto o del permanere di attriti reciproci che rendono impossibili negoziati seri), nella cessione a terzi dell'intero pacchetto azionario.

Incapacità di crescita autonoma

Un'impresa può vantare interessanti competenze a livello di tecnologia o produzione e anche possedere una provata abilità commerciale. Queste importanti caratteristiche non sono però da sole sufficienti a garantire il sano sviluppo o, per lo meno, il mantenimento di una ragionevole redditività. Esse, difatti, possono divenire vantaggi competitivi duraturi solo se sono coerentemente supportate da capacità organizzative e gestionali, di ricerca e sviluppo, finanziarie e di *marketing* in una misura spesso irraggiungibile dalla piccola impresa. Lo stesso si può verificare nel caso in cui la proprietà attuale abbia difficoltà a seguire finanziariamente i tassi di sviluppo richiesti dall'attività. Ne conse-

gue che molti imprenditori possono trovarsi nella posizione di preferire un incasso certo (e la possibilità di vedere la loro creatura proiettata su una scala globale) rispetto alla prospettiva di dovere sostenere l'alea finanziaria e *manageriale* derivate dalla continuazione del percorso di crescita organica sino a quel momento perseguito.

Un simile approccio, qualora non fosse considerato sin dagli albori del progetto imprenditoriale, richiede ai venditori la capacità d'abbandonare l'indipendenza operativa di cui hanno goduto sino al momento della cessione (pertanto è frequente che i fondatori lascino la società all'atto del passaggio del controllo).

Errori del *management* o disaffezione dei soci

Il migliore esempio di questa situazione è dato da un'offerta ostile per una società quotata il cui titolo abbia registrato un andamento insoddisfacente: in questi casi gli azionisti possono essere persuasi più da offerte in denaro o in azioni di altre imprese che dalle promesse dell'attuale *management*.

Con la crescente importanza dell'attività dei fondi di *private equity*, sta poi crescendo il numero di imprese non quotate che vengono vendute da investitori istituzionali insoddisfatti del *management* o in conflitto con gli altri soci delle società nelle quali hanno investito. È, infatti, poco probabile che questi operatori si avventurino nel rischioso e complesso processo di rilancio di un'impresa in difficoltà, preferendo l'eventuale alternativa di una cessione della partecipazione a un prezzo che consenta loro di salvare la faccia. Lo stesso può avvenire qualora venga meno (per i più vari motivi) l'ipotesi di quotazione della partecipata che il fondo di *private equity* aveva ipotizzato all'atto dell'investimento.

Concentrazione sul *core business*

Da tempo, a cominciare dai mercati anglosassoni, i gruppi conglomerati sono passati di moda. Di conseguenza molti gruppi hanno ceduto le imprese parte-

cipate che non ritenevano più strategiche rispetto all'attività sulla quale intendevano focalizzarsi. Lo stesso è avvenuto quando un gruppo si è trovato ad affrontare delle serie difficoltà sul proprio mercato di riferimento tradizionale ovvero a livello finanziario. Nel caso di una dismissione "volontaria" è più probabile essere in presenza di un processo di vendita efficiente e regolato, mentre è più difficile che ciò avvenga quando la dismissione di una partecipata (se non del principale ramo d'azienda) sia motivata da una crisi del venditore, palesatasi magari in maniera assai rapida.

Un'uscita pianificata

È un quadro applicabile soprattutto agli investitori finanziari.

L'investimento in un'impresa da parte di un fondo di *private equity*, per esempio, è per definizione temporaneo. Di solito, di questi tempi in cui l'uscita tramite i mercati regolamentati è scarsamente conveniente, la vendita diretta (*trade sale*) è la strada pensata dal fondo sin dall'inizio. Se la forma d'uscita dall'investimento non è divenuta l'unica ragionevolmente percorribile, ma era già prevista, è probabile che il fondo abbia identificato da tempo i potenziali acquirenti (scegliendoli, per esempio, tra clienti, fornitori o concorrenti della partecipata, come pure tra altri investitori di matrice finanziaria) e che abbia deliberatamente posizionato e gestito l'impresa al fine di renderla attraente agli occhi di tali soggetti.

Opportunismo

Gran parte delle vendite di imprese, quotate e non, sono il culmine di un coscienzioso processo di ricerca e approccio di potenziali acquirenti. La ricezione di offerte non sollecitate da parte dei soci di imprese di successo è però un evento tutt'altro che raro: in questi casi molti imprenditori o *manager* sono stati disponibili a sacrificare la loro indipendenza se hanno ritenuto congrua (o addirittura esorbitante) la valutazione espressa dal potenziale acquirente.





Del resto gli imprenditori tendono sovente a non notare quanto stanno effettivamente investendo nell'impresa, dimenticando che le garanzie rilasciate alle banche, magari sotto forma di pegno su titoli obbligazionari che offrono un rendimento prossimo all'Euribor, sono in effetti soggette al rischio d'impresa tanto quanto il patrimonio netto. Visto secondo quest'ottica, il capitale effettivamente investito dai soci nell'impresa potrebbe essere assai notevole e, superata la fase d'avvio dell'attività, dare luogo a una pericolosa concentrazione dei rischi (la diversificazione del portafoglio è uno dei cardini delle strategie adottate dagli investitori di successo): ne consegue che la cessione di una delle imprese partecipate da un soggetto, o da una quota del capitale della sua unica impresa, potrebbe consentire una più razionale ripartizione dei rischi e la monetizzazione di un plusvalore altrimenti latente.

Come rendere appetibile un'impresa

Ogni imprenditore sogna di costruire un'impresa di successo che gli fornisca un reddito stabile e, un bel giorno, la possibilità di ritirarsi cedendo a un prezzo interessante l'attività (anche se in passato, nel nostro Paese, ha prevalso la preferenza di lasciare ai propri figli il *business*, anziché il corrispondente valore monetario).

