

# Errori da evitare in una cessione aziendale

di Guidalberto Gagliardi (\*)

Cedere un'attività aziendale può portare importanti soddisfazioni economiche ed emotive a un imprenditore oppure può essere la via per consentire una riorganizzazione patrimoniale o un rilancio industriale. Lo M&A è però sempre frutto di un processo articolato e complesso. Richiede tempo, competenze professionali specifiche, esperienze di negoziazione e contrattualistica, non deve incidere sull'attività ricorrente. I lettori potranno ridurre la probabilità di incorrere in costosi errori anche leggendo questo testo tratto dall'esperienza pratica dei migliori esperti internazionali di M&A.

## Premessa

La cessione di una società o di un ramo di azienda, sia essa imposta (da motivazioni anagrafiche piuttosto che finanziarie) o sia voluta (perché altri potrebbero riconoscere un interessante avviamento), si tratta sempre di una questione complessa che richiede tempo, comprensione della dinamica dei negoziati, pianificazione accurata e il supporto di professionisti capaci. Ne consegue che i venditori meno esperti, imprenditori o *manager*, commettono sovente delle disattenzioni che possono portare a un calo del prezzo di vendita, a un peggioramento delle condizioni contrattuali, se non addirittura a compromettere l'operazione (con la probabile conseguente pubblicità negativa).

Studiando alcuni errori riscontrati nell'esperienza di M&A i lettori potranno farsi un'idea dell'articolato processo di cessione aziendale e degli accorgimenti utili per portarlo a positivo compimento.

## Gli errori più frequenti nell'esperienza sul campo

### *Preparazione incompleta e sottostima dei tempi del progetto*

Le cessioni aziendali sono complesse. Richiedono tempo, comportano approfondite *due diligence* da parte del potenziale acquirente, obbligano il venditore a impiegare molte risorse. Queste operazioni possono richiedere anche dodici mesi e difficilmente si realizzano in meno di un semestre. Se il

progetto non è ponderato con attenzione o non gli si dedica la necessaria cura, si avranno dei risultati negativi. L'acquirente potrebbe percepire le difficoltà di risposta del venditore e sfruttarle per conseguire una posizione negoziale dominante. Nei casi estremi, quando il possibile acquirente si spaventa scambiando la lentezza del venditore con una reticenza dolosa volta a celare criticità insormontabili (quelle che gli anglosassoni chiamano efficacemente *deal breaker*), è probabile che i negoziati s'interrompano. In queste situazioni, oltre allo spreco derivante dall'investimento fatto per trovare la controparte e per negoziare con essa, i tempi della cessione si allungano e la notizia che una possibile trattativa sia in corso (o, peggio ancora, che sia abortita) potrebbe iniziare a circolare malgrado siano stati firmati degli impegni di riservatezza.

### *Incapacità di creare un clima competitivo*

Le operazioni più soddisfacenti per i venditori si verificano quando al tavolo ci sono più acquirenti potenziali e si può così sfruttare la situazione competitiva per spuntare un prezzo maggiore, condizioni contrattuali migliori o entrambi. Se si deve negoziare con un unico pretendente, il venditore è di solito svantaggiato, soprattutto se l'acquirente è consapevole di non avere rivali.

Perciò i consulenti di M&A cercano sempre di creare un'asta o un processo di offerte

#### Nota:

(\*) *Equity Factory*

## Cessione d'azienda

competitive per evitare che il venditore sia messo alle strette dalla richiesta di esclusiva ricevuta da un offerente. Nei negoziati giova la sola percezione che ci siano vari interessati.

### **Incapacità di mostrare rischi e opportunità**

Gran parte delle operazioni di M&A naufraga su questo scoglio. Il potenziale acquirente è esterno all'impresa e non può quindi conoscerla in tutte le sfaccettature. Esso infatti potrebbe scoprire elementi critici che fanno emergere rischi inizialmente non considerati. Il venditore deve essere consapevole delle criticità e prevenire dubbi e timori della controparte.

