

Acquisizioni societarie: pricing, earnout e altre previsioni contrattuali relative al corrispettivo

di Marzio Molinari, Stefania Monda (*), Guidalberto Gagliardi (**),
Paolo Comuzzi, Nicola Cameli e Serena Scalabrini (***)

Premessa

Quando un soggetto intende cedere una società o un'azienda e la sua controparte pensa di acquistarla, uno dei primi temi su cui si confrontano è il corrispettivo. Venditore e acquirente fanno appello alle loro capacità negoziali e a quelle dei loro consulenti per migliorare la rispettiva posizione, il primo cercando di aumentare e anticipare il proprio incasso netto, il secondo nel tentativo di ridurre e dilazionare il proprio esborso.

Nella quantificazione di quanto effettivamente una parte incasserà e l'altra verserà entrano in gioco anche gli aggiustamenti successivi al trasferimento dell'azienda e perciò anch'essi formano parte degli argomenti negoziati prima di sottoscrivere il contratto di compravendita. Lo stesso perimetro quali-quantitativo delle garanzie richieste e concesse dalle due parti, magari alla luce dei rischi emersi in sede di *due diligence*, è un argomento strettamente connesso al prezzo, in quanto una parte delle potenziali passività dovrà essere rifiuta a posteriori e l'adempimento dell'obbligo di indennizzo dovrà magari essere garantito vincolando una frazione di quanto il venditore incassa.

Le tematiche connesse al «prezzo» nell'M&A possono quindi essere ampie. In questa sede l'attenzione verrà concentrata su forme, modalità di pagamento e misura del corrispettivo per la compravendita indicato nelle puntazioni (LOI, *Letter of Intent*, ovvero analogo documento) o nel contratto (SPA, *Share Purchase Agreement*, ovvero BPA, *Business Purchase Agreement*) e negli eventuali aggiustamenti successivi.

Forme e modalità di pagamento del corrispettivo

Nelle operazioni di acquisizione societarie varie sono le forme possibili di corrispettivo, come le modalità di pagamento dello stesso. Sebbene tipicamente rappresentato da *cash*, infatti, il corrispettivo dell'acquisto può assumere (in tutto o in parte) configurazioni diverse come l'assegnazione di partecipazioni sociali. Quanto alle modalità di pagamento, in alternativa al contestuale ed integrale pagamento del prezzo, possono essere utilizzati - in tutto o in parte ovvero anche combinati tra loro - schemi alternativi come l'accollo di debiti o il differimento di una parte del prezzo.

Molteplici sono i fattori che possono in concreto influire sulla scelta della (o delle) forma di corrispettivo e della (o delle) modalità di pagamento ed è compito dei consulenti compiere un'attenta analisi delle caratteristiche dell'operazione, proponendo le soluzioni meglio rispondenti alle esigenze delle parti. Tra i fattori da considerare: (i) il desiderio o la disponibilità del venditore ad investire nel *business* dell'acquirente; (ii) le disponibilità liquide dell'acquirente; (iii) la strutturazione dell'operazione quale acquisto di partecipazioni, fusione o *asset acquisition*; (iv) l'intenzione dell'acquirente di trattenere temporaneamente una parte del prezzo a garanzia dell'adempimento degli obblighi di indennizzo che dovessero sorgere in capo al venditore

Note:

(*) Avvocati in Milano

(**) Equity Factory S.A.

(***) Dottori commercialisti in Milano

in conseguenza della violazione delle dichiarazioni e garanzie (*representations and warranties*) da questo rese.

Quanto alle forme di corrispettivo, particolare complessità presenta il pagamento mediante assegnazione di partecipazioni sociali. Una volta concordata l'assegnazione di partecipazioni sociali come parte del corrispettivo della compravendita, infatti, le parti devono determinare il valore delle partecipazioni da assegnare ed il momento cui riferire tale valutazione. Scelta, quest'ultima, per nulla scontata e foriera di ulteriori complicazioni. La data di riferimento, infatti, può coincidere con la data della sottoscrizione dell'SPA (*signing*), con quella della definitiva esecuzione dell'acquisizione (*closing*), con una data anteriore al *signing*, ovvero con una data intermedia tra *signing* e *closing*. Per evitare i rischi inevitabilmente connessi alla definizione di una data fissa di riferimento, le parti, qualora fossero società quotate, potrebbero preferire il ricorso alla media del *market price* riferito ad un lasso di tempo (anch'esso da definirsi ed oggetto di negoziazioni) anteriore al *closing*, proteggendosi altresì contro la possibilità di estreme fluttuazioni delle quotazioni mediante la definizione di un prezzo minimo ed un prezzo massimo (*collar*).

Quanto alle modalità di pagamento, invece, il contestuale ed integrale pagamento del prezzo (pagamento a pronti) presenta degli indubbi vantaggi tanto per la sua semplicità quanto, e soprattutto, perché consente di evitare che circostanze sopravvenute ed imprevedibili (i.e. l'eventuale inadempimento all'obbligo di pagamento del prezzo) possa minare la stabilità dell'operazione (1).

Il differimento di una parte del prezzo, d'altronde, può risultare vantaggioso per l'acquirente che non dispone immediatamente delle risorse necessarie per l'integrale pagamento, ovvero che intenda ottenere una garanzia dell'adempimento degli obblighi di indennizzo che dovessero sorgere in capo al venditore in conseguenza della violazione delle *representations and warranties*. Il meccanismo del differimento di una parte del prezzo (2), infatti, rafforza la posizione dell'acquirente in quanto gli consente di procrastinare parzialmente l'esborso, nonché di compensare quanto deve al venditore a seguito della dila-

zione con l'eventuale credito all'indennizzo. Esso, tuttavia, impedisce al venditore di monetizzare immediatamente l'intero valore della partecipazione ceduta ed espone al succitato rischio di instabilità dell'operazione o a quello di fallimento dell'acquirente-debitore.

La costituzione in deposito cauzionale (*escrow*) di una parte del prezzo rappresenta un'altra delle forme in cui l'interesse dell'acquirente al rafforzamento del proprio eventuale credito all'indennizzo può incidere sulla modalità di pagamento del prezzo. Con tale strumento una parte del prezzo è trattenuta - dal medesimo acquirente ovvero da un *independent agent* - in deposito cauzionale, per un certo periodo di tempo successivo al *closing*, a garanzia dell'adempimento degli eventuali obblighi di indennizzo. Per il corretto funzionamento di tale meccanismo è fondamentale un'analitica descrizione di tutti i passaggi essenziali per la gestione dell'*escrow*. Dovranno, in particolare, essere espressamente previsti e disciplinati la finalità e la durata del deposito, gli obblighi del depositario e le modalità di esercizio dei suoi poteri, i criteri di individuazione dell'avente diritto, le scadenze entro cui il depositario potrà trasferire parte delle somme al venditore, come pure l'eventuale previsione che l'acquirente sollevi eccezioni per iscritto per poter legittimamente richiedere il pagamento delle somme depositate.

L'utilizzo del vendor loan

Il *vendor loan* è un finanziamento concesso dal venditore all'acquirente per agevolare la chiusura dell'operazione. In pratica, il venditore finanzia l'acquirente affinché questo gli paghi la porzione di prezzo dovuta al *closing*. La domanda non può che sorgere spontanea: non è più semplice procedere con una mera dilazione del prezzo che, creando ha il medesimo effetto, rende la gestione dei flussi al *closing* più agevole? In realtà, la differenza è radicale e bisogna tenerne conto quando si decide se percorrere la strada della dilazione

Note:

(1) Fatto salvo il rischio di una successiva risoluzione per inadempimento.

(2) Eventualmente con un periodico addebito di interessi all'acquirente.

ovvero del *vendor loan*. Nella prima ipotesi, infatti, la somma ancora da corrispondere è dovuta al venditore a titolo di prezzo, con la conseguenza che l'acquirente potrebbe legittimamente rifiutare il pagamento (si pensi all'eccezione di inadempimento *ex art. 1460* del codice civile) qualora emergessero vizi della cosa venduta o violazioni delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dal venditore. Inoltre, nelle ipotesi più nefaste che implicano la risoluzione della compravendita, gli effetti restitutori che ne conseguirebbero determinerebbero l'obbligo dell'acquirente di «restituire» il bene acquistato nonché il sinallagmatico obbligo del venditore di retrocedere quanto già incassato a titolo di prezzo, perdendo definitivamente il credito sulla componente dilazionata del corrispettivo. In ipotesi di *vendor loan* la situazione si complica, soprattutto per l'acquirente. Invero, qui il credito del venditore è finanziario e non connesso *ipso iure* alla compravendita. Da ciò discende che le dinamiche relative a quest'ultima restano dissociate dalle dinamiche del diverso e separato contratto di *vendor loan*. In assenza di specifiche tutele contrattuali, pertanto, il venditore manterrebbe il proprio diritto al rimborso del finanziamento anche qualora emergessero gravi vizi o significative violazioni delle dichiarazioni e garanzie contrattuali nonché in caso di risoluzione della compravendita.

Per questo, come già accennato, la decisione di utilizzare il *vendor loan* deve necessariamente essere accompagnata da un'attenta regolazione contrattuale dello stesso, finalizzata, in particolare, a legare quanto più possibile il diritto di credito del venditore alle dinamiche della compravendita. Per questo, solitamente, le parti convengono negozialmente che il credito rinveniente dal *vendor loan* funga da garanzia finanziaria del pagamento degli indennizzi e di eventuali ulteriori obblighi assunti dal venditore nell'ambito della compravendita.