Trasformare questo sogno in realtà dipende spesso dal rispetto di alcuni fattori critici.

1. Innanzi tutto è opportuno avere una *contabilità ordinata e affidabile*. La prima domanda che tutti gli acquirenti seri si pongono riguarda il tipo di contabilità di cui l'impresa dispone. Le imprese che sono assistite da validi professionisti nella redazione dei loro conti e, ancor più, quelle che sottopongono i loro bilanci a revisione contabile ricevono di solito un premio (cioè un maggiore prezzo) rispetto a quelle più "autarchiche". Analogamente gli imprenditori che non registrano le effettive transazioni, ma raccontano ai potenziali acquirenti i pretesi "veri dati contabili" della loro attività, tendono a subire forti sconti di prezzo (in quanto sorge la legittima domanda: «se hanno ingannato lo Stato o i fornitori, perché non dovrebbero fare lo stesso con un acquirente?»). I soci dovrebbero al-

très resistere alla tentazione di caricare la loro impresa di costi non legati all'attività che questa svolge: ciò, in effetti, confonde i possibili acquirenti che si vedono costretti a eliminare tali elementi estranei per determinare il vero valore dell'impresa. In sintesi, è opportuno rammentare che i migliori acquirenti pagano in denaro, ma vogliono comprare i veri flussi di cassa di una società, come pure le banche tendono sempre più a prestare denaro solo a fronte di flussi di cassa dimostrabili (per quanto le garanzie prestate dai soci siano sinora state un buon palliativo per contabilità poco trasparenti).

2. In seconda battuta, l'imprenditore dovrebbe *evitare di essere indispensabile* per la conduzione ordinaria dell'attività. Molte piccole e medie imprese sono assolutamente dipendenti dal lavoro e dal capitale prestati dall'imprenditore e, talora, dai suoi familiari: un approccio ottimo, encomiabile ed efficace per mantenere bassi i costi, ma che diventa un importante ostacolo al momento della vendita dell'attività. In questi casi, appena il venditore esce dall'impresa che ha ceduto, l'acquirente si renderà conto di avere acquistato solo un indirizzario di clienti e fornitori e poco altro. Le immobilizzazioni sono ottime se altri possono usarle per produrre un prodotto o un servizio commercializzabile, il capitale intellettuale è fondamentale se è dell'impresa e non solo del suo proprietario. Gli acquirenti vogliono un'organizzazione, un'attività con una struttura, altrimenti possono preferire l'avvio diretto di una nuova impresa.

3. Gli imprenditori avveduti sanno poi che, per valorizzare la loro azienda, devono *continuare a investire nell'attività*. La tecnologia produttiva, gli strumenti di *marketing*, i sistemi informativi e le altre immobilizzazioni strumentali devono sempre essere aggiornati. Una società che sembra in ordine, ragionevolmente efficiente e costantemente mantenuta beneficerà di una valutazione premiante. Se un possibile acquirente constatasse o comunque ritenesse che vi sia una celata necessità di effettuare rilevanti investimenti per fare durare la competitività dell'impresa, pretenderà un corrispondente sconto rispetto al prezzo preteso dal venditore. Peraltro imprese dall'estetica troppo curata potrebbero insospettire i potenziali acquirenti, facendo loro temere che lo sfarzo sia pensato per na-

scondere problemi industriali, competitivi o finanziari (talora, in effetti, si scopre che i costi necessari per costruire ridondanti sedi faraoniche sono stati sostenuti ricorrendo in misura eccessiva all'indebitamento finanziario, magari a breve scadenza). Se poi gli investimenti fossero stati finanziati dai soci (direttamente o mediante rilascio di garanzie ai creditori), i potenziali acquirenti coglierebbero un importante messaggio positivo, avendo dimostrazione che il venditore crede nella propria impresa.

4. Da ultimo, i soci di un'impresa dovrebbero periodicamente chiedere al loro fiscalista e al loro legale come la struttura societaria possa influenzare la vendita. In termini generali, una struttura societaria poco chiara può scoraggiare potenziali acquirenti e, comunque, può fare sorgere dei dubbi sulla trasparenza dell'offerta. Molti possibili acquirenti di piccole e medie imprese potrebbero, per esempio, non gradire l'acquisto delle quote o delle azioni di una società (magari da una fiduciaria o da un'entità *off-shore*), preferendo rilevare il ramo di azienda di loro interesse: ciò in quanto, acquistando la società, si acquisiscono anche tutte le sue attuali e passate passività e obbligazioni (talora di arduo accertamento in fase di negoziazione, ma