È compito del venditore conoscere in anticipo cosa troverà il potenziale acquirente in sede di *due diligence*, cosa probabilmente lo turberà e come possano essere messe in atto azioni di mitigazione o di presidio dei rischi. Ugualmente l'imprenditore dovrà saper individuare i punti di forza e le opportunità latenti della propria azienda e renderle esplicite in un *business plan* e nella c.d. *quality of earning* (1). Per raggiungere la dovuta consapevolezza il venditore deve superare le consuetudini e confrontare la situazione aziendale con le migliori prassi gestionali. Un imprenditore può essere abituato alla mancanza di una distinta base aggiornata, all'assenza di contratti scritti con i maggiori clienti, a significative differenze tra il *budget* e i risultati infrannuali o all'incompleta ponderazione dei rischi ambientali. Il potenziale acquirente troverà preoccupante ciascuna di queste situazioni.

L'esperienza mostra che un consulente crea valore soprattutto in questo ambito, scoprendo in anticipo i fattori che possono far sorgere delle perplessità sul valore del *target* o addirittura far decadere il progetto. Per queste ragioni un buon *advisor* di M&A non deve solo conoscere la contabilità o essere abile nel trovare possibili controparti ma deve anche padroneggiare l'arte della *due diligence* e comprendere cosa un acquirente si aspetta di trovare nel *target* (e cosa vuole evitare).

### **Mancanza di un adeguato NDA**

Un impegno di riservatezza (NDA, dall'inglese *non disclosure agreement*) è essenziale per

proteggere la proprietà intellettuale e i segreti industriali, in particolare quando il potenziale acquirente appartiene al medesimo settore in cui opera la società in vendita. Sottoscrivere lo NDA nelle fasi preliminari quando si stanno solo fornendo le informazioni di base può essere superfluo (2), però non pretendere che lo si formalizzi quando s'intendono scambiare informazioni critiche può essere un grave errore. Un NDA ben scritto dovrà vietare al potenziale acquirente di svelare o usare le informazioni confidenziali ricevute e limitare la sua facoltà di contattare clienti, fornitori o personale della società-bersaglio. Una clausola comunemente inserita negli NDA scambiati tra imprese industriali riguarda il divieto per il compratore di assumere personale della società posta in vendita. In taluni casi, per esempio quando il potenziale acquirente è una società quotata, l'impegno di riservatezza può investire anche il *target* allo scopo di evitare che il mercato borsistico riceva informazioni sensibili senza il rispetto delle stringenti norme che regolano la materia dello *insider trading*.

### **Comprensione inadeguata del mercato e delle imprese comparabili**

Un venditore ben informato deve avere una profonda conoscenza del suo panorama competitivo in quanto il potenziale acquirente porrà molte domande su come la società si differenzi dai concorrenti. Questo genere di questioni proviene sempre dagli investitori finanziari, ma anche un acquirente industriale potrebbe non conoscere perfettamente il contesto in cui opera il *target* (perché questa è focalizzata su una nicchia, perché ha sede in un Paese straniero, perché il potenziale acquirente sta realizzando un'operazione d'integrazione verticale od orizzontale ...).

Per evitare attese di prezzo non realistiche, inoltre, il venditore dovrà capire come le imprese comparabili sono valutate. Se un concorrente è stato ceduto a 5 volte l'Ebitda il venditore dovrà ben argomentare come mai la sua richiesta è significativamente maggiore

#### **Note:**

(1) AA.VV., *Il manuale della due diligence*, Il Sole-24 Ore, 2004.

(2) Per esempio ricordiamo che i bilanci delle società di capitali italiane sono pubblici.

(per esempio per una crescita maggiore, una tecnologia più aggiornata, la presenza di rapporti consolidati con i clienti ...) (3).

### **Mancata comunicazione della visione e della complementarità strategica**

Il venditore deve saper comunicare efficacemente la visione strategica ed enfatizzare le prospettive di sviluppo della società costruendo una valida *equity story*. Anche nel caso in cui l'alienazione sia dovuta a difficoltà finanziarie o a raggiunti limiti di età. A prescindere dai risultati correnti, una cessione a prezzi interessanti si verifica solo quando l'acquirente percepisce che il *target* può ulteriormente espandersi e aumentare di valore nel futuro.