La contestualità degli adempimenti al closing e il problema dei flussi finanziari

Le clausole contrattuali che disciplinano le modalità di pagamento del prezzo devono anche tenere conto delle esigenze connesse ai movimenti finanziari previsti per la data di esecuzione dello SPA. Invero, tali contratti

prevedono solitamente una serie di adempimenti sensibili dal punto di vista della gestione dei flussi finanziari che devono avvenire necessariamente in contestualità al *closing*: la compravendita delle partecipazioni o dell'azienda (la «girata»), l'erogazione del finanziamento bancario, l'erogazione del *vendor loan*, il pagamento del prezzo (o della prima *tranche* dello stesso), il reinvestimento del venditore...

Il problema nasce dal fatto che molti dei flussi al *closing* richiedono il perfezionamento (in tutto o in parte) di uno o più degli altri passaggi. Così, per esempio, il venditore finanzia con il *vendor loan* l'acquirente utilizzando somme rinvenienti dal pagamento del prezzo, prezzo che non potrà essere pagato dall'acquirente se non utilizzando il *vendor loan*. Un vero rompicapo!

Vista la complessità che i flussi finanziari potrebbero avere, è necessario studiare il loro ordine cronologico e valutare con attenzione se utilizzare assegni circolari o bonifici bancari e, in quest'ultimo caso, se non sia opportuno che tutti i soggetti interessati da flussi finanziari aprano in vista del *closing* conti correnti presso la medesima filiale di un istituto di credito (3).

La determinazione del prezzo nelle operazioni di M&A

A prescindere dalla forma di corrispettivo convenuta tra le parti, un ruolo chiave nelle negoziazioni sul prezzo è svolto dalla valutazione dell'azienda operata dal potenziale acquirente.

La dottrina prevalente in tema di valutazione sostiene che il valore attribuibile ad ogni impresa è generale, razionale, dimostrabile e stabile. In altre parole, il valore teorico di una azienda sarebbe unico. La realtà, tuttavia, è ben diversa (4). La crescente consuetudine alle operazioni straordinarie, l'ampia disponibilità d'informazioni su di esse, lo svi-

Note:

(3) Si lascia al lettore immaginare quanto possa diventare complessa nelle operazioni internazionali la corretta orchestrazione del momento del *closing*.

(4) Tra la vasta bibliografia disponibile si suggerisce di scaricare gratuitamente dal sito www.borsaitalia.com la *Guida alla valutazione* realizzata nel 2004 da Borsa Italiana.

luppo di metodologie e prassi comuni dovrebbero agevolare la convergenza verso l'ideale valore oggettivo: nonostante ciò l'esperienza quotidiana è costellata di situazioni in cui diversi operatori valutano in maniera anche sostanzialmente difforme la medesima azienda. La ragione è semplice: l'oggettività del processo valutativo è una chimera, in quanto la scelta e l'applicazione degli strumenti forniti dalla teoria valutativa presuppone e richiede ipotesi, giudizi, intuizioni e contesti che, nei fatti, sono sovente di natura soggettiva. Il corrispettivo di una compravendita societaria, inoltre, è sempre un compromesso risultante dalla combinazione di un ampio ventaglio di elementi (si veda la Tavola 1).

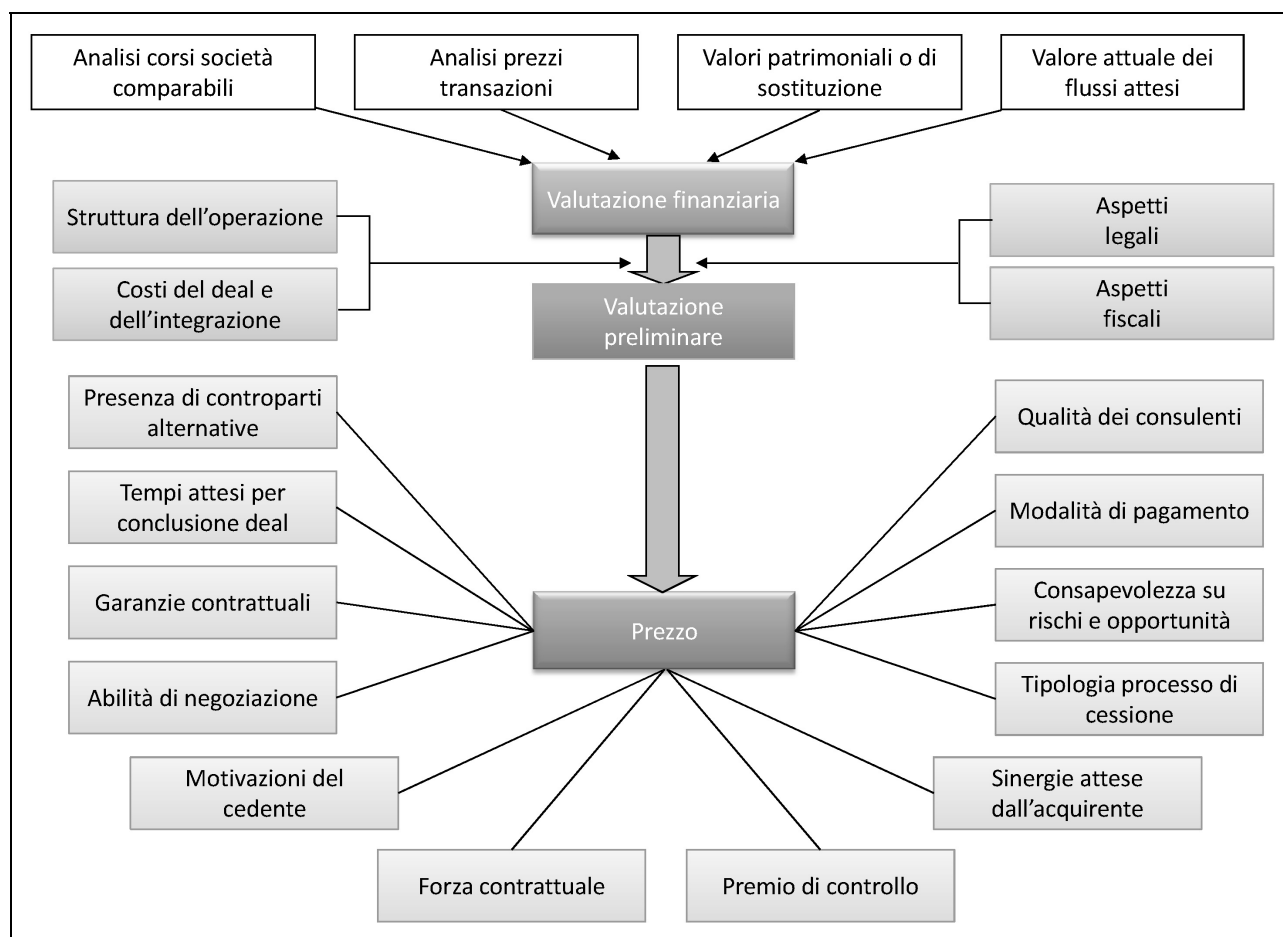
Una gran parte dei fattori coinvolti nella determinazione del prezzo può essere studiata e modellizzata in un sistema di valutazione economico-finanziaria, per quanto alcuni di

essi siano talmente intangibili e soggettivi da sfuggire a qualunque quantificazione (5). Il modello si fonderà sull'approccio valutativo preferito (per esempio, DCF o *Discounted cash flow*, metodo patrimoniale, metodo di mercato...) e, per ciascuno dei suoi parametri chiave (per esempio, flussi di cassa operativi, patrimonio netto, Ebitda...) potrà accogliere i dati aggiornati che progressivamente emergeranno con il progredire delle trattative e della *due diligence* (6).

Note:

(5) Se non addirittura alla comprensione: si pensi che recentemente alcuni studiosi dell'Università Bocconi hanno dovuto introdurre il concetto di *socio-emotional wealth* per tentare di spiegare il valore che molti imprenditori del capitalismo familiare italiano attribuiscono a fattori emotivi quali la capacità della «loro» impresa di appagare il proprio ego, di fornir loro un riconoscimento sociale elevato e di costituire uno sbocco lavorativo per la prole. (6) La valutazione è, in effetti, solo uno strumento imple-

Tavola 1 - Fattori che entrano in gioco nella determinazione del prezzo nell'M&A



Alla fine del processo valutativo, per quanto l'acquirente compri il futuro dell'azienda e il venditore desideri ottenere almeno quanto avrebbe incassato conservandone la proprietà, le negoziazioni tendono a ruotare intorno al potenziale futuro ed ai dati storici, con il prezzo che è abitualmente espresso alla luce dei risultati, redditi o flussi, normalmente basati sul consuntivo degli ultimi 12 mesi. Il prezzo indicato nel contratto, quando non sia una cifra fissa, sarà quindi espresso come una formula, anch'essa oggetto della libera negoziazione tra le parti.

Pur in mancanza di vincoli legali, la prassi operativa ha cercato di porre un freno alla fantasia degli operatori. Nelle transazioni aventi a oggetto quote di società o aziende vige, difatti, una sostanziale convergenza nella scelta dei parametri per la determinazione del corrispettivo di compravendita, quando questo non sia un importo fisso:

- Ebitda per un multiplo x ;
- posizione finanziaria netta;
- patrimonio netto rettificato.