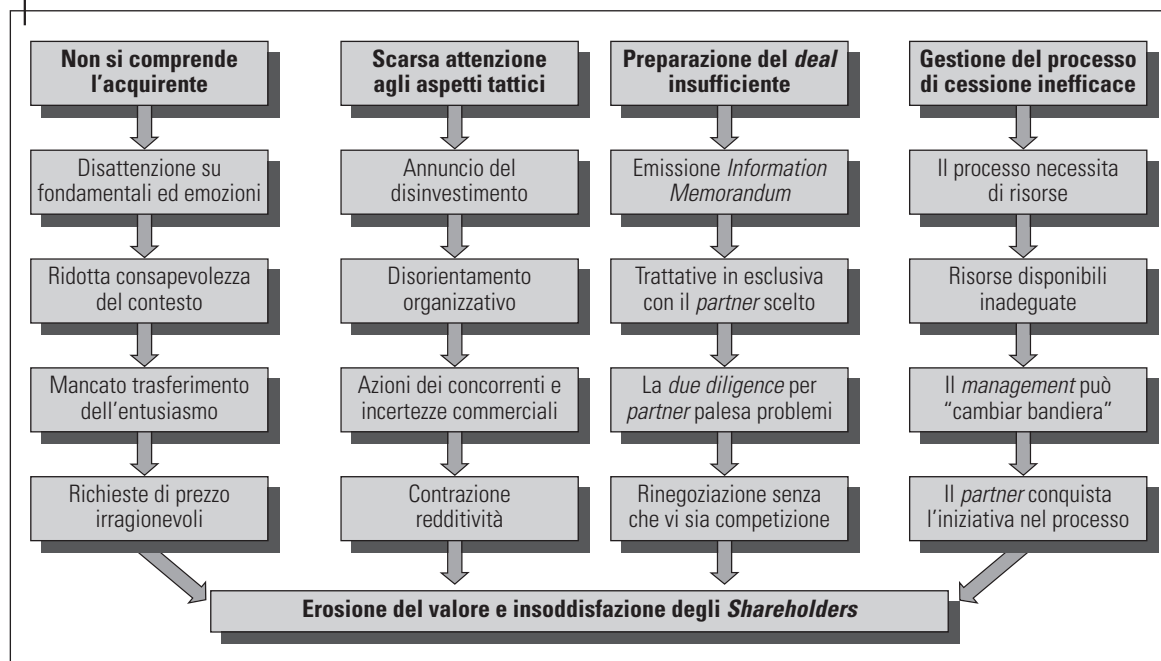
anche durante la *due diligence*) e si è magari costretti a rilevare beni o attività che sono estranei rispetto al *business* che interessa. D'altra parte la vendita *tout court* di un ramo d'azienda può essere poco conveniente per il venditore dal punto di vista fiscale. Similmente, in occasione del varo di ogni riforma tributaria è opportuno verificare con i propri consulenti se non vi sia qualche nuova norma che possa agevolare un'eventuale cessione della propria impresa (si pensi, per esempio, alle opportunità di conveniente rivalutazione del valore di carico delle partecipazioni offerte negli ultimi anni dal legislatore, ma anche ai condoni fiscali).

Prepararsi efficacemente alla cessione

L'imprenditore, una volta che ha maturato l'idea di vendere la propria attività, dovrebbe iniziare a concentrarsi sul processo di dismissione. La *figura 1* illustra le situazioni che nella pratica si rivelano più spesso cause di cessione insoddisfacente.

Traendo spunto dagli errori più comuni commessi dal venditore, proviamo a tracciare un *vademecum* per procedere alla vendita della propria azienda.

Figura 1 – ALCUNI POSSIBILI ERRORI NELLA VENDITA DI UN'IMPRESA





Primo: ragiona come l'acquirente

Il futuro venditore dovrebbe ripensare a quando decise d'avviare (o rilevare, o continuare) l'attività, chiedendosi che cosa gli aveva reso attraente questo investimento di denaro, tempo ed energie. La risposta dovrebbe tentare di andare oltre al mero obiettivo del successo economico,¹ abbracciando anche le passioni e le emozioni che hanno originariamente motivato la scelta imprenditoriale. Un buon venditore di imprese, sia esso lo stesso imprenditore oppure un consulente di M&A, deve quindi *sapere trasferire ai potenziali acquirenti questa emozione e questa passione*: se l'amore dell'imprenditore per la sua attività è percepibile, ciò potrebbe stimolare l'interesse a diventare il nuovo proprietario di questa "creatura".

I venditori devono comunque essere in grado di *presentare una valida ragione per cedere*: gli acquirenti si chiedono sempre il motivo per cui il proprietario ha deciso di cedere l'attività. Se vi sono motivazioni genuine tipo un divorzio, una malattia, un lutto in famiglia, oppure il ritiro dal mondo del lavoro, l'acquirente può essere tranquillo. Se invece il proprietario dichiara semplicemente di essere stanco di quell'attività e desidera intraprenderne un'altra, l'acquirente potrebbe essere più cauto.

Il venditore deve anche *avere la consapevolezza del contesto economico e finanziario* nel quale metterebbe sul mercato la propria impresa. Egli deve sapere se vi sono acquirenti industriali interessati e con adeguate capacità finanziarie (proprie o in termini di capacità d'accesso al credito), come pure se vi sia denaro da investire nelle casse degli investitori di matrice finanziaria (i fondi di *private equity*, per citare un esempio, solo in Italia hanno a disposizione oltre 9 miliardi di euro da investire soprattutto in società non quotate). Si noti che, quando le quotazioni di Borsa scendono (trascinando sovente con sé le valutazioni delle società non quotate), gli imprenditori, consapevoli di potere vendere una sola volta la loro azienda (per quanto i meccanismi di *earn-out* consentano di smentire in parte tale assunto), tendono a non ven-

dere, preferendo attendere una ripresa del mercato. Ne consegue che, di solito, l'attività di M&A si riduce in occasione dell'indebolimento delle Borse non tanto perché gli acquirenti non trovino opportunità, quanto perché i possibili venditori non accettano di partecipare ad alcuna trattativa: siamo certi che questo non sia il momento giusto per vendere il nostro *business*? D'altra parte le nostre pretese sono allineate alle condizioni del mercato? Il venditore dovrà, infatti, domandarsi se l'impresa che sta offrendo sia effettivamente attraente per un potenziale investitore, tenendo conto, tra gli altri fattori, dell'appetibilità del settore in cui opera, della sostenibilità futura degli attuali vantaggi competitivi, nonché dell'andamento dei ricavi e dei flussi di cassa registrati nel recente passato.

