

Due diligence & Co

Vademecum minimo per comprendere le dinamiche di acquisizione e vendita delle imprese.

Siamo ubriacati da un flusso incessante di acquisizioni e fusioni aziendali. Da un lato, il modello classico dell'impresa familiare vacilla di fronte alle sfide imposte dalla globalizzazione dei mercati. Dall'altro, l'aggressività capitalistica delle private equity houses altera, e non poco, l'equilibrio e i comportamenti del settore. I piccoli industriali fanno fatica a comprendere come muoversi in questo ginepraio e soprattutto come possano cedere 'al meglio' la loro industria sul mercato dei capitali. Senza pretendere alcuna esaustività, provvedo qui di seguito ad enunciare una breve 'guida di sopravvivenza' circa le principali fasi di cessione di una azienda non quotata. Giusto per non lasciare i nostriabili imprenditori in balia dei primi 'incantatori di serpenti'.

Identificazione della società target. I vertici dell'azienda acquirente, spesso accompagnati da una merchant bank o da un financial advisor, vagliano le opportunità del mercato e ricercano l'azienda target. Una volta individuata l'opportunità, raccolgono le informazioni disponibili e valutano la fattibilità dell'operazione e l'aderenza al loro piano strategico.

Manifestazione di interesse ed inizio della negoziazione. L'azienda target viene approcciata tramite contatti diretti o mediati. Si utilizzano lettere di espressione d'interesse oppure incontri formali o informali con le controparti. Le prime negoziazioni si pongono l'obiettivo di definire la struttura, il perimetro e le modalità della transazione (ad esempio: asset deal o share deal), il possibile spread di prezzo, la tempistica e la riservatezza della trattativa, che verrà poi sancita nella lettera di confidenzialità.

Firma della lettera di intenti. Con essa le parti disciplinano l'esclusività e la confidenzialità della trattativa, manifestando per iscritto l'effettiva volontà

di realizzare la transazione secondo i principi e le regole fissate. La lettera di intenti non pone alcuna obbligazione in capo alle parti, ma non va negletta in quanto rappresenta la base di riferimento per l'esplicitazione delle aspettative dei contraenti. Da essa deriveranno la metodologia di computo del prezzo di acquisizione e le principali clausole del contratto di trasferimento azionario.

Pre-acquisition due diligence. Tale processo colma l'asimmetria informativa tra venditore e acquirente e vaglia analiticamente gli aspetti cruciali dell'azienda target, come la competitività di mercato, le risorse e competenze disponibili, la performance operativa e finanziaria, il soddisfacimento degli adempimenti normativi, l'assenza di pendenze e carichi giudiziari, ecc. Nei casi aziendali in cui l'entità delle informazioni è rilevante o si preveda un'asta tra più offerenti, si tende ad utilizzare una data room, ovvero un archivio ordinato delle informazioni aziendali rilevanti da esaminarsi da parte dei potenziali investitori. Va infine sottolineato che le risultanze della due diligence sono fondamentali per la determinazione del valore economico della azienda ceduta ('enterprise value').

Negoziazione finale e firma del contratto di compravendita. Se dalla due diligence non emergono gravi problemi si addivene al signing, ovvero alla stipula del contratto di compravendita delle azioni. Con questo documento i contraenti concordano ed esplicitano il meccanismo di determinazione del prezzo, le modalità di pagamento, le condizioni contrattuali, eventuali garanzie e indennizzi, le pattuizioni accessorie, i patti di non concorrenza, ecc.

Scambio delle azioni. All'avverarsi delle condizioni pattuite, si giunge al closing, ovvero alla consegna delle azioni mediante girata autenticata dal notaio e



Dalmazio Zolesi, consulente di direzione aziendale

al pagamento parziale o totale del prezzo pattuito. Durante il periodo interinale che intercorre tra il signing e il closing il venditore ha ancora il controllo de iure della azienda ceduta, anche se usualmente è limitato nella sua capacità di agire dalle clausole accessorie del contratto di compravendita. Queste ultime proteggono il patrimonio aziendale come determinato da un bilancio civilistico o situazione patrimoniale ad hoc che servirà come base per la determinazione dell'eventuale aggiustamento di prezzo.

Aggiustamento del prezzo. Il precedente bilancio civilistico sarà confrontato con un analogo documento redatto alla data del closing denominato completion accounts, da verificarsi dagli advisors o dai revisori. Il meccanismo di aggiustamento del prezzo è tanto più rilevante quanto maggiore è il periodo che intercorre tra il signing e il closing.

L'evoluzione di tali meccanismi è ben rappresentata dalle clausole di earn-out o di compensazione differita che legano la fissazione del prezzo finale al conseguimento di determinati risultati operativi o economici futuri. A ben vedere, dunque, acquistare o vendere aziende richiede competenze che non sempre sono alla portata delle piccole e medie imprese. Sottovalutare la complessità del processo e agire esclusivamente con le proprie forze è un errore che può costare molto caro in fase di trattativa. Farsi assistere da advisors non competenti di gestione aziendale e corporate finance, altrettanto. Per cui è buona norma non lesinare tempo e professionalità nelle transazioni d'impresa. Per non disperdere valore.