Le metodologie di valutazione «pratiche» hanno finito per adeguarsi alla situazione (7).

L'Ebitda normalizzato

Gran parte dei contratti di M&A fa implicitamente riferimento al metodo di valutazione detto dei multipli. Secondo questo approccio il valore complessivo di un'azienda (cd. *Enterprise Value*) è determinato moltiplicando una grandezza economica (di solito l'Ebitda, ossia *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*) per un certo moltiplicatore (che deriva dai corsi di Borsa di titoli di aziende comparabili, dai prezzi a cui altre operazioni di M&A si sono chiuse e da altre determinanti) (8). L'*Enterprise Value* rappresenta la somma tra posizione finanziaria netta e valore spettante ai soci dell'azienda ed è quindi il prezzo per l'acquisto del 100% di un'impresa (9) priva di indebitamento finanziario netto, detto anche valore *cash free - debt free*: in pratica per determinare l'importo da riconoscere al venditore si detrae dal valore economico l'indebitamento finanziario netto (finanziamenti bancari, obbligazioni, finanziamenti soci, leasing, ma anche cassa in esubero rispetto alle esigenze operative).

Il moltiplicatore è solitamente fisso. Ciò che varia nel passaggio dalla LOI allo SPA/BPA o in sede di aggiustamento *post-closing* è l'ammontare dell'Ebitda. Quest'ultimo è una grandezza che misura la redditività operativa aziendale, prima che essa sia ripartita fra creditori, fisco e soci o destinata a fronteggiare il deprezzamento dei cespiti, approssimando l'entità del flusso di cassa operativo. L'Ebitda dovrebbe essere espresso in modo da rappresentare una redditività ricorrente, che si possa ripetere per qualche anno (10). Le rettifiche contabili e logiche necessarie per normalizzare l'Ebitda sono numerose e si riferiscono, per esempio, alla modifica del perimetro di consolidamento, all'allineamento alle condizioni di mercato delle transazioni intercorse tra il *target* e le parti correlate con il suo attuale soggetto economico,

Note:

(continua nota 6)

gato da acquirente e venditore per determinare la soglia, rispettivamente massima e minima, oltre la quale la compravendita non pare sufficientemente remunerativa. La valutazione del complesso aziendale oggetto della progettata acquisizione può altresì essere una giustificazione e un tentativo per razionalizzare quel prezzo che è stato offerto o richiesto in base a considerazioni di ordine strategico non traducibili in entità monetarie.

(7) Accade così che un potenziale acquirente impieghi dei sistemi di valutazione sofisticati per valutare la congruità della richiesta del venditore o per formulare un'offerta, salvo poi doversi accontentare in sede contrattuale dell'impiego di un approccio valutativo più «banale». In qualche caso, addirittura, una delle parti sceglie consapevolmente un metodo di determinazione o di aggiustamento del prezzo differente da quello che ha usato in sede valutativa, modificando i c.d. *value driver* con l'auspicio che la difformità si risolva in un vantaggio monetario.

(8) In corrispondenza di ogni crisi, autorevoli autori sostengono che la metodologia in parola lasci al valutatore troppa autonomia nel «manovrare» il valore dell'impresa oggetto di analisi, ovvero nel giustificare prezzi pre-confezionati; si veda L.Guatri e M.Bini, *Valutazione d'impresa con più rigore*, Il Sole 24 Ore, 19 ottobre 2002.

(9) Secondo questo approccio, l'acquirente che paga l'*Enterprise Value* deve ricevere, senza alcuna variazione nel corrispettivo dovuto, tutti i beni, mobili e immobili, e i diritti, avviamento compreso, che l'azienda deve mettere a frutto per generare una certa redditività

(10) L'Ebitda può essere misurato con riferimento all'ultimo esercizio di bilancio, agli ultimi 12 mesi (*TTM, Trailing Twelve Months*) o ai prossimi 12 (*NTM, Next Twelve Months*). Per un approfondimento si veda G. Gagliardi, «Come ottenere il prezzo che volete», *L'Amministratore*, luglio/agosto 2013, pag. 12.

alla rettifica delle distorsioni contabili (si pensi alla contabilizzazione dei leasing o alla capitalizzazione di costi), all'eliminazione degli effetti di eventi storici eccezionali o non ripetibili alla luce dell'attuale assetto dell'impresa (come chiusure di stabilimenti o acquisizione di altre imprese) (11).

La posizione finanziaria netta normalizzata

Si ha in questo caso a che fare con un «valore stock», cioè con un dato fotografato a una certa data, anziché con un «valore flusso», come nel caso dell'Ebitda. La definizione di una grandezza a una certa data è sicuramente più agevole rispetto a quella di una quantità che si forma nell'arco di un periodo. Malgrado ciò, gran parte delle considerazioni esposte sull'Ebitda e la sua normalizzazione vale anche per la PFN (o NFP, *Net Financial Position*). La PFN è importante in quanto gran parte dei prezzi è espressa nella forma *cash and debt free*: l'acquirente verserà un prezzo inferiore se il debito supera la liquidità aziendale, mentre dovrà integrare il prezzo nel caso opposto.

L'acquirente, normalmente, non deve aggiungere al prezzo i crediti e il magazzino

che trova e nemmeno dedurre i debiti di fornitura che dovrà saldare: sono già considerati nella valutazione complessiva, esattamente come i cespiti. Secondo la tecnica dei multipli, l'azienda viene valutata come insieme organizzato di beni e persone sulla base dei redditi (o dei flussi finanziari) che questo sistema normalmente dovrebbe produrre. Però si può verificare il caso in cui all'atto del *closing* ci sia un eccesso o un difetto di capitale circolante rispetto alle medie storiche, rispetto alla «norma»: in previsione di questo rischio, molti apparati contrattuali di M&A includono un meccanismo per l'aggiustamento del prezzo (diretto o tramite la rettifica della PFN) in relazione al capitale circolante (12).

Altri aggiustamenti di solito considerati in sede di revisione prezzo sono i crediti d'imposta, i debiti straordinari (per esempio quelli dovuti sanzioni o quelli per l'acquisto di cespiti), i risconti passivi (che rappresentano redditi incassati dalla vecchia proprietà ma differiti contabilmente), i crediti e debiti verso parti correlate, l'insufficiente capienza dei fondi rischi (che si rifletta in un probabile esborso futuro non appostato in bilancio) (13).

Tra gli elementi su cui più frequentemente si concentra il dibattito delle parti e dei loro consulenti si ricordano gli investimenti contrattualizzati o comunque indispensabili (che di solito sono considerati un debito finanziario se si riferiscono alla messa a norma o a semplici rimpiazzi di cespiti giunti al termine della vita utile), il fondo trattamento di fine rapporto (spesso considerato un debito finanziario), i cespiti non strategici. Questi ultimi, detti anche *surplus asset*, dovrebbero essere estrapolati dalle proiezioni eco-

Tavola 2 - Una possibile normalizzazione della PFN

+ cassa, saldi attivi sui conti correnti e depositi bancari
+ titoli e investimenti finanziari
+ capitale circolante netto effettivo
+ crediti fiscali netti
+ crediti verso parti correlate (se garantiti)
- debiti finanziari a breve e medio/lungo termine
- debito residuo dai contratti di leasing
- capitale circolante netto minimo (o "normale")
- debiti straordinari
- risconti passivi
- debiti verso parti correlate

Note:

(11) Per dettagli sulle possibili normalizzazioni si veda AA.VV., *Il manuale della due diligence*, Il Sole 24 Ore, 2004, da pag. 105.

(12) Il CCN deve includere solo quelle voci patrimoniali correnti operative, cioè quelle legate ai costi ed ai ricavi della gestione caratteristica e delle gestioni accessorie incluse nel perimetro del deal, che si ripeteranno ragionevolmente in futuro.

(13) Per esempio, il risarcimento dovuto a fronte della sconfitta in una causa che già era in corso al momento dell'acquisizione o la sanzione fiscale comminata in relazione a esercizi d'imposta precedenti.

nomico-finanziarie dell'impresa e dal calcolo dell'Ebitda, salvo considerarne il mero valore di liquidazione a riduzione della PFN (al netto dei costi che si ritiene si dovranno sostenere per cederli e dell'attualizzazione dei previsti ricavi alla luce dei tempi prevedibili per completare la dismissione).

Una questione insidiosa è quella della stagionalità. Ricavi, costi e capitale circolante tendono ad avere un andamento speciale nei settori ove un periodo pesi particolarmente nella formazione del risultato d'esercizio. Qualora, per esempio, ragionassimo sul circolante (e quindi la PFN) di un produttore di costumi, a giugno troveremmo una situazione assai diversa da quella riscontrabile, per la medesima società e senza variazioni operative, a dicembre. Un buon sistema di aggiustamento della PFN non potrà prescindere da una comprensione di queste dinamiche e dalla costruzione di un'impalcatura contrattuale che consenta di gestirle.

