



Quanto e come guadagnano GLI M&A ADVISOR

LE RICERCHE SUI COMPENSI CHIESTI DAI PROFESSIONISTI SONO POCHE. NEL CAMPO DELL'M&A, DOVE LA RISERVATEZZA REGNA SOVRANA, SONO UNA VERA RARITÀ. PER UN IMPRENDITORE O UNA SOCIETÀ INTENZIONATI A VENDERE UN'AZIENDA LA MANCANZA DI TRASPARENZA SULLE COSIDDETTE FEE RENDE DIFFICILE CAPIRE SE L'OFFERTA RICEVUTA DA UN CONSULENTE SIA CORRETTA.

Di **Guidalberto Gagliardi**, Equity Factory

La mancanza di dati pubblici ha storicamente fatto prevalere il passa-parola e l'intuito rispetto a una seria ponderazione delle condizioni dell'incarico e del valore apportato dal consulente. Da tre anni Divestopedia e Firmex conducono però un'indagine che cerca di colmare questa carenza informativa, perlomeno per il cosiddetto "sell-side advisory", cioè sulla consulenza per la cessione di imprese o azienda (il caso usuale in Italia). La

ricerca "MID-MARKET RESEARCH REPORT - M&A Fee Guide" sta quindi diventando un'utile fonte di informazioni e confronti tanto per chi necessita dei servizi di un M&A advisor, quanto per gli stessi professionisti.

CHI SONO GLI ADVISOR M&A

Il campione della ricerca è ampio a livello di società considerate (480 le risposte ritenute valide tra le più di 700 pervenute) e di

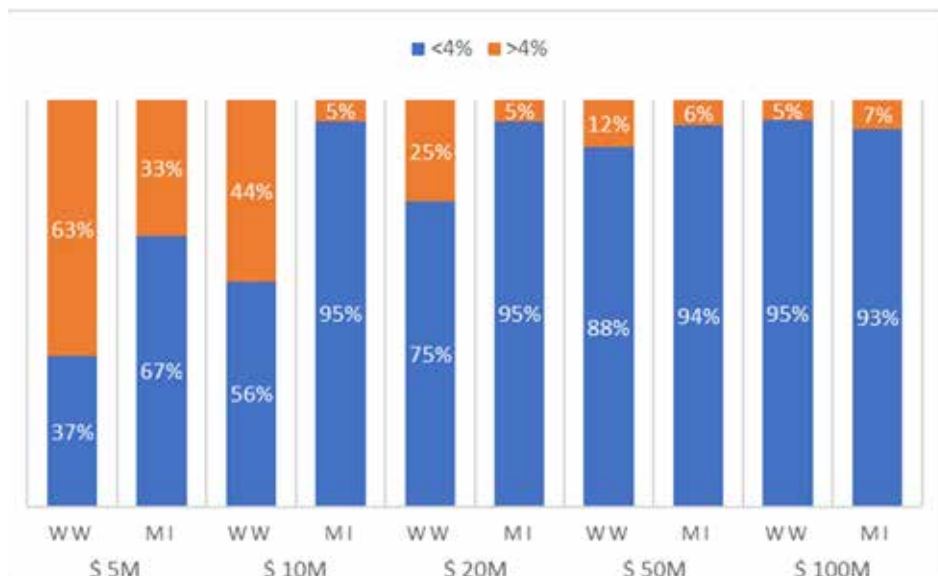
geografia (solo l'Asia pare sotto-pesata). Curioso rilevare che la terza città per numero di intervistati sia Milano (con 20 risposte) a poche lunghezze da New York e Londra. Dato che queste ultime sono piazze finanziarie di ben altro standing rispetto al capoluogo lombardo, il numero simile di operatori coperti dal report potrebbe essere una conferma dell'ipotesi che in Italia i consulenti di M&A sono numerosi e piccoli quanto le imprese loro clienti. Gran

