

AIFI

**Come valutare,
acquistare
e cedere un'azienda**

Guida M&A

A cura del Tavolo di Lavoro M&A

Guida M&A

Come valutare, acquistare e cedere un'azienda

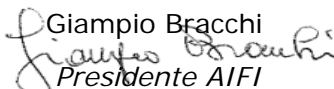
Nato su spontanea adesione di alcuni tra i principali professionisti italiani e internazionali attivi nell'ambito di operazioni di fusione e acquisizione nel nostro Paese, il "Tavolo di Lavoro M&A" è stato promosso dall'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) alla luce del crescente ruolo assunto dagli investitori istituzionali in capitale di rischio all'interno del più ampio mercato dell'M&A.

Con la consapevolezza che operazioni di questo tipo possono effettivamente contribuire allo sviluppo industriale e manageriale del sistema economico nazionale solo se gestite in modo professionale, la Guida nasce, dunque, con l'obiettivo di favorire e incoraggiare la presenza di consulenti specializzati al fianco degli imprenditori che decidono di avviare un processo di carattere straordinario per la vita della propria impresa.

Evidenziando i benefici riconducibili alla scelta di servirsi del supporto consulenziale di strutture specializzate e illustrando le modalità operative delle stesse, la Guida, e il Codice Etico ad essa allegato, rappresentano un'importante evidenza dell'interesse di garantire e assicurare la massima trasparenza circa le regole di comportamento adottate dai professionisti operanti nel settore delle fusioni e acquisizioni.

Per tali motivi, desidero ringraziare tutti i componenti del Tavolo di Lavoro M&A per il prezioso contributo offerto in fase di redazione e revisione del documento: Fabrizio Baroni (*KPMG Corporate Finance*), Marco Belletti (*Société Générale*), Giorgio Beretta (*Mazars & Guèrard*), Max Fiani (*KPMG Corporate Finance*), Duccio Maria Galletti (*Banca Akros*), Massimo Giacomino (*Cross Border*), Alessandra Gritti (*Tamburi Investment Partners*), Filippo Guicciardi (*K Finance*), Tamara Laudisio (*Deloitte Financial Advisory Services*), Massimo Magnani (*Aurea Corporate Finance*), Michele Marocchino (*Lazard*), Elio Milantoni (*Deloitte Financial Advisory Services*), Eugenio Morpurgo (*Fineurop Soditic*), Gianluca Pastorello (*Banca Akros*), Marco Perelli Rocco (*UniCredit Markets & Investment Banking*), Stefano Romiti (*Arner Corporate Finance*), Lorenzo Scaravelli (*Cross Border*), Franz Hermann Shütz (*Ernst & Young Financial-Business Advisor*), David Stempel (*Stempel & Partners*), Stefano Tanzi (*21 Investment*), Marco Tanzi Marlotti (*PricewaterhouseCoopers Corporate Finance*), Cosimo Vitola (*Arner Corporate Finance*).

Un sentito ringraziamento, inoltre, a Pierpaolo Papilj (*AIFI*) e Daniele Pilchard (*Intesa Sanpaolo*) per il tempo dedicato alla supervisione editoriale e al coordinamento dei lavori.

Giampio Bracchi

Presidente AIFI

INDICE

Premessa	3
Perché l'Advisor	4
Il processo di vendita	6
Il processo di acquisizione	20
Le fees	25
La due diligence	28
La valutazione dell'azienda	30
Codice Etico M&A	

Premessa

L'azienda è una realtà complessa, viva, in continua evoluzione e quando un imprenditore matura la decisione di aprire il capitale a nuovi investitori si apre una fase straordinaria nella sua vita.

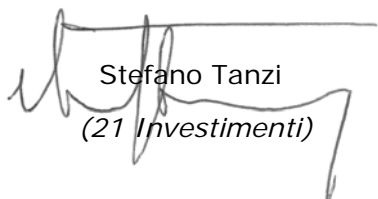
Declinare le motivazioni profonde della decisione, definire la tipologia di operazione - di minoranza o di maggioranza - coerente alle finalità perseguite, individuare le caratteristiche dei soggetti più adatti a rivestire il ruolo di investitori, definire le modalità di coinvolgimento nel progetto del management della società, individuare il momento più idoneo in cui avviare ed eseguire l'operazione, predisporre la documentazione utile e necessaria per consentire agli investitori di esaminare l'opportunità, prefigurare uno scenario di aspettative corretto circa i termini e le condizioni di mercato per l'operazione.