La valutazione «patrimoniale» dell'impresa

Un tema degno di riflessione è quello del patrimonio netto. Contabilmente questa grandezza riflette il valore del capitale spettante ai soci. La teoria sulla valutazione d'azienda esprime diversamente il «valore economico» delle azioni, definendo come *Equity Value* la differenza tra il valore complessivo del capitale investito netto (*Enterprise Value*) e la PFN (14). Secondo questo approccio, in sede di M&A il patrimonio netto non dovrebbe essere una variabile rilevante. Nella pratica, invece, si riscontra una passione verso il concetto di patrimonio netto rettificato da parte di molti imprenditori e di alcuni professionisti. Costoro sostengono che ai soci spetti un ammontare monetario corrispondente al patrimonio netto contabile, rettificato a) per una serie di partite attive e passive il cui valore economico non sarebbe espresso adeguatamente sulla base dei principi contabili adottati e b) incrementato per un «avviamento» che rappresenterebbe la capacità differenziale dell'azienda di produrre (o consumare) reddito rispetto a una qualche media (nazionale, di settore, di società comparabili). Questa visione è talvolta difficile da scardinare e, in sede di negoziazione del prezzo di compravendita aziendale, capita di dover

discorrere su questo argomento e, addirittura, di vederlo trattato nei contratti.

A nostro avviso, salvo il caso di particolare settori (immobiliare, per esempio) o situazioni (come quando si ragiona su imprese dissestate), una delle poche situazioni in cui sia conveniente inserire in un contratto il concetto di patrimonio netto (non rettificato) si riferisce alla verifica che in sede di *closing* questa grandezza non risulti talmente bassa da obbligare l'acquirente a una ricapitalizzazione non prevista in sede negoziale. Tale verifica dovrà quindi considerare non solo il patrimonio netto contabile al *closing*, bensì anche tutti gli aggiustamenti che hanno o avranno origine da svalutazioni o stralci di attività e dall'emersione d'impreviste passività (si pensi al caso della sconfitta in una lite a fronte della quale non era stato appostato un fondo in sede di bilancio di riferimento).

Clausole di aggiustamento prezzo

Arricchiscono ulteriormente il quadro le tipiche clausole di aggiustamento prezzo (cd. *post-closing purchase price adjustments*), che consentono di allineare (in aumento o in riduzione) il prezzo di acquisto al valore della *target* alla data del *closing* (ovvero ad una data prossima al *closing*).

Queste sono particolarmente utili in tutti i casi in cui l'operazione è strutturata in modo tale che tra *signing* e *closing* passi un significativo periodo di tempo. Il tempo intercorrente tra *signing* e *closing*, infatti, può durare anche diversi mesi e dipende da una serie di fattori, tra cui, a titolo meramente esemplificativo, l'eventuale necessità (i) di ottenere l'approvazione di autorità esterne ed indipendenti (per esempio l'Antitrust), quella di raccogliere il consenso di terzi (come i sottoscrittori del fondo d'investimento), oppure l'esigenza di ricevere risorse finanziarie da istituti bancari.

Nota:

(14) Si rammenta che il metodo dei multipli, dal punto di vista teorico, non pare il più adeguato per stimare l'*Enterprise Value*. Migliore è, nella gran parte dei casi, quello dei *discounted cash flows*. L'impiego di quest'ultimo nei contratti di M&A è comunque quasi nullo, stante la difficoltà di descriverne contrattualmente il meccanismo e la sua dipendenza da proiezioni finanziarie difficilmente verificabili in anticipo.

Clausole di aggiustamento prezzo, tuttavia, sono sovente negoziate dalle parti anche in operazioni caratterizzate da un periodo *pre-closing* di breve durata. In fase di negoziazione, infatti, il venditore può solo formulare il prezzo sulla base di un bilancio riferito ad una data precedente al *signing* (cd. *reference balance sheet* o bilancio di riferimento), con l'evidente conseguenza che il valore inizialmente convenuto può in seguito rivelarsi non corrispondente al valore accertato dell'impresa alla data dell'acquisizione anche in mancanza di un lasso temporale tra *signing* e *closing*.

La previsione di un meccanismo di revisione del prezzo, infine, consente di realizzare un'efficiente allocazione dei rischi e dei profitti dell'attività condotta nel periodo interinale tra *signing* e *closing*. In tale periodo, in effetti, l'attività d'impresa continua ad essere condotta dal venditore ed un aggiustamento del prezzo *post-closing* consente di porre in capo a quest'ultimo i risultati, positivi o negativi, dell'attività interinale dal medesimo svolta. Esso, inoltre, risponde all'interesse di entrambi le parti (15).

Meccanismi di aggiustamento del prezzo consentono, dunque, anche di proteggere l'acquirente contro il rischio di potenziali abusi del venditore. Essi, tuttavia, non vanno confusi con la cd. *material adverse change closing condition* (anche detta MAC). Quest'ultima, infatti, permette all'acquirente di non eseguire l'acquisizione qualora nel periodo successivo al *signing* si verificano eventi comportanti un significativo mutamento pregiudizievole della situazione patrimoniale e finanziaria della *target*, mentre l'aggiustamento del prezzo opera solo se l'acquisizione è realizzata e al solo fine di allineare il prezzo a valori contabili aggiornati. Chiarite le ragioni che rendono opportuna la previsione di una clausola di aggiustamento del prezzo, è necessario anche tener presente che quest'ultimo può essere regolato e strutturato in molti modi. Se - da un lato - principio base di tutte le clausole di aggiustamento prezzo è la comparazione tra i valori di un certo dato finanziario quali accertati (prima) nella situazione contabile di riferimento e (dopo) al *closing* o ad una data prossima al *closing* (cd. *closing date financial statement*), ampio è - dall'altro - il ventaglio dei

dati finanziari su cui le parti possono decidere di concentrare tale comparazione, come diversi sono i criteri utilizzabili per il calcolo dell'impatto sul prezzo della riscontrata differenza di valori. Gli aggiustamenti successivi possono essere un importo fisso da dedurre dal prezzo «iniziale», oppure una grandezza contabile che dovrà essere ponderata in qualche modo prima di essere trasformata in aggiustamento monetario. È possibile, pertanto, imbattersi in numerose (teoricamente infinite) variazioni sul tema: posizione finanziaria netta rettificata, flusso di cassa dalla gestione corrente al netto delle imposte figurative, ricavi al netto di sconti e premi, numero di visitatori unici al sito, Ebitda da moltiplicare per un qualche multi-
plo...

Tra le «variazioni sul tema», diffuse nella prassi sono le clausole di aggiustamento prezzo che utilizzano come elemento di comparazione il capitale circolante netto (cd. *net working capital*) e prevedono un aggiustamento cd. euro per euro (ossia un aggiustamento in aumento o in riduzione esattamente pari all'ammontare del - maggiore o minor - valore del capitale circolante netto accertato al *closing*) (16). La scelta del dato finanziario di riferimento dipende in gran parte dal tipo di attività svolta dalla società acquisita ed il riferimento al capitale netto circolante si rivela, per esempio, particolarmente adeguato in tutti i casi in cui la *target* svolge un'attività di tipo stagionale, tipicamente caratterizzata da rilevanti fluttuazioni del capitale circolante.

Note:

(15) Dell'acquirente, che intende pagare un prezzo corrispondente al valore dell'impresa al momento della realizzata acquisizione senza subire le conseguenze eventualmente negative della gestione precedente, come dell'alienante che - anche considerato il frequente divieto di distribuzione degli utili nel periodo interinale - non intende vedersi sottratti i profitti eventualmente derivanti dalla gestione interinale.

(16) Come detto nel paragrafo 2.2, il riferimento generalmente è al livello «normale» del capitale circolante netto, che dovrebbe tener conto sia dell'analisi storica della società sia della tipologia di business, nonché dello stadio di maturità, al fine di cogliere le effettive necessità di capitale circolante.

Aspetti legali connessi all'aggiustamento prezzo - tecniche contrattuali

Una volta definiti l'elemento contabile su cui fondare la revisione del prezzo ed il meccanismo di calcolo dell'aggiustamento, molti altri sono gli aspetti da valutare e regolare per una corretta redazione della clausola di aggiustamento.

Tra i temi oggetto di negoziazione vi sono la determinazione della parte cui affidare il calcolo preordinato all'aggiustamento e la definizione della procedura da rispettare per l'esecuzione di tale calcolo nonché per la sua comunicazione all'altra parte. Una possibile soluzione, frequentemente utilizzata nella prassi, consiste nell'assegnare ad una delle parti (spesso l'acquirente) il compito di effettuare il suddetto calcolo, con l'obbligo di fornirne comunicazione alla controparte entro un determinato termine (generalmente tra i 30 ed i 90 giorni dal *closing*). In molti accordi a quest'ultima spetta la facoltà di contestare il risultato comunicatole entro un determinato periodo di tempo, generalmente tra i 15 ed i 60 giorni successivi al ricevimento della comunicazione. È necessario, in tal caso, regolare dettagliatamente le modalità di contestazione. Può infatti prevedersi una facoltà di generica e non motivata contestazione, ovvero - più opportunamente - l'onere, per la parte che intenda avvalersi di tale facoltà, di identificare i punti di disaccordo e di illustrare le ragioni ad esso sottostanti. Nella negoziazione di questo genere di clausole, gli interessi saranno evidentemente contrapposti: la parte cui sia affidato il compito di calcolare la misura dell'aggiustamento prezzo ha infatti interesse all'esclusione - ovvero, subordinatamente, alla maggiore restrizione (temporale e sostanziale) possibile - di un qualsivoglia potere di contestazione. Risponde tuttavia al comune interesse una dettagliata definizione dei criteri da seguire nella predisposizione del *closing date financial statement*, essenziale per contenere il rischio di future liti.