parte dei consulenti afferma di lavorare, nell'anno medio, su meno di 10 incarichi. Metà delle risposte provengono anzi da boutique che seguono da uno a cinque progetti. L'esperienza indica che raramente un progetto si conclude in meno di sei mesi e ciò significa che probabilmente le società specializzate hanno pochi addetti (3 o 4 probabilmente). Questo dato conferma che la consulenza di M&A è sovente fornita da piccoli operatori specializzati che dedicano molta cura a ciascun cliente. La concentrazione del lavoro, d'altra parte, è un elemento di debolezza in quanto i ricavi del consulente sono fortemente condizionati dalla dinamica del mercato delle compravendite societarie e dalla qualità del singolo mandato (se l'impresa da vendere è poco attraente, l'advisor mette a rischio buona parte del suo reddito). Un altro dato interessante emerso dalla ricerca si riferisce alla dimensione minima accettabile di un incarico: quasi metà dei soggetti intervistati afferma di evitare esplicitamente i progetti su imprese il cui valore sia inferiore a 5 milioni di dollari. In pratica per le imprese minori, diciamo quelle con margine operativo lordo inferiore a un milione di euro, può essere difficile trovare uno specialista disposto a dedicarsi al loro progetto di compravendita aziendale.

COME SI DETERMINANO I COMPENSI

I principali elementi considerati nel definire la misura dei compensi dell'advisor sono la dimensione dell'incarico, la complessità dell'operazione e la stima della probabilità di concludere il deal.

In effetti, lo studio mostra che vi è una stretta e inversa relazione tra la dimensione



dell'operazione e l'entità delle success fee: al crescere del valore scende la percentuale della commissione. L'applicazione di una success fee superiore al 4% del valore dell'operazione risulta, infatti, frequente per operazioni sino ai 10 milioni di dollari, mentre per i progetti di maggiori stazza prevalgono commissioni pari o inferiori al

2%.

Da notare che le commissioni riscontrate nelle varie aree geografiche presentano un'ampia dispersione. Perciò nel grafico evidenziamo anche quelle rilevate dal campione degli intervistati basati a Milano (contraddistinte dalla sigla "MI" in contrapposizione a "WW", la media globale), certamente un buon indicatore del livello medio della fee italiane. È curioso che in Italia i compensi degli advisor di M&A siano mediamente inferiori rispetto ai livelli internazionali e che le success fee superiori al 4% siano rare anche nei progetti minori. L'autore ritiene che questo fenomeno possa essere spiegabile con la concorrenza portata da operatori non specializzati piuttosto che dalla minore qualità dei servizi prestati dagli M&A advisor tricolori. Anzi, è probabile che il lavoro che è loro richiesto sia spesso più lungo e complesso rispetto a quello riscontrabile in Paesi dove la dimensione media aziendale e la managerializzazione

“**Comef sd,fnms
mfnsd,fn sd,f sd,
fn sd,fnm sd,fn
sa,fmnsa,f nsd,fs. un
ruolo significativo
nella tre giorni
bergamasca.**”





delle imprese sono maggiori. La ricerca e l'esperienza diretta confermano che non sempre le fee sono una percentuale semplice. Secondo Divestopedia e Firmex questo metodo è impiegato nel 40% dei casi ma è altrettanto frequente l'applicazione di percentuali che s'incrementano al crescere del valore transato rispetto alla valutazione minima inizialmente condivisa tra cliente e consulente. Entrambi gli approcci tendono ad allineare l'interesse delle parti. Lo stesso non si può dire con la cosiddetta "Formula Lehman" che prevede fasce di compenso a percentuale calante al crescere del controvalore del deal. Interessante rilevare che nella maggior parte degli incarichi è previsto un ammontare minimo del compenso spettante all'advisor a prescindere dalla percentuale ordinaria della success fee. Per non preoccupare l'imprenditore la fee minima è normalmente fissata ben al di sotto del compenso che l'advisor otterrebbe qualora il prezzo riconosciuto dall'acquirente fosse quello previsto in sede d'incarico. In effetti, questo tipo di protezione è pressoché indispensabile nelle operazioni più piccole dove, a fronte di complessità spesso pari o superiori a quelle dei deal maggiori, gli importi su cui si applica la success fee percentuale sono per definizione più contenuti. Senza una sorta di "floor" al compenso, c'è il rischio che la remunerazione dell'advisor sia ingiustificatamente bassa anche quando l'operazione ha avuto successo. Anche perché è noto che concludere piccoli deal è meno probabile che completare un grande progetto: è più arduo trovare potenziale acquirenti interessati a una PMI: In queste