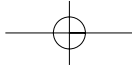
È risaputo che per i proprietari è spesso difficile attribuire un valore realistico alla propria azienda. Tuttavia è fondamentale identificare i *fattori che, nell'ottica del venditore, determinano il valore dell'impresa* che si desidera cedere. Dato che i fattori che possono influenzare il prezzo sono molteplici (la *tabella 1* ne propone una sintesi) e non sempre agevolmente determinabili da chi non si occupa abitualmente di compravendite di aziende, è talora più facile vendere un'azienda quando il valore della stessa è stato determinato da terzi: quando il "giusto" valore di mercato è stato stabilito, sia il venditore sia l'acquirente possono giudicare ragionevole la transazione.

Secondo: non sottovalutare gli aspetti tattici del processo negoziale

Il venditore deve considerare che cosa potrebbero pensare della cessione gli eventuali altri soci e i finanziatori e, alla luce del loro ruolo presente e prospettico, scegliere il modo e il tempo più adatti per informarli delle sue intenzioni.

Nel caso vi siano altri soci, il loro accordo non può che agevolare la positiva conclusione della transazione. Il loro assenso è specialmente importante quando questi sono anche *manager*, clienti o fornitori dell'impresa e

¹Per quanto volumi d'affari in crescita e flussi di cassa stabili e prevedibili aumentino le probabilità di vendere un'impresa. In certi settori, inoltre, l'ubicazione dell'azienda è fondamentale. Rientrano in questa categoria, per esempio, le vendite al dettaglio, la ristorazione, i distributori di carburanti, mentre il posizionamento di un'attività di produzione di macchinari non è particolarmente significativo.

Tabella 1 – **FATTORI CHE INFLUENZANO IL PREZZO**

Strategici	– Grado d'importanza del progetto nella strategia complessiva del compratore
	– Tipologia e livello delle sinergie attese
	– Unicità/rarità dell'alternativa considerata
	– Eliminazione di un concorrente
	– sottrazione di un'alternativa ai <i>competitor</i>
	– Necessità di chiudere l'operazione in tempi rapidi
Finanziari e fiscali	– Entità dell'investimento (soglie massime)
	– Sostenibilità finanziaria dell'investimento
	– Struttura e stabilità dei redditi e dei flussi dell'impresa acquisita
	– Conseguenze sull'equilibrio finanziario dell'acquirente
	– Possibilità di diminuire la tassazione in capo al venditore
	– Esistenza di remunerazioni collaterali garantite al venditore
Negoziati	– Condizioni di pagamento
	– Clausole contrattuali accessorie
	– Esistenza di formule di garanzia per pagamenti posticipati
Fonte: V. Conca, <i>Le acquisizioni</i> , Egea, Milano, 2001.	

addirittura indispensabile qualora costoro vantino un diritto di prelazione sulle altre quote sociali.²

Con i finanziatori (banche, società di *leasing* o *factoring*, creditori ipotecari ecc.) è particolarmente importante definire il momento in cui comunicare loro il progetto di vendita: non si deve agire troppo presto per evitare i contraccolpi negativi di un eventuale fallimento delle trattative per la cessione; non si può attendere troppo, con il rischio che i finanziatori apprendano dell'esistenza dell'operazione da altre fonti, magari interessate a farla fallire o a farla pagare cara all'acquirente. Ciò è tanto più vero quanto più il potenziale acquirente è interessato alla qualità della relazione con gli attuali finanziatori dell'impresa (spesso vorrà conservare alcuni dei rapporti in essere, soprattutto quelli legati allo smobilizzo dei crediti commerciali, i *leasing* o i finanziamenti ipotecari). Si deve altresì prestare particolare attenzione a evitare un annuncio prematuro della cessione che potrebbe condurre a un disorientamento del personale dell'impresa (comprensibilmente preoccupato per il proprio futuro occupazionale), a difficoltà nella gestione del *management* (che potrebbe passare dalla parte dell'acquirente o lasciare l'azienda, comunque creando un danno), ma anche ad aggressive azioni

commerciali da parte di concorrenti che cercano di approfittare della situazione d'incertezza organizzativa e di debolezza della forza vendita. Un annuncio intempestivo, in altri termini, potrebbe erodere i margini dell'impresa durante il critico processo di cessione, deprimendone conseguentemente il valore.

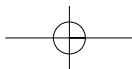
Terzo: prepara accuratamente la transazione

È indubbio che nel processo negoziale il venditore si muove da una teorica posizione di vantaggio che gli deriva dalla conoscenza dell'oggetto della compravendita. Tuttavia, per uscire dal campo vincitori è necessario fare in modo che tale vantaggio sia effettivo (ossia il venditore deve veramente conoscere la sua azienda) e che sia "messo a frutto" (ossia, il venditore deve essere in grado durante tutte le fasi del processo di vendita di presentare l'azienda nella migliore prospettiva).

Il venditore, avendo il necessario tempo a disposizione, potrebbe avvalersi dell'assistenza di consulenti che, non conoscendo approfonditamente l'impresa, ma possedendo competenze e metodologie specifiche di *M&A* e avendo un sufficiente distacco professio-

²Si potrebbe citare un caso in proposito. Una società tedesca interessata a entrare nel mercato italiano, dopo avere negoziato per due mesi con i soci privati che controllavano l'80% del capitale di un operatore nazionale, fece un'offerta e, solo a quel punto, scoprì che il socio pubblico che possedeva un "miserico" 20% aveva, in forza di patti parasociali e di atti amministrativi, un diritto di veto sulla cessione di quote di capitale, combinato a un diritto di prelazione. Inutile dire che, dopo interminabili negoziazioni, la transazione sfumò e soci privati e socio pubblico, magicamente ritrovata l'armonia, vendettero l'intera società a un concorrente della società tedesca.