L'aggiustamento prezzo, difatti, rischia di rappresentare per le parti la prima causa di controversia *post-closing*. La discussione può essere, per esempio, generata da una diversa interpretazione data dalle parti alla clausola di aggiustamento, ovvero dall'eventuale scoperta - in tale occasione - da parte dell'acqui-

rente di irregolarità o errori contenuti nella documentazione contabile ricevuta nel corso delle negoziazioni per la prima formulazione del prezzo. Contro il primo di detti rischi è compito dei consulenti provvedere ad una redazione chiara, precisa e dettagliata dei criteri convenuti per l'aggiustamento prezzo. Per contenere il secondo, invece, è generalmente diffuso nella prassi il ricorso alle *representations and warranties* (17).

Al fine di evitare aggiustamenti - e le connesse liti - per importi di scarso rilievo, le parti talvolta convengono una soglia di rilevanza (cd. *materiality treshold*) in virtù della quale l'aggiustamento del prezzo è subordinato all'accertamento che il valore del dato finanziario preso a riferimento - quale aggiornato al *closing* - si discosti dal valore considerato nel processo di negoziazione in misura superiore ad un certo ammontare. In tal caso la soglia di rilevanza può essere costruita come assoluta (di modo che, superata la soglia, l'aggiustamento è operato unicamente sulla base del valore eccedente la soglia medesima, cd. *basket*) ovvero relativa (di tal che, superata la soglia, l'aggiustamento è operato per intero).

Un altro aspetto da considerare nella redazione delle clausole in questione è il pericolo che la parte che detiene il controllo della *target* nel periodo interinale tra *signing* e *closing* possa manipolare a proprio beneficio i dati finanziari nell'ambito del processo di aggiustamento prezzo. Questo può facilmente accadere, per esempio, mediante la cessione di giacenze di magazzino non reintegrate, l'accelerata riscossione dei crediti esigibili e il differimento di pagamenti dovuti. Tutti, espedienti, questi, capaci di portare il valore del capitale circolante netto al di sopra del suo livello normale ovvero di migliorare la posizione finanziaria netta. Sebbene l'occasione di tali manipolazioni possa talvolta investire anche l'acquirente (come accade nelle ipotesi di cd. *management buy out*), essa riguarda generalmente il venditore. Gli strumenti utilizzati contro tale rischio sono, an-

Nota:

(17) La parte venditrice, in altre parole, garantisce la correttezza e veridicità della situazione patrimoniale, economica, reddituale e finanziaria della società quale risultante dal bilancio di riferimento.

cora una volta, le *representations and warranties* ed i cd. *covenants* (impegni assunti dal venditore con riferimento al periodo tra *signing* e *closing*). Il venditore, in altri termini, si impegna a gestire la società in detto periodo interinale secondo l'ordinaria diligenza ed in una logica di conservazione della natura, della consistenza e del valore dell'azienda e del *business* e di prosecuzione dell'attività (cd. *ordinary course covenants*) ed allo stesso tempo dichiara e garantisce d'aver fatto lo stesso nel periodo antecedente al *signing* (ossia tra la data di riferimento della documentazione contabile usata nelle negoziazioni e la data del *signing*) (18).

L'opportuna interazione tra meccanismi di *post-closing price adjustments* - da un lato - ed impegni, dichiarazioni e garanzie - dall'altro - impone, poi, di prestare particolare considerazione alla possibilità di duplicazione dei benefici economici che a favore dell'acquirente. Può accadere, infatti, che uno stesso evento dia luogo al contempo ad una rettifica in negativo del prezzo ed all'obbligo di indennizzo del venditore per violazione delle dichiarazioni e garanzie. Per scongiurare tale pericolo è interesse del venditore escludere espressamente la possibilità di cd. *double dip*.

Benché accuratamente formulata, la clausola di aggiustamento prezzo resta particolarmente complessa a causa dell'intreccio di concetti legali, finanziari e contabili e, in quanto tale, costituisce terreno fertile per accese discussioni tanto in sede di negoziazione quanto in sede di sua successiva redazione ed interpretazione. È pertanto frequente la previsione di specifiche clausole volte a regolare la risoluzione di eventuali controversie. La soluzione che risulta preferita nella prassi delle operazioni di acquisizione consiste nel rimettere la risoluzione di eventuali controversie ad un esperto contabile indipendente, cui è affidato il compito di esaminare ed eventualmente rettificare i dati finanziari utilizzati ed il calcolo operato ai fini dell'aggiustamento. Tale esperto può essere designato alternativamente in veste di revisore legale, di arbitro deputato a risolvere in via stragiudiziale la lite ovvero di terzo arbitratore ai sensi dell'art. 1349 c.c. Al fine di evitare che simili clausole siano foriere di ulteriori dubbi esegetici, è necessario dun-

que che siano espressamente e chiaramente precisati la natura e l'oggetto dell'incarico, che può in concreto concernere l'intero *closing date financial statement* ovvero i soli elementi finanziari oggetto di discordia (19). È altresì opportuno tener presenti i costi che il ricorso ad un esperto indipendente può comportare: possono essere tanto elevati da rendere frequente nella prassi la previsione della già citata *materiality threshold*. In altre parole le parti convengono che solo ove il disaccordo in ordine all'ammontare della rettifica sia superiore ad una certa soglia scatti per esse l'obbligo di incaricare l'esperto contabile, in caso contrario procedendosi diversamente (ad esempio dividendo l'ammontare oggetto di discordia, ovvero anche ignorandolo del tutto).

L'accantonamento in *escrow* di una parte del prezzo può, infine, essere richiesta dall'acquirente anche a garanzia dell'adempimento dell'eventuale obbligo di restituzione che dovesse sorgere in capo al venditore in conseguenza di una rettifica in negativo del prezzo.

Earnout

A complicare ulteriormente le dinamiche del prezzo di acquisizione possono altresì contribuire le clausole di *earnout*, con le quali una parte del corrispettivo (rappresentata da *cash* ovvero da partecipazioni sociali) è condizionata al raggiungimento dopo un certo lasso di tempo successivo al *closing* da parte della società acquisita di determinati obiettivi generalmente di natura finanziaria. Se il sistema funziona il venditore ottiene un prezzo maggiore rispetto a quello che guadagnerebbe se avesse scelto un pagamento immediato e, contemporaneamente, l'acquiren-

Note:

(18) Anche tali impegni e garanzie, tuttavia, si rivelano talvolta insufficienti a scongiurare possibili conflitti. Le paventate manipolazioni, infatti, sono spesso difficili da rilevare. Prendendo ancora ad esempio l'ipotesi in cui il dato finanziario preso in considerazione ai fini dell'aggiustamento prezzo sia il capitale netto circolante, come si potrebbe qualificare la riscossione scontata di crediti esigibili nel caso in cui la società abbia in passato fatto saltuario ricorso a tale pratica? Manipolazione o, piuttosto, *ordinary course*?

(19) Dal punto di vista dell'attività di revisione, quanto svolto in questa sede avrà normalmente le caratteristiche delle cd. *Agreed upon procedures*.

te sposta una parte del rischio sull'andamento futuro sulla controparte e riduce l'esborso iniziale (20).

Clausole di *earnout* possono essere previste in alternativa o in aggiunta a clausole di aggiustamento del prezzo. Esse sono prevalentemente utilizzate nei casi in cui: (i) non vi sia un agevole accordo tra le parti sul valore della *target*, (ii) il settore di attività aziendale sia particolarmente dinamico o volatile, (iii) le previsioni prospettiche dell'acquirente risultino più pessimistiche di quelle del venditore, (iv) l'acquirente non disponga immediatamente delle risorse necessarie all'immediato integrale pagamento del prezzo oppure (v) l'acquirente intenda motivare il venditore affinché costui continui ad essere coinvolto nella gestione della società.

Sebbene in grado di soddisfare una pluralità d'interessi la clausola di *earnout*, se non adeguatamente strutturata, può sortire effetti opposti a quelli desiderati. Essa, infatti, rischia di focalizzare il beneficiario solo (o prevalentemente) su obiettivi di breve termine, così vanificando gli sforzi profusi dall'acquirente nella ristrutturazione della *target* ed indirizzando valori futuri alla parte sbagliata. Anche gli *earnout* - come le clausole di aggiustamento prezzo - inoltre, espongono al pericolo di successive liti tra le parti in ordine alla sussistenza o non del diritto al pagamento condizionato. Detti rischi suggeriscono un'elevata cura in fase di negoziazione e di redazione.

Il primo elemento da considerare è costituito senz'altro dall'obiettivo cui collegare l'eventuale pagamento. I *benchmark* presi più comunemente a riferimento nella prassi sono di natura finanziaria ed includono, a titolo esemplificativo, i flussi di cassa (cd. *cash flow*), in ricavi netti, gli utili netti, l'EBIT (*earnings before interest and taxes*) e l'EBITDA. Obiettivi di natura non finanziaria, invece, sono prevalentemente utilizzati nelle acquisizioni di società in fase di sviluppo, a causa del loro più elevato tasso di crescita: il lancio di un nuovo prodotto, l'ottenimento inserimento in una pubblicazione di significativo valore, l'aggiudicazione di un premio (per esempio *best technology* o *Oscar*). Talvolta, addirittura, il pagamento dell'*earnout* è subordinato al verificarsi di un determinato evento, come il cambio di controllo o la

quotazione della società acquirente, oppure come la cessione di un *surplus asset*.