Se l'acquirente è di matrice industriale, il venditore dovrebbe anche sfruttare l'opportunità di identificare ed esplicitare le sinergie e la complementarità che possono nascere dalla combinazione tra la sua società e l'acquirente. Le attese sui risparmi di costo, sui risultati commerciali di un'integrazione del portafoglio prodotti o della rete distributiva, sul miglior accesso ai mercati dei capitali e sulle altre possibili sinergie sono solitamente il motore principale di ogni decisione di acquisizione e la guida per l'offerta economica formulata da un potenziale acquirente (4). Prevedere cosa l'altra parte si aspetta è il modo migliore per organizzare la strategia negoziale nell'M&A.

### **Carenze nella data room**

La *data room* è il luogo, fisico o digitale, che dovrebbe contenere tutti i documenti e le informazioni cruciali per un potenziale acquirente. Si parla di elenchi di clienti e fornitori, descrizione della rete vendite, dettagli sui sistemi di produzione e logistica, contratti chiave, bilanci e dati contabili, brevetti, organigramma, informazioni sul personale (qui ci sono molti "dati sensibili": attenzione alla *privacy*!) e altro ancora. Per attivare una *data room* occorre selezionare adeguatamente i documenti, classificarli per argomento, controllarne la coerenza (talvolta, per esempio, i dati gestionali non riconciliano con quelli contabili, creando confusione nel lettore), stilare un indice efficace, fotocopiare o digitalizzare i dati (se si adotta una *data room* virtuale), definire il grado di protezione dei dati, allestire la "stanza", preparare l'accesso per gli invitati.

L'assemblaggio di una *data room* richiede tempo ma è un passaggio indispensabile per il successo di un'operazione. Se questa attività è intrapresa fin dalle prime fasi del processo, il venditore potrà previamente farsi un'idea dei rischi e opportunità percepite dal potenziale acquirente (si veda il paragrafo dedicato a questo tema), mentre il potenziale acquirente potrà accelerare l'attività di *due diligence*. I legali del venditore potranno anche usare la *data room* per redigere velocemente l'elenco delle dichiarazioni fornite (la c.d. *disclosure schedule* un documento che talora deve essere allegato al contratto di compravendita) e gli allegati contrattuali. Molti venditori (e anche alcune banche d'affari) sottostimano l'importanza della *data room*, il tempo necessario per il suo allestimento e la necessità che i dati presentati siano chiari, coerenti e, se opportuno, argomentati. Una *data room* insoddisfacente, oltre a rallentare e rendere più complessa l'operazione di M&A, espone il venditore al rischio di svelare informazioni in modo incontrollato e di dover affrontare estenuanti riaperture della *due diligence* in parallelo con l'emergere di allegati contrattuali difformi rispetto ai dati mostrati in precedenza all'acquirente e ai suoi consulenti.

### **Contabilità, contrattualistica e documentazione incomplete**

È frequente che le *due diligence* facciano emergere problemi nel processo documentale del venditore come per esempio:

- contratti mancanti (accade di frequente per quelli bancari e di *leasing*) o non firmati da tutte le parti;
- accordi emendati senza che le modifiche siano state sottoscritte;
- verbali di consiglio, di assemblea o del collegio sindacale mancanti, non firmati o privi dei previsti allegati;
- contratti di lavoro non firmati (o *benefit* concessi e non contrattualizzati);

#### **Note:**

(3) Per economia di sforzi, spesso la stima del valore economico dell'impresa è affidata all'esperto di M&A che, assistendo il venditore, deve già raccogliere tutti i dati necessari per la valutazione.

(4) M. Palmieri, "La massimizzazione del valore della transazione, la gestione delle sinergie", in questa *Rivista*, n. 1/2013; G. Calori, "Il valore della sinergia", in questa *Rivista*, n. 10/2007; BNP Paribas-PwC, *Finanza d'impresa*, IPSOA, 2002.

## Cessione d'azienda

- mancanza di NDA con le persone chiave o di documenti che attestino la rinuncia ai diritti d'invenzione da parte del personale;
- inventario dei cespiti datato o assente;
- poste di bilancio inattive da tempo (capita sovente di riscontrarle tra i crediti e i debiti diversi);
- contabilità gestionale non riconciliata con il bilancio depositato;
- mancanza della relazione del legale sui contenziosi pendenti e minacciati.