finanza d'impresa





nale rispetto al *deal*, hanno la possibilità d'identificare i punti di forza ma anche le criticità dell'attività che si vuole dismettere (in alcuni casi può addirittura essere conveniente commissionare una cosiddetta *vendor due diligence*). Facendo leva su questa analisi relativamente indipendente il venditore potrà predisporre un *information memorandum* esaustivo ed efficace e, soprattutto, sarà in grado di anticipare le problematiche che l'acquirente potrebbe vedere emergere in sede di *due diligence*: avrà quindi modo, ove praticabile, di sanare determinate situazioni critiche (si pensi all'ottenimento della certificazione europea sui macchinari e gli impianti, ma anche all'adesione a un condono tributario o contributivo), di preparare l'opportuna documentazione di supporto per le negoziazioni che si potrebbero aprire su alcuni temi (magari facendo redigere un parere legale su un contenzioso minacciato da un fornitore o un parere contabile sul trattamento in bilancio di alcune poste economico-finanziarie), ovvero di sospendere il processo di cessione in attesa che decorrano i termini di prescrizione per gravi inadempimenti non sanabili altrimenti (per esempio, per evasioni contributive non ancora contestate dalle autorità).

In generale, se non si è ragionevolmente certi che non emergerà nessun problema talmente grave da costituire un *deal breaker*, occorre evitare di concedere un'esclusiva a una controparte, se non addirittura di consentire a tale soggetto di avviare il proprio processo di *due diligence*: l'unico evento peggiore rispetto a una vendita a sconto di un'impresa è una mancata vendita divenuta pubblica (con banche, fornitori e dipendenti che iniziano immediatamente a interrogarsi, preoccupati, sulle ragioni sottostanti all'aborto del *deal*).

Quarto: gestisci il processo di vendita in modo rapido ed efficace

Chi non gestisce il processo o è lento rischia di:

- perdere delle opportunità;

- perdere la focalizzazione sul progetto;
- fornire informazioni incoerenti;
- vedere emergere dei problemi inattesi nelle fasi più critiche della cessione;
- distrarre il *management* dall'attività corrente, distruggendo valore e creando la premessa per litii con il venditore.

La *tabella 2* presenta i passaggi chiave di un processo di cessione efficiente, con un'indicazione delle principali attività.

Il venditore deve ponderare attentamente se il *management* o il personale possano essere un ostacolo, piuttosto che un aiuto, al processo di dismissione: gli attuali collaboratori, infatti, possono vedersi costretti (o forzati da allettanti offerte) a mutare di campo nel bel mezzo della transazione per agevolare il loro futuro datore di lavoro a detrimento di quello che si sta ritirando, come pure a osteggiare il processo di vendita nel timore dell'impatto che esso potrebbe avere sul loro futuro professionale (si pensi a dipendenti che temano di diventare ridondanti nel caso in cui l'acquirente fosse un'impresa concorrente).

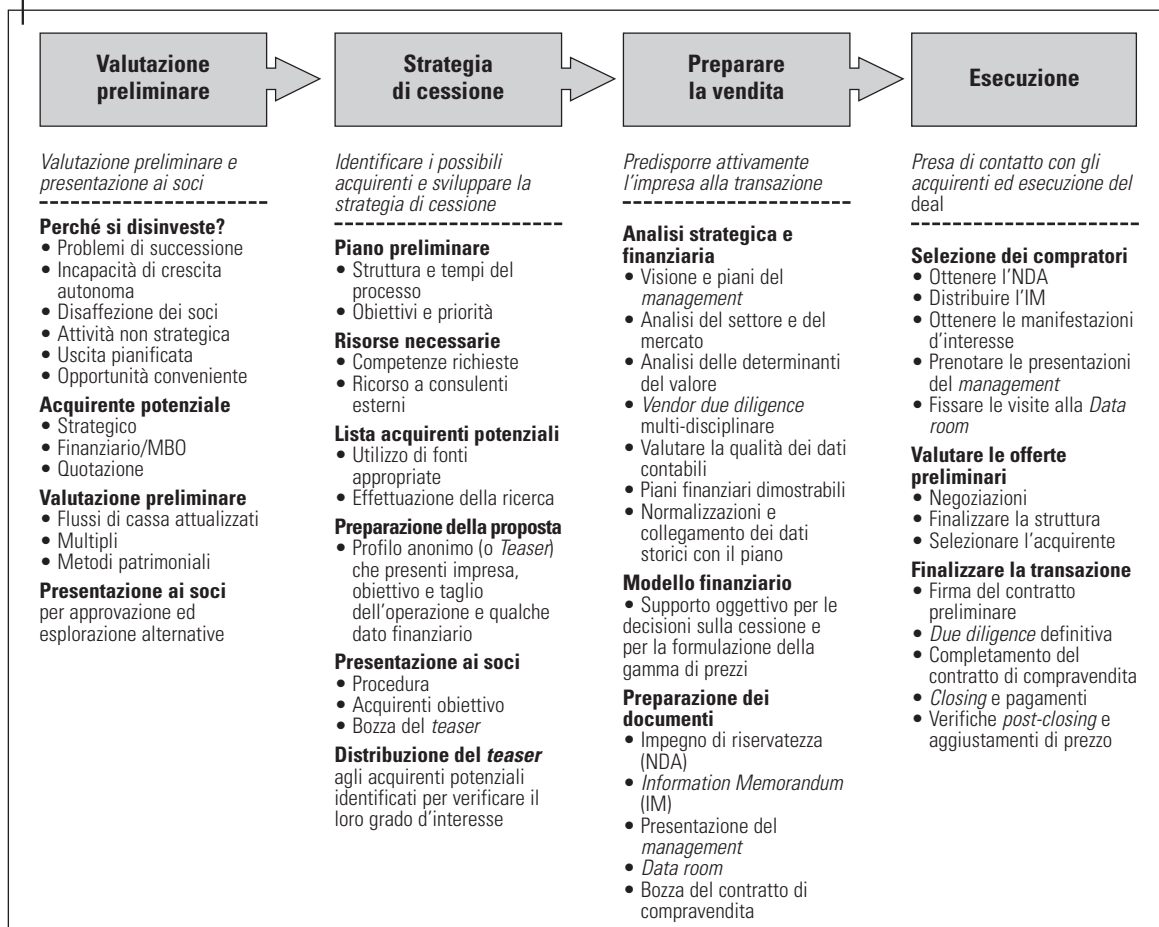
Per evitare che il potenziale acquirente conquisti l'iniziativa nelle negoziazioni, in siffatte situazioni può essere opportuno valutare l'opportunità di avvalersi di consulenti: essi sono certamente onerosi (per quanto di solito accettino di legare gran parte dei loro compensi al buon esito della cessione),³ ma offrono il vantaggio di conoscere bene le peculiarità dell'attività di *M&A* (anche se questo potrebbe non essere vero nel caso in cui si ricorresse al commercialista o al legale che abitualmente gestisce le questioni ordinarie) e di fornire risorse fresche e addizionali rispetto a quelle disponibili in azienda.