A prescindere dal tipo di *benchmark* scelto, le parti devono analizzare attentamente la possibilità che l'*earnout* alteri l'incentivo ad una crescita stabile e di lungo periodo ovvero favorisca facili manipolazioni contabili. Contro tali rischi può risultare utile, per esempio, prevedere l'obbligo di tenere la contabilità *post-closing* in continuità con i principi contabili osservati in passato. Tra i fattori da considerare nella definizione della *performance* societaria assunta quale evento condizionante il diritto all'*earnout*, inoltre, vi è l'espansione societaria che si prevedesse di realizzare mediante successive acquisizioni e/o fusioni: venditore ed acquirente dovranno, in tal caso, trovare una formula idonea a segregare i dati finanziari della *target* da quelli delle altre entità ad essa successivamente incorporate (tramite i cd. bilanci *pro forma*).

Tra gli elementi da definire contrattualmente vi è, ancora, la durata dell'*earnout period*. Questa è strettamente collegata alle ragioni sottostanti la previsione stessa dell'*earnout*. Comunemente dipende, dunque, dal periodo durante il quale l'acquirente vuole incentivare il venditore.

L'iniziale accertamento dell'avvenuto raggiungimento dell'obiettivo cui è subordinato il pagamento dell'*earnout* è tipicamente affidato all'acquirente, mentre al venditore è riconosciuto il diritto di rivederne i calcoli ed eventualmente contestarli. Anche la verificare dell'*earnout* potrebbe essere demandata a una società di revisione.

Quando l'*earnout* è sia convenuto per incentivare il venditore che continua ad occuparsi della gestione sociale, un problema rilevante è quello della qualificazione del pagamento condizionato: esso, infatti, potrebbe essere qualificato come *bonus* retributivo e scontare quindi una disciplina fiscale particolarmente gravosa. Nella redazione della clausola di *earnout*, dunque, è opportuno evitare formulazioni che accentuino il legame tra corrispettivo condizionato e partecipazione

Nota:

(20) Si ha a che fare con uno dei meccanismi che un consulente accorto suggerisce al cliente per ridurre il divario tra prezzo chiesto dal venditore ed offerta formulata dall'acquirente.

al *management*, facendo piuttosto emergere chiaramente la sua natura di corrispettivo per l'acquisto di partecipazioni sociali. Ciascuna delle parti può temere che il pagamento finale dell'*earnout* sia influenzato da condotte gestionali artatamente costruite dall'altra. È necessario, a tale riguardo, distinguere a seconda che l'operazione preveda o non l'impegno del venditore nella futura gestione. Nel caso in cui il venditore continui a ricoprire un ruolo chiave (come accade in alcune operazioni di *private equity*) c'è, infatti, il rischio che il venditore guidi gli affari societari prevalentemente in un'ottica di massimizzazione del corrispettivo ottenibile a titolo di *earnout*. Nel caso in cui la gestione societaria passi all'acquirente, al contrario, è interesse del venditore imporre adeguate limitazioni al potere di amministrazione del primo (21). È altresì interesse del venditore, in tal caso, garantirsi contro il rischio che l'acquirente ceda a sua volta la società a terzi e questi non corrisponda l'*earnout* eventualmente dovuto. È opportuno, al tal fine, che sia contrattualmente regolata la possibilità o non - durante l'*earnout period* - di parziale o integrale cessione a terzi della *target* e, ove essa sia consentita, che l'acquisto del terzo sia subordinato al contestuale pagamento al venditore dell'*earnout* a quella data dovuto. Quanto mai opportuna, anche in tal caso, è la previsione di specifiche clausole volte a regolare la risoluzione di eventuali successive controversie.

Tematiche fiscali connesse alle operazioni di M&A e aggiustamento del prezzo

Si premette che non è possibile trattare in dettaglio tutte le problematiche fiscali che possono sorgere in seguito ad una operazione di M&A. L'intento di chi scrive è quello di delineare le tematiche di maggior rilievo, frutto dell'esperienza, lasciando poi ad eventuali approfondimenti specialistici la formulazione di ulteriori considerazioni.

L'impostazione «fiscale» di un'operazione di M&A per trasferire una azienda in senso lato

Una operazione di acquisizione/trasferimento di azienda o quote/azioni in senso lato può

essere eseguita mediante diverse tecniche operative e tra queste le più comuni sono:

1. cessione quote di *target* da parte delle persone fisiche che siano azionisti;
2. cessione delle azioni di *target* da parte di persone giuridiche;
3. normale cessione di azienda posta in essere dalla società *target* (che resta in vita);
4. conferimento di azienda fatto in *target* con una «contestuale» cessione delle partecipazioni nella stessa *target*;
5. scissione della società con inclusione di una azienda nella *target* e successiva cessione delle azioni di *target* da parte degli azionisti della stessa (che sono gli stessi della scissa);
6. aumento di capitale della *target* con rinuncia al diritto di opzione (operazione che può essere posta in essere in particolari condizioni).

Accade spesso che la cessione della *target* non sia «sostanzialmente» una cessione completa nel senso che il venditore delle azioni della stessa *target* rientra in gioco con una quota di minoranza da cedere successivamente. In sostanza il venditore (socio della *target*) reinveste come capitale o come *loan* una parte del prezzo che ha ricevuto e quindi vengono posti in essere alcuni step specifici: 1) i soci della *target* e i nuovi soci costituiscono una Newco; 2) Newco compra tutta la società *target*; 3) i vecchi soci della *target* reinvestono una parte delle somme in Newco e quindi 4) Newco si fonde con la *target* (per avvicinare il debito alla entità che genera i flussi di cassa).

Aspetti fiscali delle operazioni di M&A e punti di attenzione dell'Amministrazione Finanziaria

Operazioni di M&A

Le tematiche fiscali specifiche di una operazione che si può definire cessione di azienda riguardano sia le imposte indirette che le imposte dirette e possono riassumersi nei punti esposti di seguito.

Nota:

(21) Tra gli strumenti utilizzabili a tal fine si segnalano l'impegno assunto dall'acquirente a condurre una gestione oculata e conforme alla prassi precedente, la riserva in favore del venditore del potere di incidere in qualche modo sulle decisioni gestionali di maggior rilievo.

Cessione delle quote della target da parte delle persone fisiche

La cessione delle quote da parte delle persone fisiche è l'operazione più semplice e la conseguenza è quella di una tassazione sul *capital gain* pari al 20% per i soci non qualificati e su una base imponibile ridotta, ma nel rispetto delle normali aliquote previste per le persone fisiche, per i soci che possono essere considerati come soci qualificati. L'operazione di cessione delle quote si presenta particolarmente conveniente in presenza di leggi speciali come quelle che consentono la rivalutazione delle stesse quote/azioni con pagamento di un'imposta sostitutiva molto modesta (le imposte di solito non superano il 4% del valore indicato nella perizia di rivalutazione) o quando i soci sono tutti non qualificati (tassazione al 20% in forma definitiva).

Cessione di azienda da parte della società target

Il problema principale si collega alle imposte indirette ed è quello della imposta di registro (dovuta con aliquota minima del 3% e con base imponibile pari al Fair Market Value della azienda ceduta che non sempre viene a determinarsi nel prezzo di cessione anche se la transazione è tra soggetti terzi). Una contestazione dell'Amministrazione su questa materia deve essere «messa in conto» con la conseguente possibilità dell'aprirsi di un contenzioso che coinvolge sia il venditore che il compratore in quanto sono responsabili in solido per la suddetta imposta (che resta una imposta comunque deducibile nella determinazione del reddito di impresa).

Si deve anche mettere in evidenza che una eventuale adesione del compratore alle pretese della Amministrazione (si supponga che il compratore solitamente è poco propenso allo scontro anche in ragione della non rilevante consistenza della somma richiesta) mette in una posizione complessa il venditore per quanto riguarda la plusvalenza da cessione di azienda in quanto la stessa Amministrazione potrebbe notificare un accertamento sostenendo che una parte del prezzo di cessione non è stato dichiarato e quindi richiedendo la imposta IRES su un *capital gain* maggiore.

Per quanto riguarda le imposte dirette si de-

ve evidenziare che la cessione di azienda è una operazione che sconta IRES in misura normale (aliquota odierna 27,5%) con la sola possibilità di suddividere la eventuale plusvalenza in 5 esercizi ove ricorrano le condizioni previste dalla legge mentre detta plusvalenza è del tutto esclusa da IRAP.

La operazione di cessione di azienda non rientra per definizione nel campo di applicazione della imposta sul valore aggiunto. Questa operazione è molto conveniente per il compratore che può limitare la sua responsabilità e procedere con l'ammortamento dei beni acquisiti.

Conferimento di azienda in target e cessione delle quote della conferitaria

Il problema principale per le imposte indirette consiste nell'ormai consolidata tendenza dell'Agenzia delle Entrate a considerare questa operazione come una «cessione di azienda mascherata».