Le carenze possono essere talmente significative che l'acquirente potrebbe chiedere che venga loro posto rimedio prima del *closing* (5).

### **Assenza di proiezioni finanziarie credibili**

Qualsiasi acquirente dedica molto tempo allo studio dei dati economico-finanziari in formazione e alle previsioni. Assunzioni irrealistiche o proiezioni incoerenti forniscono un'impressione negativa sulla credibilità del *management*. Il venditore deve essere capace di dimostrare in maniera convincente la ragionevolezza delle previsioni e dell'evoluzione degli indicatori chiave (6).

### **Presenza nei principali contratti di clausole sul cambiamento di controllo**

Se la società in vendita ha contratti, accordi di licenza, permessi amministrativi o linee di credito che richiedono il beneplacito di terzi nel caso di cambio di controllo dell'azienda, è importante che questa esigenza sia identificata all'inizio del processo di cessione. Lo stesso vale per i diritti di prelazione tra azionisti, siano essi regolati per legge, statutariamente o tramite patti parasociali.

I consulenti legali devono valutare i requisiti di consenso e come ottenerli tempestivamente al *closing* o subito dopo.

### **Insufficiente considerazione per i temi relativi al personale**

Nella *due diligence* l'acquirente vorrà evidentemente conoscere tutta la situazione del personale, approfondendo l'approccio al rispetto delle norme (dal godimento delle ferie sino al rispetto della quota di assunti appartenenti a categorie protette), l'assenza di debiti contributivi scaduti, i contenuti dei contratti di lavoro, gli elementi degli accordi di agenzia e la correttezza degli accantonamenti per fine

mandato ... In Italia hanno anche rilievo le norme che obbligano a trasferire il personale dei rami di azienda impedendo la realizzazione a piacimento dei c.d. *carve-out*. Accanto alle questioni giuslavoristiche e finanziarie, il potenziale compratore vorrà anche valutare i piani per trattenerne e motivare il personale. Il venditore, infatti, potrebbe aver previsto un *bonus* per il cambio di controllo destinato alle persone chiave (questa tecnica, poco usata dalle PMI italiane, si è dimostrata molto pratica nell'esperienza internazionale). In molte situazioni possono anche essere importanti gli eventuali *bonus* e *stock option*: l'acquirente preferirà che il venditore faccia scattare questi benefici prima del *closing* e che il loro controvalore sia considerato nel prezzo di compravendita, anziché doversi far carico di valutare se il collaboratore abbia maturato o meno il diritto all'incentivo.

### **Lettera d'intenti che non riporta i termini critici dell'operazione**

Con la firma della lettera d'intenti il potere negoziale passa dal venditore all'acquirente. Prima di quel momento il venditore ha maggiori opportunità di ottenere soddisfazione dei propri obiettivi (prezzo di vendita, profondità della *due diligence*, termini di pagamento, garanzie da rilasciare, ruolo dell'imprenditore in azienda dopo il *closing* ...), successivamente la controparte assume il governo del negoziato. L'acquirente, infatti, con la lettera d'intenti normalmente ottiene un impegno del venditore a non trattare con altri potenziali offerenti per un certo periodo (detto *no shop period* o *exclusivity period*) e ciò fa cessare qualunque competizione sulla transazione. Ne consegue che risulta determinante che la lettera d'intenti (anche detta LOI) disciplini dei termini critici tra cui:

- il prezzo base e le modalità di aggiustamento (per esempio per tenere conto delle variazioni

#### **Note:**

(5) Talvolta ciò può essere problematico, come avviene quando il potenziale acquirente pretende che degli dipendenti firmino dei contratti di assegnazione del diritto d'autore.