Insomma un processo che assorbe tempo (è raro e illusorio pensare che possa essere completato in meno di cinque/sei mesi), distrae imprenditore e azienda dall'attività ordinaria, richiede competenze ed esperienze professionali che non possono essere improvvisate a pena di metterne a rischio il positivo esito.

Venticinque anni di esperienza in operazioni di finanza straordinaria mi spingono, senza tema di smentita, a sensibilizzare l'imprenditore sulla fondamentale opportunità di farsi assistere da professionisti di propria fiducia che possano mettere a disposizione concrete esperienze in materia di finanza straordinaria.

E se da un lato i fatti indicano che operazioni di dimensione e complessità rilevante sono realizzate con il contributo insostituibile di team professionali diversificati (avvocati, commercialisti, "financial advisor", revisori contabili, ecc) che in modo coordinato mettono a disposizione le proprie esperienze, dall'altro il mercato testimonia il successo, in operazioni meno "finanziarizzate", di professionisti tradizionali.

L'obiettivo di AIFI di favorire il dialogo tra i propri associati e il mondo delle imprese, anche mettendo a disposizione questo pamphlet, passa quindi attraverso l'invito agli imprenditori a fare il miglior uso delle professionalità disponibili in materia di finanza d'impresa con la certezza che questo garantirà anche una storia di successo all'impresa.



Stefano Tanzi
(21 Investimenti)

Perché l'Advisor

a cura di Stefano Romiti (Arner Corporate Finance)

“Perché dovrei rivolgermi ad un advisor? Chi meglio di me conosce il settore in cui opero? Ha senso spendere dei soldi quando si può fare lo stesso lavoro da soli, ricorrendo se mai al proprio commercialista o avvocato di fiducia?”

In quanti, tra coloro che hanno affrontato - o pensato di affrontare - un processo di vendita (o acquisto) di un'azienda si sono posti questa domanda? Forse non moltissimi, ma certamente nemmeno pochi.

Infatti in Italia, a differenza che nei paesi anglosassoni e negli altri paesi industriali avanzati, è più facilmente riscontrabile una maggiore diffidenza da parte degli imprenditori nei confronti dei consulenti specializzati nelle operazioni di M&A, sia per ragioni legate al “fai da te” tipico delle piccole e medie imprese familiari, sia per una sottovalutazione delle implicazioni e problematiche inerenti a tali processi, sia magari (è giusto dirlo) per esperienze non proprio felici avute in passato con “intermediari” improvvisati.

Scopo di questa guida è quello di spiegare l'utilità (e l'opportunità) di avvalersi del supporto professionale di strutture specializzate nell'M&A, cioè nella gestione dei processi di acquisto/cessione d'azienda.

Ad esempio, l'imprenditore potrebbe vivere la vendita della “sua” azienda come un evento traumatico, una scelta di vita che comporta una svolta irreversibile, una decisione che coinvolge non solo aspetti economici e professionali, ma anche personali e privati. Le implicazioni di tipo emozionale si mescolano così ad aspetti più tecnici, rischiando di condizionare questi ultimi e l'esito del processo.

Inoltre il processo di acquisizione/cessione nelle sue varie fasi (dalle analisi preliminari, alla *due diligence*, fino alla negoziazione e firma del contratto) può protrarsi per diversi mesi, subire improvvisi rallentamenti e brusche riaccelerazioni, assorbendo molte risorse in termini di concentrazione mentale e tempo dedicato, rischiando di distrarre l'imprenditore ed i suoi manager dalle normali attività aziendali, con conseguenze negative per l'azienda stessa. Lo “stress da negoziazione” potrebbe far decidere l'imprenditore di interrompere il processo senza alcun razionale motivo, e ciò potrebbe rappresentare una perdita di opportunità che non è detto si ripresenti in futuro.

Ancora, sono necessarie competenze specifiche, altamente specialistiche e professionali, sia in tema di tecniche di analisi e valutazione di azienda, sia per gli aspetti negoziali e contrattuali, nonché capacità di relazione e disponibilità di un *network* di contatti a livello nazionale ed internazionale al fine di massimizzare le opportunità di individuazione di possibili controparti interessate all'operazione.

L'intero processo va condotto svolgendo un affiatato gioco di squadra nel quale, oltre all'advisor, sono coinvolte professionalità e competenze diverse, dal fiscalista al legale, agli specialisti della *due diligence*, ecc. L'advisor deve quindi saper svolgere anche il ruolo di abile regista, coordinando tutte le risorse in campo.