L'Amministrazione non esita a notificare un avviso di liquidazione dell'imposta di registro sul valore dell'azienda come determinato dal perito ai fini del conferimento nel rispetto delle normali aliquote per questa imposta (e quindi con un *rate* minimo del 3% invece dell'imposta specifica connessa con questa operazione che sarebbe fissa e quindi del tutto immateriale). In buona sostanza l'Agenzia cerca di far prevalere una tesi sostanzialista che fa leva su un'interpretazione antielusiva dell'art. 20 della Legge di registro (D.P.R. n. 131/1986) che non viene condivisa in dottrina ma che trova un certo riscontro sia nella giurisprudenza di merito sia in quella di legittimità (22). Si vuole precisare che solitamente non sono richieste sanzioni ma la sola maggiore imposta. Ai fini delle imposte dirette quest'operazione (conferimento - cessione) si manifesta come operazione conveniente rispetto a quella descritta in precedenza in quanto la società cedente le quote della conferitaria può anche beneficiare del regime di PEX (con tassazione del *capital gain* in misura pari a 1,375% dello stesso) e la operazione non può qualificarsi come elusiva per esplicita previsione normativa (ma

Nota:

(22) Anche se su casi parzialmente diversi.

resta aperto il tema del cosiddetto abuso del diritto). L'operazione di cessione delle quote/azioni della conferitaria è una operazione esente IVA (e non esclusa) e quindi potrebbe dare delle problematiche di pro - rata in capo al cedente se non viene gestita in tutti i dettagli. Tale operazione è conveniente anche per limitare la responsabilità fiscale del compratore. La operazione di conferimento e cessione consente anche di trasferire sulla Newco i valori fiscali dei cespiti presenti nella target.

Scissione della azienda nella target con successiva cessione delle quote di target

La scissione presenta profili di interesse quando l'azionista della società che deve procedere con la cessione di un ramo è un soggetto non residente che può invocare la protezione da trattato sul *capital gain*. In questa situazione la società la cui azienda deve essere ceduta viene «divisa» in due o più entità e le azioni delle società beneficiarie sono trasferite, in ragione della scissione, al soggetto non residente che procede alla cessione e quindi, ove si realizzasse un *capital gain*, detto soggetto non avrebbe esitazione alcuna ad invocare la *treaty protection* ovvero a sostenere che la plusvalenza sulle quote/azioni deve essere oggetto di tassazione solo nella stato di residenza fiscale del cedente. Si tratta di un'operazione che viene «aggregata» dall'Amministrazione italiana sia riguardo al profilo delle imposte dirette (elusione) sia relativamente alle imposte indirette. Per quanto riguarda le imposte dirette è possibile dare conto che una simile operazione presenta profili problematici sia con riferimento alla norma in materia di elusione fiscale (art. 37-bis del D.P.R. n. 600/1973) sia con riferimento al più generale principio dell'abuso del diritto. Sul piano delle imposte indirette resta la possibilità di qualificare una simile operazione come un'operazione che si sostanzia nei fatti in una cessione di azienda con la conseguente applicazione delle imposte indirette nella misura normale prevista (almeno il 3% per il registro) e non in misura fissa.

Aumento di capitale della società target e rinuncia dei soci al diritto di opzione

In particolari situazioni di difficoltà finanziaria la cessione dell'azienda potrebbe so-

stanzialmente risolversi in un salvataggio della stessa con ingresso in società di un nuovo socio che apporta denaro fresco e/o rinuncia a crediti che vanta verso la suddetta società. L'operazione non presenta profili di complessità ma si sostanzia in una delibera dei soci in sede straordinaria e quindi da assumere avanti al notaio con la formula « ... *gli amministratori possono collocare il presente aumento di capitale sia presso gli attuali soci sia presso terzi rinunziando fin da ora i soci tutti al diritto di opzione che agli stessi spetta ...* » ed esaurita la delibera gli amministratori procederanno a convocare il nuovo socio per una eventuale sottoscrizione di azioni. L'operazione non presenta alcuna peculiarità di carattere fiscale.

I punti di attenzione dell'Amministrazione Finanziaria

I punti di attenzione dell'Amministrazione Finanziaria nel campo delle M&A sono almeno tre: a) la terzietà della operazione b) il debito e gli interessi passivi; c) le ritenute alla fonte quando il debito per la acquisizione è con soggetti non residenti. In assenza di una terzietà delle parti coinvolte (ovvero quando il venditore delle quote è sostanzialmente anche il compratore) e quindi nel momento in cui la operazione diventa un sostanziale *leveraged cash out* l'Amministrazione attacca subito il debito e contesta, sotto il profilo dell'inerenza, gli interessi passivi che possono generarsi in seguito all'operazione posta in essere e che vanno a contrarre il reddito della società *target*. Sulla base della pratica operativa è possibile affermare che i profili di difesa sono problematici. Questa contestazione in materia di interessi passivi colpisce anche i contratti con i terzi ed emerge in modo netto dagli accertamenti di cui si ha notizia.

La contestazione in merito alla deduzione degli interessi passivi viene fatta anche in situazioni nella quali appare del tutto evidente che l'accordo di cessione delle quote della *target* è completamente «genuino» (ovvero tra soggetti terzi e non un semplice *re-leverage*) ma la Newco, costituita per la acquisizione delle stesse quote/azioni non ha alcuna vita propria (in sostanza la Newco è un puro strumento per comprare a debito).

Quando detta Newco è un'entità sorta solo

per l'acquisizione delle quote/azioni (in sostanza un interposto tra gli acquirenti esteri e la target) e con il solo scopo di permettere di comprare a debito esiste un rischio di contestazione circa la deduzione degli interessi passivi. In questa situazione la contestazione sugli interessi passivi emerge secondo due linee: 1) inerenza; 2) valore normale ovvero: viene contestato il fatto che la società veicolo rende un servizio e che dovrebbe riaddebitare il costo di questo servizio (costo da identificare negli interessi) al vero soggetto che beneficia dell'acquisizione. Questa posizione che sostanzialmente «distrugge» l'operazione di LBO come concepita nel Codice Civile è certamente criticabile ma non può essere ignorata in quanto la giurisprudenza di merito è fortemente oscillante (ed in qualche caso una contestazione di questa natura non manca di avere anche dei trascinamenti di carattere penale visti gli importi in gioco). Sul piano delle ritenute alla fonte l'Amministrazione concentra i suoi sforzi in modo particolare su due linee: a) contestazione della qualifica di beneficiario effettivo del soggetto estero che ha erogato il finanziamento per l'acquisizione (ovviamente si intendono finanziamenti *intercompany*) con la conseguente negazione della possibilità di applicare la direttiva in tema di interessi a *royalties* (ritenuta pari a zero) o le convenzioni contro le doppie imposizioni (ritenuta ridotta rispetto a quella prevista dalla norma interna); b) contestazione di alcuni contratti in cui il percettore dell'interesse è una banca italiana che ha, a sua volta, richiesto di farsi finanziare da un pool di banche estere (in buona sostanza una contestazione che sfocia nella tematica della «interposizione», fattispecie prevista nell'art. 37 del D.P.R. n. 600/1973). Sul piano sostanziale la contestazione si risolve sempre nella richiesta al soggetto erogante gli interessi della applicazione di una ritenuta alla fonte (da norma interna) ritenendosi che costui abbia piena coscienza del disegno elusivo che sarebbe alle spalle di tali accordi.

Commenti fiscali sul tema dell'aggiustamento prezzo

Quando il corrispettivo per la compravendita di un'azienda è suscettibile di rettifiche in relazione ai meccanismi finanziari e legali

cui si è fatto cenno precedentemente, si possono avere delle conseguenze in termini fiscali, diverse per acquirente e venditore e dipendenti soprattutto da come il contratto di compravendita è interpretato dall'Amministrazione Finanziaria.

Partendo da questa considerazione si svolge nel proseguito un sintetico esame delle problematiche tributarie derivanti dagli aggiustamenti di prezzo.

Caso 1: i soggetti cedenti delle azioni di target sono persone fisiche

Quando i cedenti delle partecipazioni sono persone fisiche ed il corrispettivo della cessione è il denaro (o sono titoli ovvero una permuta) è chiaro che la situazione appare lineare ed anche abbastanza semplice. Al momento della ricezione del corrispettivo pattuito (principio di cassa) le persone fisiche devono corrispondere le normali imposte previste per la cessione di partecipazioni (sia esse quote di S.r.l. o azioni di S.p.A.) e quindi si applicheranno le ritenute di legge ai soci non qualificati mentre i soci qualificati dovranno agire per la tassazione del corrispettivo mediante la loro dichiarazione dei redditi. È fondamentale verificare, per le persone fisiche venditrici, il valore fiscale della partecipazione cedute al fine di evitare errori nella determinazione della plusvalenza e nella conseguente tassazione. Un aggiustamento del prezzo a loro favore comporta un ovvio aumento del *capital gain* e deve essere dichiarato e tassato sempre nel rispetto del principio di cassa che regola in ogni caso la tassazione delle persone fisiche. Relativamente all'acquirente un aggiustamento di quanto pagato a suo favore non sempre ha effetti reddituali, tutto dipende dalla forma e dalla stesura del contratto di acquisizione delle quote/azioni. Vi sono certamente aggiustamenti di due tipi: 1) un aggiustamento che non tocca il prezzo pagato (si pensi al diritto dell'acquirente di ricevere dal venditore risarcimenti connessi alla precedente gestione) e 2) aggiustamenti puri del prezzo che implicano una riduzione del valore della partecipazione con un conseguente «aumento» di cassa e/o banche o una «riduzione» dei debiti e questi sono aggiustamenti di solo stato patrimoniale e non toccano in alcun modo il conto economico (sono aggiusta-

menti che si collegano al prezzo ed al modo in cui è stato determinato).