Un buon consulente di *M&A* è consapevole che il suo intervento in un'operazione di cessione potrebbe aumentare il ritorno per il venditore, minimizzare la durata del processo e mitigare l'impatto sull'attività operativa. Come può cercare di ottenere tutto ciò?

Anzitutto accelerando l'effettiva "commercializzazione" dell'impresa, mitigando le attese dei venditori alla luce della situazione oggettiva, migliorando la qualità e la coerenza delle informazioni for-

³La remunerazione dei consulenti di *M&A* o *corporate finance* comprende di solito una componente (la *retainer fee*) che copra almeno parzialmente l'impegno prestato nell'attività preparatoria, nonché un corrispettivo (*success fee*) corrispondente a una certa percentuale del valore dell'operazione o del prezzo di vendita. Abitualmente questa percentuale diminuisce al crescere delle dimensioni dell'operazione (in quanto le transazioni minori richiedono un impegno proporzionalmente maggiore rispetto a quelle più grandi).

Tabella 2 – IL PROCESSO DI DISINVESTIMENTO



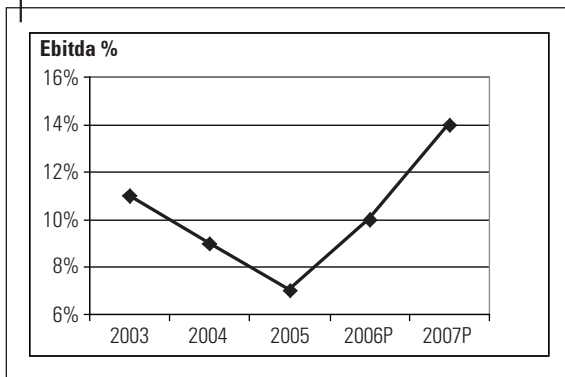
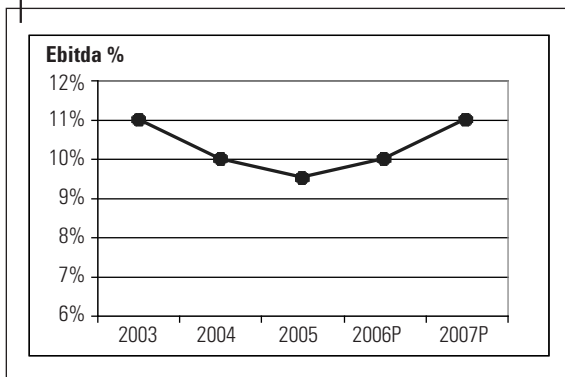
nite (e l'acquirente sarà più tranquillo circa la congruità della sua offerta), assicurando che la comunicazione sia esaustiva e coerente, pur preoccupandosi di proteggere le informazioni sensibili (in termini di "segreti" industriali e commerciali, ma anche con un occhio alle leggi che tutelano la *privacy*). Il consulente si preoccuperà anche di identificare e risolvere le possibili fughe di valore, consentirà al *management* di concentrarsi sul *business* e, soprattutto, dovrebbe evitare sorprese sgradite (l'unica cosa peggiore di una transazione che non va a buon fine è una transazione che tutti sanno essere evaporata dopo mesi di negoziazioni). Concludiamo l'intervento portando sei esempi di come tipicamente il venditore rischia di distruggere valore nelle operazioni di *M&A* e i nostri suggerimenti su come neutralizzare tali rischi.

Caso 1: le *performance* consuntive non sono coerenti con le ipotesi del *business plan*

Uno degli obiettivi caratterizzanti l'attività di qualsiasi *due diligence* commissionata dall'acquirente è quello di verificare la ragionevolezza e la congruenza interna delle ipotesi sulle quali è stato preparato il *business plan*. In definitiva, l'intera *due diligence* è tesa a raccogliere elementi che confermano e corroborano l'idea che il potenziale acquirente si è fatto dell'azienda *target*, sulla quale si basa l'ipotesi di valore che sottostà all'offerta che esso è disposto a sottoporre. Una delle modalità più efficaci e oggettive per misurare il grado di probabilità che le ipotesi di piano finanziario si realizzino consiste nel confrontarle con il *trend* storico di analoghe grandezze economiche (esempi



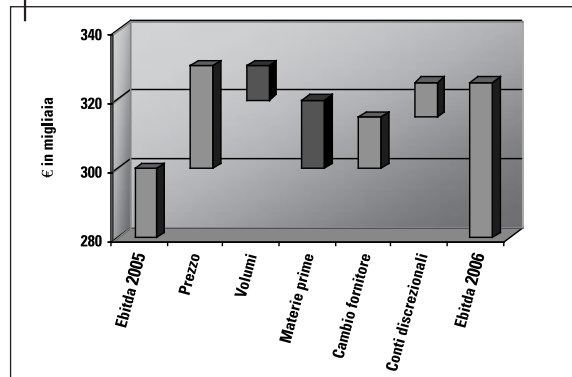
classici sono: il fatturato, i volumi di vendita, il costo del personale, la forza lavoro, i costi variabili unitari, ma anche parametri come la rotazione di magazzino, la percentuale di insoluti ecc.). È chiaro che un *trend* come quello rappresentato nella *figura 2* è meno credibile rispetto a quello della *figura 3*.