(6) M. Ghiringhelli - G. Gagliardi, "Perché e come vendere un'impresa - Caso 1: le *performance* consuntive non sono coerenti con le ipotesi del *business plan*", in *Contabilità finanza e controllo*, n. 1/2007.

di capitale circolante al *closing* o della posizione finanziaria netta normalizzata), specificando come le variazioni saranno determinate (per esempio affidando l'incarico a un revisore) (7);

- i termini di pagamento (per contanti, con un *vendor's loan* o con scambio azionario);
- l'ampiezza e la durata del periodo di esclusiva (che il venditore cercherà di limitare al massimo, per esempio a 3 o 4 settimane);
- l'ammontare massimo e la durata delle garanzie che il venditore offre all'acquirente e il sistema con cui le si presta (fideiussione, *escrow account* ...);
- le condizioni alle quali è sottoposto il perfezionamento dell'operazione.

### **Impiego di un consulente inadeguato**

Sovente la cessione di una PMI non si realizza perché il venditore ha preferito fare da solo o si è avvalso di un consulente non specializzato. I migliori commercialisti ormai comprendono l'importanza dell'esperto di M&A. Costui, infatti, interviene *ad hoc*, dedicandosi senza soluzione di continuità alla riuscita dell'operazione, non interferisce con l'attività ordinaria dell'impresa e con il ruolo dei professionisti storici dell'impresa.

Le attività che possono essere affidate all'*advisor* finanziario comprendono:

- l'assistenza al venditore e al suo consulente legale nello sviluppare il processo di vendita ottimale;
- l'analisi dell'azienda in vendita allo scopo d'identificare i rischi e le opportunità per i possibili acquirenti, nonché per stimarne il valore economico;
- la redazione di un profilo sintetico e dell'*information memorandum* riservato ai potenziali acquirenti;
- la ricerca e il contatto dei possibili acquirenti, sino alla firma degli NDA;
- il coordinamento delle riunioni con le possibili controparti (compresa la preparazione del *management*);
- il supporto al venditore nella costruzione di un'adeguata *data room*;
- il coordinamento delle risposte alle richieste pervenute nel corso della *due diligence*;
- l'assistenza ai negoziati volti a definire il prezzo e gli altri termini dell'operazione;
- l'aiuto all'azienda e al legale nella predisposizione dei documenti che porteranno al *closing*.

### **Accordi sbilanciati con l'esperto di M&A**

In rari casi gli *investment banker* propongono degli accordi svantaggiosi per il cliente-venditore. Ciò può riferirsi alla durata o all'estensione automatica del contratto, ai costi del servizio, all'insufficienza dei servizi offerti rispetto a quanto necessario, all'opacità su altri termini rilevanti.

Più spesso accade l'opposto.

Gli imprenditori tendono a imporre la loro forza contrattuale al consulente, facendo leva sulla miriade di operatori (invero più o meno qualificati) in competizione per offrire i loro servizi. Il negoziato si focalizza, di solito, sulla rinuncia al diritto di esclusiva, sulla limitazione del corrispettivo a successo e soprattutto sul taglio, se non sull'integrale annullamento, della quota di compenso che è dovuta a prescindere dall'esito del progetto. Quest'ultimo corrispettivo, infatti, viene talvolta percepito dal cliente come una "tassa". L'imprenditore si domanda: "Se il consulente afferma di allineare i suoi interessi con i miei, come mai vuole incassare dei soldi anche se io non vendo la mia azienda? Del resto gli agenti di commercio e i mediatori immobiliari non si accontentano di ricevere solo una percentuale sugli affari conclusi?". Così posta, la questione sembra effettivamente chiara. Il rischio di errore però si annida proprio in questo ragionamento semplicistico. Le attività a supporto di una cessione societaria sono numerose, complesse e impegnative in termini di tempo (8). Nulla a che vedere con la "semplice" vendita di un prodotto o di un immobile. Per alienare un oggetto occorre conoscerne caratteristiche, pregi e difetti e saperli illustrare al potenziale acquirente. Un qualsiasi prodotto (compresi un appartamento o un capannone) è relativamente

#### **Note:**

(7) La previsione di un sistema di *earn-out* può giovare per colmare il divario valutativo esistente tra acquirente e venditore. D'altra parte, queste clausole spesso conducono a dispute se non sono redatte con cura ed equilibrio. Alcuni utili spunti in proposito si possono trovare in M. Molinari - S. Monda - G. Gagliardi - P. Comuzzi - N. Cameli - S. Scalabrini, "Acquisizioni societarie: *pricing, earnout* e altre previsioni contrattuali relative al corrispettivo", in questa *Rivista*, Inserto al n. 5/2014.