imprese è inoltre maggiore il rischio che la due diligence evidenzii passività potenziali che vanno a ridurre il valore transato oppure a creare complicazioni a livello di garanzie nota1.


LA RETAINER FEE

Il 90% degli advisor intervistati nella ricerca chiede al cliente un compenso a copertura, almeno parziale, dei costi per lo svolgimento dell'incarico. Questa cosiddetta "retainer fee" (o "work fee") serve anche a dimostrare che il venditore ha un serio impegno rispetto alla realizzazione della cessione: se non pago nulla, attribuisco poco valore al servizio che ricevo. Nella metà dei casi questo compenso è un importo fisso pagato in unica soluzione all'inizio del progetto (di solito per un importo superiore a 15 mila dollari per incarico), nell'altra metà si tratta di un compenso fatturato su base mensile (raramente meno di 5 mila dollari, spesso oltre 15 mila dollari al mese). Altre basi di calcolo sono poco diffuse. La ricerca nota che spesso questo compenso "di base" è assorbito dalla success fee se l'operazione si conclude. Circa i casi in cui il consulente non applica alcuna retainer è degno di nota il commento di John Carvalho di Divestopedia, uno dei curatori del report. Carvalho solleva il dubbio che l'advisor che accetta di lavorare in queste condizioni potrebbe fornire al cliente un servizio insufficiente. Forse il consulente si limiterà a presentare dei potenziali acquirenti anziché impegnarsi nel compiere i passi necessari per preparare la società alla cessione. Del resto, la ricerca chiarisce che, secondo gli intervistati, un advisor si rende utile al cliente principalmente gestendo il

processo, negoziando l'operazione, trovando i possibili acquirenti e limitando le distrazioni dell'imprenditore o del management. Nell'esperienza dell'autore, difficilmente l'accettazione di incarichi senza un minimo di compenso garantito indica un impegno serio e una sufficiente competenza da parte del sedicente M&A advisor. Nelle operazioni con PMI ci si confronta di solito con imprese non completamente strutturate per presentarsi a un possibile partner: per evitare che il processo naufraghi oppure che implichi tempi insostenibili e divulgazione incontrollata di informazioni, è fondamentale un'impegnativa opera di preparazione che solo un consulente esperto e totalmente dedicato a quel progetto può fornire nota2. Relativamente al rimborso delle spese vive, solo l'otto per cento degli advisor abbona al cliente i costi sostenuti per l'esecuzione dell'incarico. Di solito, come il buon senso suggerisce, al consulente sono riconosciute le spese, soprattutto quelle di viaggio e alloggio. Talora il cliente si fa carico anche dei costi per la data room e di quelli per la stampa del materiale informativo (direttamente o sotto forma di una percentuale forfettaria sulle retainer fee).

LE ALTRE CONDIZIONI DEGLI INCARICHI DI CONSULENZA M&A

In poco più della metà dei casi la success fee è pagata nel momento in cui l'operazione si formalizza (quando cioè avviene il cosiddetto "closing") a prescindere da se e quando effettivamente l'acquirente completerà il pagamento nota3. È palese che il consulente preferisca essere ricompensato al rogito notarile che trasferisce le quote sociali o l'azienda, mentre il suo cliente