Figura 2 – **THE HOCKEY STICK**Figura 3 – **LA CONTINUITÀ**

Comunque, se l'andamento proiettato nel futuro è del tipo *hockey stick*, è fortemente consigliabile costruire accuratamente il *business case* in modo da renderlo ragionevole e dimostrabile, quasi ineluttabile anche agli occhi di un acquirente scettico per definizione. In alcuni casi sarà necessario depurare il dato storico dai "rumori di fondo" che possono averlo condizionato per fare apparire il vero *trend* storico. Questo risultato si ottiene procedendo alla *quality of earnings* che consente di depurare anche graficamente gli elementi non ricorrenti del reddito storico.

Caso 2: i trend complessi e gli effetti di determinate azioni gestionali non sono adeguatamente spiegati

Un caso di attrito tra venditore e acquirente che si presenta spesso è quello derivante da una carente condivisione delle vere determinanti dei risultati storici, ma soprattutto di quelli prospettici. Questa situazione può innescare dei dubbi sulla trasparenza e affidabilità dei dati scambiati in *data room* fino, nei casi più gravi, a fare scemare l'interesse nel *deal* da parte dell'acquirente. Per evitare questo rischio è importante che, fino dalle prime battute della negoziazione, sia messa a disposizione del potenziale acquirente e dei suoi consulenti un'accurata ed esaustiva documentazione. Una tecnica comunemente usata per spiegare anche graficamente gli scostamenti tra due grandezze (nel tempo o rispetto a un *target*) è quella di *figura 4*.

Figura 4 – **EBITDA BRIDGE**

È chiaro che tale tecnica può essere anche usata negozialmente per spiegare in modo convincente quali sono gli effetti degli *upside* che si vogliono mettere sul tavolo della trattativa. A titolo di esempio, se pensiamo alla situazione in cui si vuole fare comprendere i benefici derivanti da un programma di riduzione dei costi (un programma che magari, alla data della *due diligence*, non ha ancora manifestato interamente i propri effetti), diverso è l'impatto negoziale di una presentazione ancorché esaustiva dal punto tecnico, ma basata esclusivamente sulla descrizione delle attività in

programma rispetto a una presentazione associata a una tabella tipo quella che evidenzia graficamente gli effetti dei vari elementi che si vanno a sommare in un globale beneficio in termini di riduzione dei costi. Altri esempi di questo tipo sono gli effetti di nuovi contratti di vendita, la saturazione di capacità produttiva in eccesso ecc.

Caso 3: evitare di fornire al potenziale acquirente informazioni incoerenti

Il problema del calo di fiducia nel venditore e del sorgere di dubbi sulla trasparenza e affidabilità dei dati scambiati ai fini della transazione può essere innescato da inconsistenze e contraddizioni interne tra i dati e informazioni messe a disposizione del potenziale acquirente nella *data room* oppure incoerenze tra *data room* e *information memorandum*. Per evitare questo rischio è necessario supervisionare e rivedere unitariamente le informazioni fornite nella *data room*. Occorre una regia che, in alcuni casi, è opportuno delegare a consulenti che possono garantire anche la visione critica del “terzo”. I consulenti possono anche gestire la forma della presentazione dei dati che, pur se spesso si risolvono in interventi puramente editoriali, riducono la sensazione di “artigianalità” che spesso i *report* generati per fini interni possono fare percepire al terzo. Nella *tabella 3* forniamo un esempio utile come spunto per spiegare le eventuali differenze tra vari *set* di dati.

Caso 4: i problemi non devono cogliere il venditore di sorpresa

Se, nel corso della *due diligence*, il potenziale acquirente porta sul tavolo della negoziazione un problema sconosciuto al venditore, l'effetto sulla negoziazione può essere devastante, in alcuni casi può invertire i naturali rapporti di forza. Pertanto è vitale per il venditore anticipare tali situazioni, procedendo lui stesso a una *due diligence* accurata prima di aprire le porte della *data room* e, nel caso in cui questa attività identificasse problematiche significative, è necessario, a seconda dei casi, predisporre un piano di mitigazione degli effetti e/o darne piena ed esaustiva *disclosure* ai potenziali acquirenti.