(8) Chi avesse dubbi, a parte chiedere a colleghi o amici che hanno vissuto simili esperienze, legga l'interessante *e-book* gratuito di Alvin Alexander (A. Alexander, *How I sold my business*, <http://howisoldmybusiness.com/story/introduction.html>) o consulti altre testimonianze sull'argomento.

semplice da comprendere tanto per chi deve venderlo, quanto per chi potrebbe essere interessato a comprarlo. Le aziende sono invece organismi assai complessi, frutto di una peculiare e mutevole miscela di idee, prodotti, finanza, persone, organizzazione, cultura, competenze manageriali, legami contrattuali e assetto fisico. Capirle è complesso. Sia per chi deve venderle, sia per il potenziale investitore. In più le aziende sono molto costose (9). Quindi chi ci vuole investire è ancora più accorto. E dato che gli effetti emotivi, per quanto presenti, sono inferiori nelle compravendite societarie (il bisogno di *status* talora implicito nell'acquisto di una *super-car* è raramente sentito dal compratore di una società), il potenziale acquirente tende a essere assai razionale e a prestare attenzione anche ai più minuti dettagli dell'azienda che sta valutando. Si sottolinea quindi l'importanza di tarare i contenuti dell'incarico di M&A in base alla specifica situazione: nei fatti la differenza tra un *advisor* finanziario e un mero *broker* è sostanziale.

Solitamente un buon consulente del venditore deve essere competente nell'analisi aziendale e investire molto tempo nello studiare lo "oggetto" che deve vendere e nel preparare le relative presentazioni.

Per questa ragione, se l'*advisor* di M&A fornisce l'intera gamma di servizi di supporto, è ragionevole che gli spetti un minimo compenso per l'attività svolta indipendentemente dal completamento della cessione (la c.d. *retainer fee*, cui potrebbe aggiungersi il compenso per la valutazione aziendale, la *fairness opinion*) e che la maturazione della *success fee* sia tutelata contrattualmente.

Resta importante prevenire i conflitti d'interesse che possono riguardare i consulenti che sono legati a grandi banche d'affari o a società di servizi globali.

### **Guida dei negoziati non affidata a un negoziatore dedicato**

Avere un esperto negoziatore alla guida delle trattative è critico. Se l'amministratore delegato o un altro *manager* avessero una sufficiente esperienza di M&A potrebbero svolgere questo ruolo. Il ricorso a un *manager* potrebbe però dare origine a conflitti d'interesse se costui resterà in azienda anche dopo il *closing*, come pure obbligare il *manager* a farsi carico in prima persona di atteggiamenti

negoziali talvolta necessariamente rigidi o aggressivi. È meglio affidare i negoziati a un terzo per evitare che le trattative creino acridità tra l'acquirente e il *management* (il timore che sia impossibile l'integrazione tra la cultura del compratore e quella del *target* potrebbe addirittura far naufragare l'operazione). Ogni situazione è un caso a sé stante, anche se spesso la scelta migliore consiste nel far svolgere i negoziati al socio di maggioranza assistito da un consulente esperto di M&A.

### **Poca familiarità con la dinamica negoziale**

Tutte le trattative di M&A richiedono compromessi.

È importante capire quale parte possa maggiormente influenzare i negoziati. Ci si deve domandare se l'operazione sia desiderata più dall'acquirente o dal venditore. Occorre capire se la presenza di diversi offerenti può essere sfruttata per farli competere tra loro. Si deve valutare l'opportunità di "scambiare" dei termini contrattuali non-finanziari importanti con delle concessioni sul prezzo. La valutazione proposta è magari sufficientemente interessante da far accettare al venditore il rilascio di garanzie maggiori rispetto a quelle d'uso.

In generale, tutti i negoziati devono essere condotti con cortesia e professionalità e cercando di stabilire un rapporto con il principale negoziatore della controparte: non è mai saggio che le trattative si surriscaldino o diventino antagonistiche sul piano personale.