Ma queste sono comunque considerazioni che possono convincere qualcuno e lasciare perplesso qualcun altro. La certezza è che un processo così delicato non si può improvvisare, ma va affrontato con il supporto di un advisor specializzato, una struttura qualificata che disponga dei necessari strumenti e competenze, in grado di mettere a disposizione contatti, know-how ed esperienze (il cosiddetto *track record*) per studiare e implementare con razionalità - come in una partita a scacchi - le più efficaci strategie negoziali al fine di massimizzare le probabilità di successo, al prezzo e alle condizioni più convenienti per il cliente.

Il processo di vendita

a cura di Filippo Guicciardi (K Finance)

Il processo di cessione d'azienda è un cammino lungo ed impegnativo, che coinvolge numerose parti e che rappresenta un costo anche a livello di tempo impiegato dalla parte venditrice per concludere la trattativa, senza contare gli aspetti psicologici e motivazionali, particolarmente significativi nel caso di aziende familiari.

Uno dei primi aspetti da valutare nel momento in cui si decide di cedere un'azienda risiede nelle motivazioni sottostanti la cessione, che, come verrà spiegato in seguito, rivestono un ruolo molto importante sia nella determinazione del prezzo di vendita sia soprattutto nella scelta del tipo di procedimento di vendita da adottare.

In particolare, se ci riferiamo ad imprese private di piccole e medie dimensioni, tenderemo ad identificare il centro decisionale dell'impresa nel socio-imprenditore, impegnato non solo a livello economico in quanto investitore nel capitale di rischio della società, ma anche a livello gestionale. In questo caso, a motivazioni di vendita più strettamente economiche e strategiche, si affiancano aspetti psicologici ed emotivi che possono rivestire grande rilevanza nel processo.

È dunque opportuno sottolineare, a titolo di esempio, alcune delle più comuni motivazioni che possono portare a cedere un'azienda:

- ragioni strategiche, per lo più rilevanti nei casi di cessione di rami d'azienda o di società controllate da grandi gruppi (consapevolezza della difficoltà di affrontare la concorrenza, dismissione di aree d'affari marginali o di scarso interesse per il *core business*, possibilità di creare alleanze cedendo parte del capitale della propria azienda);
- ragioni economiche e finanziarie (esigenza di denaro da parte della proprietà o incapacità di ricapitalizzare la società in caso di necessità o in caso di un progetto d'espansione, convenienza di un'offerta d'acquisto, opportunità di monetizzare l'investimento a condizioni vantaggiose);
- ragioni personali (mancanza di eredi diretti, mancanza di idoneità o volontà da parte degli eredi di continuare l'attività di famiglia);
- situazioni di conflitto tra i soci, contrasti e divergenze sulla gestione della società (situazioni non infrequenti nelle aziende familiari di seconda o terza generazione).

Un altro elemento caratterizzante un'operazione di cessione risiede nella necessità di mantenere la maggior riservatezza possibile in ogni fase del processo fino alla conclusione delle trattative. La riservatezza è richiesta non solo nei confronti del mercato e dei concorrenti, ma anche nei confronti della forza lavoro interna all'azienda. A tal proposito è molto importante avvalersi dell'assistenza di un advisor in grado di avvicinare i potenziali acquirenti senza che la società si esponga in maniera palese e senza destare nei dipendenti la percezione del procedimento in atto.

Altro aspetto da considerare è quello dei tempi di svolgimento dell'operazione. Infatti dal momento in cui matura l'idea della cessione al momento terminale in cui l'operazione si conclude con la firma del contratto possono passare molti mesi e

succedersi molti cambiamenti e imprevisti, sia interni che esterni all'impresa, in grado di modificare in maniera significativa struttura e condizioni del progetto iniziale, o addirittura comprometterne la fattibilità. Per rispondere a queste incertezze è necessario pianificare ogni fase e darsi una scadenza entro la quale è preferibile che il processo si concluda.