Caso n. 2: cedenti delle azioni di target sono società di capitali

Nel caso in cui i cedenti delle azioni fossero società di capitali la cessione si configura come operazione che genera un potenziale *capital gain* soggetto ad imposta come segue: a) se sussistono le condizioni previste dalla legge i cedenti potranno beneficiare del regime PEX (con una tassazione pari a 1,375% del corrispettivo); b) se non sussistono le condizioni la tassazione è quella normale (pari al 27,5% del *gain* - caso questo molto raro). Un eventuale aggiustamento di prezzo potrebbe avere o meno, a seconda di come sarà formulato il contratto di acquisto, anche un riverbero sul reddito dei soggetti coinvolti. Una situazione per cui nel contratto si garantisce che Newco avrà un determinato patrimonio netto e poi questa affermazione non viene rispettata *in peius* genera un aggiustamento prezzo negativo a carico del cedente che subisce certamente una sopravvenienza passiva (riduzione del prezzo di cessione delle azioni/quote) mentre l'acquirente agisce sul solo stato patrimoniale con una scrittura che porta ad una riduzione del valore della partecipazione e a un aumento della cassa (o della banca). È necessario interpretare correttamente il contratto per raggiungere una conclusione che non sia contestabile dall'Amministrazione Finanziaria. Nei rapporti tra società, un eventuale differimento del prezzo va distinto da eventuali pattuizioni qualificate come clausole di *earn out*. Il differimento del prezzo (differimento di cassa) non incide certamente sul *capital gain* mentre una clausola di *earn out* comporta che una parte del prezzo non sia sostanzialmente dovuta fino al momento in cui non si abbia il realizzarsi di condizioni. È chiaro che non è lecito iscrivere a conto economico questa parte del prezzo (manca qualsiasi oggettiva determinabilità) e quindi questa componente concorre a formare il reddito nell'esercizio in cui si realizzano tutte le condizioni per la iscrizione della stessa mentre il venditore aumenterà il valore della partecipazione al momento in cui sussistono le condizioni giuridiche per erogare la somma aggiuntiva.

Caso n. 3: cessione di azienda in maniera diretta da parte di target

La cessione di azienda in maniera diretta (si assume come cedente una società di capitali) non consente di avere alcuno sconto in caso di *capital gain*. L'imposta che deve essere considerata pari al 27,5% del *capital gain* con la sola possibilità di tassare questa plusvalenza su un arco temporale di 5 esercizi. Un eventuale aggiustamento positivo del prezzo di cessione aumenta il *capital gain* e soggiace alla normale tassazione prevista per queste somme senza alcuna forma di riduzione, mentre un aggiustamento negativo diviene una sopravvenienza passiva. Per l'acquirente l'aggiustamento del prezzo può essere o meno una sopravvenienza attiva in ragione della clausole contrattuali ma, nella maggior parte dei casi, la rettifica si riverbera sulla voce avviamento in senso positivo (se è l'acquirente che deve pagare una somma aggiuntiva per l'azienda) o negativo (se è l'acquirente che deve ricevere). È chiaro che potrebbe esservi anche la situazione limite per cui la parte acquirente viene rimborsata per l'intero valore della voce avviamento (o di altro *asset*) ed in questo caso un'eventuale eccedenza del rimborso rispetto al valore di libro di tale voce (che potrebbe essere stata oggetto di ammortamento) è da considerare come una sopravvenienza attiva e quindi come un provento pienamente tassabile in capo al soggetto acquirente dell'azienda. Anche in questa situazione vale quanto detto in precedenza per eventuali clausole di *earn out* circa l'iscrizione del provento a conto economico (e del relativo valore dell'avviamento per il soggetto acquirente).

Caso n. 4: cessione di azienda previo conferimento della stessa da parte di target in una Newco

Si hanno due transazioni potenzialmente foriere di una tassazione: a) il conferimento della azienda in una Newco; 2) la cessione delle azioni o quote. La prima operazione non sconta alcuna imposta sul reddito in quanto il conferimento è un'operazione neutrale cioè che non genera a fini fiscali alcuna *plus* o *minus* valenza (la *plus* o *minus* può nascere solo dalla cessione delle azioni o quote della conferitaria). Questa fattispecie sostanzialmente si configura come una tran-

sazione che si adagia su quella descritta al caso n.2 che precede con la sola (importante) particolarità che questa operazione rispetto a quella descritta al caso n1 che precede consente di risparmiare la imposta di registro (riducendo il tutto ad una tassa fissa). Un eventuale aggiustamento di prezzo ricade appieno nella situazione descritta al punto (2) che precede.

Caso n. 5: cessione di azienda previa scissione di target a beneficio di una Newco e cessione delle azioni di Newco

Anche in quest'operazione si riscontano due transazioni: 1) la scissione che non genera alcuna *plus* o minusvalenza; 2) la cessione delle azioni delle *target*. Ci si trova in presenza di una normale operazione di cessione delle quote e spesso il cedente è un soggetto non residente che invoca la «protezione patiziosa» e quindi non deve assolvere le imposte in Italia (23). Un eventuale aggiustamento del prezzo di cessione qui si collega ad aspetti relativi all'ordinamento estero in quanto è sulla base della legge fiscale vigente nello Stato del venditore che ne verrà esaminato il trattamento.

Caso n. 6: cessione di target a seguito di rinuncia al diritto di opzione

Quest'ultima è l'operazione più semplice ma è anche quella meno usuale e la sua applicazione è connessa ad una situazione di crisi della società che passa di mano.

In questa fattispecie il socio attuale rinuncia a sottoscrivere le nuove azioni rivenienti da un aumento di capitale e concede a terzi questa possibilità.

Si tratta di un'operazione che non genera particolarità di carattere fiscale in quanto: 1) la rinuncia al diritto di opzione (che non è cessione del diritto stesso) non produce alcuna forma di tassazione in capo al soggetto che la pone in essere (quindi il vecchio socio non realizza alcun *capital gain*); 2) la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione (rivenienti dall'aumento di capitale) non comporta alcuna forma di tassazione.

In questo caso è complicato parlare di «aggiustamento prezzo» in quanto il rapporto non è tra un socio che vende delle azioni ed un nuovo socio che le compra, bensì tra la

società emittente delle nuove azioni (la *target*) ed il sottoscrittore delle nuove azioni.

In quest'operazione non si hanno aggiustamenti in quanto il prezzo di emissione delle nuove azioni viene determinato in sede di assemblea straordinaria dei soci e non si modifica.

L'operazione potrebbe essere usata per trasferire la proprietà di una società da una controllante attuale ad altra società del gruppo ed è chiaro che si presta con facilità a intenti di carattere elusivo. Per essere chiari si pensi ad una operazione in cui (A) - la *target* - mediante un aumento di capitale viene trasferita da (Z) attuale azionista a (K) nuovo azionista molto profittevole che iscrive le azioni ricevute nel circolante e quindi le cede con una minusvalenza, minusvalenza che gli serve a ridurre il reddito mentre la stessa *minus* su (Z) non sarebbe servita a nulla in quanto (Z) aveva le azioni/quote di (A) iscritte tra le immobilizzazioni finanziarie. Qui ci si trova in un caso chiaramente dettato da un intento elusivo non capendosi la ragione economica dell'ingresso di un nuovo socio che è «fratello» del precedente che cede le azioni poco tempo dopo la sottoscrizione delle stesse con realizzo di una minusvalenza.

Conclusioni

Le operazioni di M&A sono valutate con molta attenzione dall'Amministrazione Finanziaria in quanto possono condurre a costi (essenzialmente per interessi) che potrebbero ridurre il reddito imponibile della società *target*. Ad avviso di chi scrive, sarebbe opportuna una distinzione tra a) operazioni di LBO condotte tra soggetti terzi e b) operazioni di LBO «interno» (cioè senza sostanziale mutazione dei soci), con queste ultime che sono sostanzialmente dei *leveraged cash out*. L'operazione del primo tipo può essere difesa anche nell'attuale «clima».

Quella del secondo tipo presenta invece dei profili di debolezza: essa è più difficile da di-

Nota:

(23) In merito alle imposte eventualmente dovute all'estero (nello Stato in cui il venditore risiede) è cosa ovvia che saranno determinate secondo le norme fiscali di detto Stato e quindi anche la determinazione della base imponibile deve tenere conto delle (sole) norme dello Stato estero.

fendere in sede di contenzioso tributario, avuto riguardo anche alla condotta prettamente sostanzialistica che guida le decisioni delle Commissioni Tributarie in primo e secondo grado. Si suggerisce quindi una particolare cautela nella costruzione delle operazioni in cui non vi sia un sostanziale mutamento degli assetti societari. In materia di aggiustamento di prezzo resta

da dire che tutto viene guidato dal contratto redatto per l'acquisizione delle partecipazioni e/o dell'azienda e che, di conseguenza, qualsiasi decisione in merito alla natura fiscale dell'aggiustamento prezzo - sia per quanto concerne il venditore che il compratore - deve tenere conto del contratto in essere e dev'essere pienamente coerente con il suo contenuto.