### **Negoziare un accordo poco favorevole**

L'Avv. Lipkin sostiene che: "Un contratto ben scritto aumenta la probabilità di completare l'operazione, mitiga i possibili rischi *post-closing* e assicura che le aspettative degli azionisti della società in vendita siano soddisfatte. Uno dei peggiori errori che un venditore può commettere è di pensare che il compromesso rispetto a qualsiasi problema sia una protezione adeguata" (10).

Secondo l'ottica del venditore, il contratto di compravendita di una società (anche detto SPA, *Share Purchase Agreement*) o di un ramo

#### **Note:**

(9) Una lussuosa villa può avere un prezzo nell'ordine dei milioni di euro, una PMI spesso arriva a decine di milioni.

(10) David Lipkin, *partner* di Morrison & Foerster a San Francisco (citazione tratta da R. Harroch, [www.allbusiness.com](http://www.allbusiness.com)).

(BPA, *Business Purchase Agreement*) deve proteggerlo quanto più possibile stante la qualità di ciò che vende e le sue capacità negoziali. Ecco alcune delle clausole determinanti dei contatti di M&A:

- le condizioni per pervenire al *closing* (che il venditore vorrà limitare al massimo per essere certo che l'operazione si perfezioni rapidamente);
- gli aggiustamenti di prezzo (si veda quanto scritto a proposito della LOI);
- il funzionamento di eventuali pagamenti condizionati (che il venditore vorrà siano garantiti da fideiussioni bancarie a prima richiesta) e degli *earn-out* (11);
- i diritti e le limitazioni delle azioni eventualmente da emettere in relazione all'operazione (come avviene nelle operazioni miste in cui la cessione di quote societarie si combina con un aumento di capitale deliberato dal *target*);
- le dichiarazioni e garanzie (il venditore vorrà che queste siano quanto più possibile specifiche con esclusioni per scarsa materialità degli importi o perché il problema è noto all'acquirente);
- la natura esclusiva delle garanzie contrattuali che, salvo gravi inadempimenti su temi particolari, limita la possibilità per l'acquirente di chiedere ulteriori indennizzi;
- l'entità e le esclusioni degli indennizzi (con limiti massimi, franchigie *basket* e *tipping*, singole e aggregate ...) e degli *escrow account*;
- le regole per la gestione del *target* nel periodo intercorrente tra la firma e l'esecuzione del contratto (il venditore desidera che queste siano ridotte e ragionevoli e che sia previsto un chiaro e semplice processo di autorizzazione per le eventuali deroghe);
- gli accordi di collaborazione *post-closing* con l'imprenditore.

### **Errori nella scelta del legale**

Un avvocato "semplicemente" esperto di diritto commerciale o societario non è di solito adeguato per affiancare il venditore e l'*advisor* nel processo di M&A o per negoziare i relativi contratti.

Occorre un legale che, principalmente o esclusivamente, si occupi di acquisizioni aziendali. La strutturazione del progetto di M&A, la preparazione dei documenti e l'esecuzione dell'operazione comportano la soluzione di difficili e complessi problemi. L'avvocato deve

comprendere questi temi, conoscere le condizioni contrattuali *standard* e saper rispondere alle richieste del proprio cliente e della controparte con l'opportuno senso di urgenza. Un avvocato esperto saprà anche guidare il venditore nella definizione del tenore delle dichiarazioni, nonché nella determinazione del tipo e dell'ammontare di garanzie e indennizzi contrattuali.

Un buon *advisor* M&A è indispensabile ma non può rimpiazzare il legale, soprattutto in Paesi come l'Italia in cui la legge prevale sui contratti.

### **Scarsa cura per le questioni fiscali**

Le implicazioni della struttura fiscale della cessione possono avere un impatto significativo sul ricavo netto per i soci. Ciò è vero soprattutto in Paesi con alta pressione fiscale come l'Italia.