L'allungamento dei tempi comporta infatti una serie di rischi e problematiche, quali:

- crescenti difficoltà nel garantire la riservatezza, essendo la velocità il rimedio più efficace contro la "fuga di notizie" (se il processo si trascina per troppo tempo è inevitabile che prima o poi se ne inizi a parlare a ogni livello);
- distrarre l'attenzione dalla routine quotidiana, con conseguente minore efficacia ed efficienza nell'operatività aziendale;
- sottoporre ad uno stress ulteriore le persone coinvolte nel processo;
- disincentivare i professionisti e consulenti coinvolti a vario titolo nel processo, che vedono allontanarsi il momento conclusivo in cui, con la firma del contratto, si concretizza il lavoro svolto.

Ogni operazione è connotata da proprie specificità, quindi non è facile trovare standard di riferimento validi a livello generale. Tuttavia i tempi ritenuti normali per l'intero processo, dalle analisi preliminari al *closing*, dovrebbero rientrare in un periodo massimo non superiore ai nove/dodici mesi. Difficile è invece scendere sotto i sei mesi. Anche in questo caso l'intervento di consulenti o di operatori finanziari specializzati, soprattutto nella fase di trattativa, assume un ruolo determinante. Essi infatti coordinano il processo in modo da imporre i ritmi e i tempi adeguati ad ogni tipo di operazione, garantendo così l'efficienza del processo.

Tenendo sempre presente quanto detto sopra, ci si può ora addentrare nella descrizione delle diverse strutture applicabili. Vi sono prevalentemente tre metodologie comunemente adottate a seconda delle esigenze:

- la vendita privata;
- l'asta competitiva;
- la così detta asta informale.

Analizzeremo in primis gli elementi del processo comuni a tutte e tre le tipologie, ovvero la definizione della strategia di vendita, la preparazione dell'*information memorandum*, la firma della lettera di intenti e la stipula di un contratto di compravendita, in seguito entreremo nello specifico delle fasi e delle caratteristiche che le differenziano.

La strategia di vendita

Nel momento in cui si decide di vendere una società o un ramo di essa è fondamentale definire un'adeguata strategia di vendita al fine di individuare le tipologie di compratori da contattare, le modalità di approccio e di gestione successiva dei rapporti. In questa fase occorre anche definire e condividere la valutazione della società e conseguentemente la richiesta di prezzo. Per prima cosa è necessario trovare una

controparte. Questa fase richiede innanzitutto di stabilire i criteri di selezione dei potenziali acquirenti in base al grado di coerenza strategica con la *target*, alla compatibilità organizzativa e alle possibilità finanziarie ipotizzate. In una prima fase di ricerca è opportuno individuare un numero sufficientemente ampio di candidati, a causa dell'elevato tasso di mortalità che la selezione comporta nei momenti successivi. Di norma occorre anche evitare di compilare liste troppo lunghe per evitare di perdere tempo ed energie gestendo troppi contatti. Con un eccessivo numero di potenziali compratori cresce ovviamente anche il rischio che venga violata la riservatezza.

Il vantaggio di utilizzare advisor specializzati risiede nel fatto che questi dispongono di qualificati database e hanno la possibilità di muoversi con maggiore autonomia sfruttando il loro *network* di conoscenze nonché permettono di mantenere la dovuta riservatezza al momento del primo contatto.

Per quanto riguarda i criteri di selezione dei possibili acquirenti, questi possono essere suddivisi in due macrocategorie:

- l'**acquirente industriale**, è di norma una società che opera nello stesso settore della società cedente o come concorrente diretto, svolgendo quindi la stessa attività della *target*, o in segmenti complementari. In entrambi i casi l'acquisizione risulta strategica per il compratore in quanto può guadagnare ulteriori quote di mercato, oppure integrare verticalmente o orizzontalmente il proprio processo produttivo. Conseguenza di ciò è che, date le sinergie industriali che si creano con tale acquisizione, è ragionevole pensare che il prezzo che sarà disposto a pagare questa tipologia di acquirente sarà maggiore rispetto a quello offerto dal "mercato" finanziario (anche se negli ultimi anni tale "gap" di prezzo è andato via via riducendosi a causa del proliferare di nuovi investitori finanziari, in particolare fondi di private equity alla ricerca di buone aziende in cui investire l'ingente liquidità a disposizione). Nonostante la rilevanza di questo vantaggio economico, non sempre questa soluzione è la più indicata, in quanto molto invasiva. Infatti, se gli azionisti della società cedente hanno in qualche modo intenzione di continuare a partecipare all'attività aziendale, dovranno sottostare alle regole di *governance* imposte dalla nuova gestione che intenderà omogeneizzare le strategie e le procedure della società appena acquisita con quelle della società madre. Ancora, nel caso in cui si scelga un compratore industriale, è necessario valutare se cercare un compratore esclusivamente italiano o rivolgersi anche al mercato estero che, se da un lato può ampliare la lista dei potenziali acquirenti, dall'altro richiede un maggiore sforzo sia in termini economici sia di processo;
- l'**acquirente finanziario**, al contrario, è di norma un'istituzione quale un fondo di private equity o venture capital, intenzionato ad entrare nel capitale di una società allo scopo di trarre un rendimento dal capitale investito al momento del disinvestimento, che generalmente avviene dopo tre/cinque anni. Un partner di tipo finanziario è indicato nei casi in cui siano stati studiati progetti di sviluppo aziendale che richiedono un apporto di capitale dall'esterno (*expansion capital*), nei casi in cui la proprietà desideri rimanere in azienda con ampio ruolo operativo anche dopo la cessione (*leverage buy out*), oppure quando l'azienda passa ai manager operativi (*management buy out*) o a nuovi manager individuati dal fondo (*management buy in*). Questo perché di norma i rappresentanti dell'istituzione