vorrebbe riconoscergli il compenso in parallelo con quando effettivamente incasserà il prezzo di vendita. Entrambi gli approcci hanno una propria logica: di solito su questo tema ci può essere un poco di flessibilità in funzione del bilanciamento delle altre clausole dell'incarico di M&A. Una possibile clausola degli incarichi di M&A riguarda la cosiddetta abortfee o breakfee: in pratica il cliente che, a fronte di un'offerta ragionevole, decide di non concludere l'operazione è tenuto a riconoscere al consulente un indennizzo predeterminato. Si tratta di una postilla non molto gradita agli imprenditori e comunque difficile da applicare nella pratica: definire quando un'offerta sia ragionevole è soggettivo, soprattutto se si considera che essa può contenere elementi qualitativi critici oltre al mero prezzo di compravendita (per esempio relativamente alle garanzie che il venditore deve prestare all'acquirente). La ricerca evidenzia che la breakfee viene inserita nel 39% degli incarichi. Probabilmente essa è presente quando il prezzo richiesto dal cliente-venditore è ambizioso rispetto a una valutazione "di mercato": l'advisor che è stato così abile o fortunato da trovare un compratore ottimista sul valore dell'azienda merita un riconoscimento da un venditore che forse non ha una reale intenzione di essere tale.

IN SINTESI

La lodevole ricerca di Divestopedia e Firmex conferma che la percentuale di success fee è più contenuta per le operazioni maggiori: si è facilmente oltre il 4% del deal value sulle operazioni inferiori a 10 milioni di dollari, per calare all'1% per i grandi

tagli. La success fee è sovente liquidata al closing a prescindere da quanto il venditore incasserà le componenti del prezzo. La quasi unanime richiesta della retainer fee, un compenso dovuto a prescindere dalla positiva conclusione della cessione, sia essa una-tantum o mensile, indica che il cliente tende a riconoscere un alto valore ai servizi di preparazione del progetto e contemporaneamente a pretendere che il consulente li fornisca in modo professionali e tempestivo. Lo stesso ragionamento si applica alle spese che sono normalmente rimborsate dal cliente, perlomeno per le trasferte. Un consulente deve investire nel progetto tutto il tempo necessario sapendo che almeno parte del suo impegno sarà comunque remunerato. La scommessa sulla success fee deve implicare un ragionevole rischio e allineamento d'interessi con il clienti, non un azzardo incosciente. In effetti i curatori della ricerca sostengono che, nella scelta di un M&A advisor debbano

prevalere la comprensione e la valutazione della qualità del consulente rispetto al mero livello dei compensi richiesti. Se l'operazione non ha successo perché il consulente non è adeguato, aver pagato poco o nulla non darà certamente soddisfazione all'imprenditore.

Da ultimo, si nota che, sorprendentemente, in Italia ingaggiare un advisor di M&A costa meno che nel resto del Mondo. Probabilmente ciò è dovuto alla configurazione dell'offerta, composta da tanti piccoli consulenti specializzati e da poche grandi banche d'affari, più che a una domanda che continua a crescere per il contemporaneo disposto della tendenza globale, dell'appetibilità di molte imprese italiane e della situazione anagrafica di molti imprenditori. Consapevoli che il servizio costa relativamente poco, forse gli imprenditori italiani saranno più attenti nel selezionare i consulenti in base alla loro esperienza e alla loro capacità di dedicarsi al singolo progetto.

NOTE

1 G. Gagliardi, *Errori da evitare in una cessione aziendale*, *Amministrazione & Finanza* n. 2/2017 (scaricabile da www.equityfactory.it), *AA.VV. Acquisizioni societarie: pricing, earnout e altre previsioni contrattuali relative al corrispettivo*, *Amministrazione & Finanza* n. 5/2014 (scaricabile da www.equityfactory.it), e G. Gagliardi, *Posso vendere la mia azienda?*, *Innovare*, 1/2016.

2 G. Gagliardi, *Il CFO e l'M&A: come gestire la tensione delle operazioni straordinarie*, *SFC - Strategia Finanza e Controllo* n 8/2016.

3 *AA.VV. Acquisizioni societarie...*, *op.cit.*



**Fare un disticofnms
mfnsd,fn sd,f sd,
fn sd,fn sd,fn
sa,fnnsa,f nsd,fs. un
ruolo significativo
nella tre giorni
bergamasca.**