Gli acquirenti tendono a preferire l'acquisto del ramo d'azienda perché, a determinate condizioni, può mitigare il rischio di ricevere passività ignote. I venditori di solito preferiscono vendere le quote societarie in quanto magari hanno beneficiato di un affrancamento del valore di carico o, in certi casi, possono ottenere la *Participation exemption* o PEX. Il consulente fiscale dell'impresa o quello dei suoi soci dovrebbe fornire utili suggerimenti sulle più efficaci modalità per realizzare la desiderata cessione.

### **Trascurare l'operatività quotidiana**

La cessione di un'impresa necessita di un impegno costante e prolungato di una o più risorse pregiate. Il processo, inoltre, tende a drenare l'attenzione dalle attività ordinarie (12). È fondamentale che la direzione aziendale non sia distratta dall'operatività quotidiana e che possa occuparsi del progetto di M&A solo in pochi momenti cruciali. Se ci si distrae dalle altre iniziative in corso, si perde competitività e non si raggiungono gli obiettivi dichiarati al potenziale acquirente (o le soglie che permettono di incamerare l'*earn-out*). Per non far perdere valore agli azionisti il *management* deve dedicarsi soprattutto allo sviluppo dell'attività aziendale secondo le linee guida pianificate.

#### **Note:**

(11) Si veda il testo richiamato alla nota 9.

(12) G. Gagliardi, "Il CFO e l'M&A: come gestire la tensione delle operazioni straordinarie", in *Sfc Strategia, finanza e controllo*, n. 8/2016.

**Il tempo è un nemico**

Il processo di M&A può essere relativamente dilatato nel tempo per le fasi propedeutiche di preparazione e durante la ricerca di un possibile investitore. Siglato lo NDA (o, a maggior ragione, una LOI) si deve cambiare ritmo e muoversi rapidamente. Se il processo si trascina, l'operazione svanirà o i suoi termini peggioreranno per il venditore.

Il venditore e i suoi consulenti dovranno avere un senso di urgenza che li porti a rispondere celermente alle richieste di *due diligence* (o al loro diniego), a fornire rapidamente stesure e revisioni dei documenti, a organizzare sessioni negoziali di alto livello con la controparte. Se un rappresentante del venditore è delegato ad assumere decisioni speditive su temi negoziali critici, sarà possibile tenere alto.

**LIBRI****FARE IMPRESA CON IL CROWDFUNDING**

**Crowd economy e nuovi trends - Crowdfunding e modelli - Finanza alternativa per l'impresa - Equity crowdfunding in Italia - Crowdfunding all'estero - Caso aziendale italiano**

*Cristian Iosio e Giorgio Valentinuz*

*Wolters Kluwer, 2016, pagg. 250, € 32,00*



Il *crowdfunding* è oggi una delle soluzioni di **finanza alternativa** più innovative sul mercato.

Il fenomeno è così rilevante che anche le **multinazionali** utilizzano questo strumento per **sondare il mercato** e capire le reazioni dei possibili **clienti**.

Il libro, frutto dell'esperienza degli autori nell'**equity market** e nel sostegno alle imprese innovative, conduce il lettore in un viaggio che partendo dalla **crowd economy** arriva ad esaminare il *crowdfunding*, con un focus particolare sul **modello equity**.

Nel testo sono presenti un'analisi della normativa nazionale, una panoramica sul *crowdfunding* nell'area **Asia PaC** (Cina, Corea, Giappone e Australia) e un approfondimento sui temi legati alla **patrimonializzazione** e al **finanziamento** per la crescita delle **PMI**.

Di particolare interesse l'analisi di un **caso aziendale tutto italiano** dedicato ad una realtà innovativa che ha deciso di ricorrere a questa metodologia: in esso gli autori descrivono la preparazione alla campagna, le sfide, i dubbi e il percorso formativo del *management*.

Sono molto preziose le **testimonianze** e le **opinioni** di esperti appartenenti al mondo accademico, consulenziale e imprenditoriale.

**Per ulteriori informazioni o per l'acquisto:**

- **Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa**  
Tel. 02.82476794 - fax 02.82476403
- **Agenzie Ipsoa di zona**  
([www.ipsoa.it/agenzie](http://www.ipsoa.it/agenzie))
- **[www.shopwki.it](http://www.shopwki.it)**