finanziaria acquirente tendono ad intervenire soltanto nell'attività straordinaria della società, lasciando invece ampia libertà d'azione all'imprenditore o ai manager nell'attività ordinaria. Va sottolineato però che nel caso di un acquirente finanziario, essendo l'acquisizione di partecipazioni in società l'attività principale dello stesso, l'operazione sarà connotata da una relativa rigidità nella strutturazione della stessa. Più precisamente, la società di gestione di un fondo di private equity sarà vincolata al rispetto di determinate procedure pattuite con gli investitori che hanno sottoscritto il fondo stesso, a cui il venditore sarà obbligato a sottostare, quali ad esempio il ricorso all'indebitamento bancario per finanziare l'acquisizione¹, le regole riguardanti la *governance* e i patti parasociali, l'alienazione delle partecipazioni, aspetto che verrà trattato con maggior dettaglio in seguito.

Una volta selezionati i potenziali acquirenti, il più comune mezzo di contatto è la così detta *approach letter*, con cui si vuole comunicare l'opportunità di acquisizione di una società in un dato settore con il fine di ottenere un primo *feed-back* da parte dei possibili compratori selezionati.

A coloro che rispondono positivamente alla lettera viene di norma inviato un breve profilo anonimo della *target (blind profile)* contenente informazioni sintetiche sul settore di riferimento, sull'attività svolta e sui principali dati finanziari.

In questo caso da una rosa allargata si perviene a una lista selezionata dei nominativi che hanno manifestato interesse, con cui i contatti si intensificano e con cui diventa necessario un chiarimento formale, gestito normalmente tramite un accordo di riservatezza (*confidentiality agreement*), che ha la funzione di esplicitare lo stato di avanzamento della trattativa, di dare un primo inquadramento formale all'operazione senza entrare nei dettagli operativi, ma soprattutto di superare i problemi legati alla riservatezza per l'ottenimento di ulteriori informazioni.

Più precisamente, il compratore si impegna a utilizzare le informazioni ricevute esclusivamente allo scopo di poter valutare la società in relazione alla transazione proposta. È previsto che il compratore possa rivelare tali informazioni ai propri dirigenti, dipendenti o consulenti esterni coinvolti nel processo valutativo, ai quali a loro volta si estende l'obbligo di trattamento confidenziale delle informazioni.

L'information memorandum

Le informazioni più esaurienti e specifiche, nonché i dati anagrafici della società cedente, sono normalmente comunicati tramite l'*information memorandum*, atto a fornire un ritratto della società, del suo posizionamento di mercato, della sua situazione economica e delle sue potenzialità di sviluppo. Più in dettaglio, questo documento conterrà diverse sezioni riguardanti:

- profilo della società;
- cenni storici e strategie;

¹ Bisogna precisare che affinché questa condizione venga soddisfatta è necessario che la società cedente generi flussi di cassa sufficienti per sostenere e rimborsare il debito bancario, di conseguenza si tratta nella maggior parte dei casi di società con un buon livello di redditività.

- dettagli dei principali “dati sensibili” aggregati in modo diverso (ad esempio vendite per paese o per canale, ABC clienti e fornitori, ecc);
- prodotti, distribuzione e marketing;
- organizzazione e risorse umane;
- impianti e logistica;
- dati finanziari (comprendenti sia dati storici sia, ove possibile, un piano triennale).