Caso 5: evitare e, se possibile, anticipare aggiustamenti significativi al *closing*

I meccanismi di aggiustamento del prezzo spesso previsti nei contratti di compravendita di azioni possono comportare significativi aggiustamenti al prezzo concordato, in particolare in presenza di *business* stagionali o che presentano nello stato patrimoniale di riferimento delle poste anomale. In questi casi, quando si va a misurare al *closing* le stesse grandezze patrimoniali considerate nella determinazione del prezzo iniziale, è possibile che si verifichino degli scostamenti significativi. In gran parte questi scostamenti si possono già prevedere in sede di *due diligence*, analizzando gli effetti del-

Tabella 3 – COMPARAZIONE TRA MANAGEMENT REPORT E INFORMATION MEMORANDUM

	Contabilità Gestionale	Information Memorandum	Differenza
Ricavi	167.714	167.714	0
Costo del Venduto	85.518	85.506	-12
Margine Lordo	82.196	82.208	12
Costi Operativi	39.648	40.319	671*
Costi non ricorrenti	0	0	0
Reddito Operativo	42.548	41.889	-659*
Oneri Finanziari Netti	-37	-38	-1
Redditi da Partecipazioni	678	678	0
Altri Costi	-198	-199	-1
Reddito Ante Imposte	42.991	42.330	-661*

*L'ammortamento dell'avviamento è incluso nei conti gestionali ma escluso dall'info memo





la stagionalità e normalizzando le poste patrimoniali. La *tabella 4* riporta un esempio di normalizzazione del capitale circolante netto.

Tabella 4 – **NORMALIZZAZIONE DEL CIRCOLANTE**

	Sett. 2005
Capitale Circolante Netto Iniziale	318,5
% sulle vendite	15,9%
Rettifiche suggerite	
Crediti per lavorazioni conto terzi	-34,0
Debiti per lavorazioni conto terzi	11,3
Debiti verso fornitori	12,0
Magazzino conto terzi	-10,2
Accant. note credito da emettere	19,6
Finanziamenti a controllate	-32,0
Acconti da clienti	17,0
CCN Rettificato	302,2
% sulle vendite	13,1%

Caso 6: la gestione della transizione è un fattore di successo

È ampiamente condiviso dagli operatori e dimostrato dalle statistiche che il periodo immediata-

mente successivo alla conclusione della transizione è quello dove si gioca buona parte delle possibilità di successo dell'integrazione. Certo è che il periodo di transizione è quello dove si concentrano molte attività straordinarie che devono consentire rapidamente di aggiustare l'organizzazione alle esigenze dell'acquirente e di dotare delle strutture e procedure che consentano alla *target* di continuare a funzionare anche se separata dall'organizzazione del venditore. Tali momenti sono critici sia nell'ottica della minimizzazione dei costi connessi a tali aggiustamenti, sia in considerazione del fatto che le decisioni prese in questa fase, se non azzeccate, possono generare conseguenze negative anche per periodi prolungati. L'acquirente in prima battuta, ma indirettamente anche il venditore, al momento del *closing* deve avere un chiaro e dettagliato piano di azione per abbreviare il più possibile il periodo di transizione e indirizzare l'azione del *management* aggredendo al meglio tutti i problemi da risolvere. I consulenti e il *team* di *due diligence* dovrebbero quindi avere una chiara visione dei problemi da affrontare sino al punto di potere puntualmente stimare i costi connessi alle attività necessarie.

Nella *tabella 5* riportiamo un esempio di scheda di

Tabella 5 – **AGGIUSTAMENTI PER STAND ALONE ISSUE**

	2005	2006B
Stime da Information Memorandum		
Eliminazione delle allocazioni intragruppo	2.702	2.987
Costo del lavoro per operatività autonoma	-1.368	-1.368
Impatto sull'Ebitda ricorrente	1.334	1.619
Altri costi per operatività autonoma		
Ufficio Tesoreria	-120	-120
Ufficio Fiscale	-80	-80
Responsabile Sistemi informativi	-100	-100
Altri costi per operatività autonoma	-147	-147
Consulenze Legali	-50	-50
Ulteriori costi per l'operatività autonoma	-497	-497
Impatto totale sull'Ebitda ricorrente	837	1.122
Costi non ricorrenti		
Costi di trasloco		-50
Modifica sistemi informativi		-70
Costi di formazione		da quantificare
Totale costi non ricorrenti		-120

tali aggiustamenti, che vengono ordinati a seconda del fatto che comportano un impatto sull'E-BITDA ricorrente o che abbiano natura di costi non ricorrenti.

Si rileva che l'identificazione di costi ricorrenti avrà un impatto sul valore massimo offerto dall'acquirente: tale attività di normalizzazione potrebbe quindi avere un riflesso sul prezzo.

Conclusioni

Abbiamo visto come le ragioni per le quali si decide di cedere un'impresa possono essere di origine endogena all'azienda (carenza di competenze "multispettrali", errori del *management* ecc.), ma soprattutto derivare dalla situazione dei suoi soci (problemi di successione, conflitti ricorrenti, incapacità di seguire la crescita dal punto di vista finanziario o imprenditoriale, disaffezione verso il *management* e difficoltà nel rimpiazzarlo, uscita programmata ecc.) o del suo mercato (necessità di concentrazione sul *core business*, processi di con-

solidamento che hanno fatto emergere un'offerta interessante da parte di un concorrente ecc.).

Ciò che accomuna queste diverse fattispecie è la necessità per il proprietario dell'impresa di comprendere i meccanismi del processo di cessione, di evitare gli errori più comuni in fase d'uscita e di ricorrere a consulenti specializzati nelle materie chiave (finanza, fisco e legge). Tali consulenti dovranno padroneggiare questo tipo di transazioni ed essere perciò in grado di analizzare i punti di forza e di debolezza dell'azienda, di presentarli adeguatamente a idonei interlocutori e di prevenire l'emergere di frizioni insanabili nel corso delle negoziazioni.

Vale comunque la pena rammentare che, a dispetto dell'attenzione prestata alla vendita e alla qualità dei consulenti coinvolti, ciò che differenzia una cessione di successo da una insoddisfacente è la qualità dell'impresa che viene messa sul mercato: chi avrà saputo applicare quelle regole fondamentali di *management* collaudate da secoli d'esperienza e codificate in numerosi testi avrà, in effetti, maggiori probabilità di riuscire a trovare dei potenziali acquirenti e di spuntare una valutazione più alta.