La lettera di intenti

Quale che sia la strutturazione dell’operazione prescelta, la trattativa passa sempre attraverso un momento di grande rilevanza: la firma della lettera di intenti, attraverso cui le parti si prefiggono di fissare per iscritto i termini generali dell’operazione impegnandosi a rispettarli.

Questo documento è definito dalla giurisprudenza come un negozio giuridico “atipico”, in quanto si tratta di un contratto non specificatamente disciplinato. Esso si può, infatti, definire a tutti gli effetti un documento precontrattuale che di norma non vincola legalmente le parti tranne per quanto riguarda i seguenti tre aspetti:

- l’obbligo di trattamento confidenziale dei dati della *target*, per altro già sancito con la firma dell’accordo di riservatezza;
- l’obbligo di esclusiva, ovvero l’obbligo del venditore di non procedere ad altre trattative per un periodo di tempo definito nella lettera stessa;
- eventuali clausole di *standstill*, ovvero l’obbligo del venditore a non svolgere operazioni che rientrino nell’attività straordinaria dell’azienda.

La lettera di intenti non è in genere molto dettagliata, rappresentando una guida dei punti principali della negoziazione che saranno perfezionati con il contratto di compravendita. Essa dunque include:

- le parti contraenti;
- l’oggetto della transazione;
- il metodo di valutazione utilizzato per determinare il prezzo d’acquisto;
- il prezzo d’acquisto (usualmente vincolato all’esito della *due diligence*);
- le modalità di pagamento;
- eventuali ulteriori modalità di compenso;
- cenni alle condizioni essenziali perché la transazione possa avere luogo, tra cui il rilascio di garanzie sullo stato dell’azienda da parte del venditore, nonché la determinazione della *governance* post-acquisizione.

Con riguardo alla dimensione temporale, questo documento determina di norma il tempo disponibile al compratore per effettuare la *due diligence*, ovvero, l’indagine effettuata sull’azienda cedente a livello economico, legale, fiscale e, talvolta, di mercato.

Il contratto di compravendita

Perché la transazione sia considerata valida, il processo di cessione e acquisizione può realizzarsi solo con il perfezionamento di un contratto di compravendita dell'azienda (articolo 2556 c.c.). Il contratto può avere per oggetto l'intera azienda oppure un singolo ramo di essa costituito da determinati elementi patrimoniali attivi e passivi legati da pertinenza e specifica combinazione produttiva. Dal 1993, al fine di contrastare fenomeni di criminalità, le norme che regolano questo contratto sono state sensibilmente modificate e prevedono che il contratto di trasferimento sia redatto in forma scritta, sia depositato in forma di atto pubblico o scrittura privata autenticata per l'iscrizione al registro delle imprese e vi sia un atto notarile che comunichi le generalità dei contraenti, il prezzo pattuito ed i dati identificativi dell'azienda.

Mentre la lettera di intenti segna il percorso del processo negoziale, il contratto di compravendita costituisce il documento legale che ne incorpora le risultanze; è quindi necessario individuare tutti gli aspetti formali e i dettagli obbligatori per trasferire la proprietà al nuovo soggetto economico.

Normalmente la redazione del contratto avviene al termine della *due diligence* e quindi il livello di conoscenza dell'azienda da parte del compratore è molto più approfondito rispetto al momento della redazione della lettera di intenti. Non esiste un contratto standard, in quanto ogni operazione presenta caratteristiche peculiari, tuttavia nella maggioranza dei casi il contratto definisce:

- i dati anagrafici dei contraenti;
- la struttura dell'operazione;
- il meccanismo contrattuale relativo al prezzo (condizioni, tempi, enti paganti e riceventi, meccanismi di *earn out*) e modalità di pagamento;
- gli elementi patrimoniali attivi e passivi trasferiti;
- l'obbligo del venditore a non apportare modifiche sostanziali alla realtà in cessione prima della chiusura dell'operazione;
- l'obbligo di non concorrenza da parte del venditore, tutelato dall'articolo 2557 del Codice Civile, che prevede che per cinque anni dal trasferimento non si possa intraprendere una nuova impresa che possa sviare la clientela dall'azienda ceduta. Le parti possono escludere, limitare o rafforzare questo obbligo, ma sempre con un limite di durata non superiore ai cinque anni;
- le condizioni sospensive e risolutive del contratto;
- eventuali opzioni di acquisto/vendita (*put&call*);
- l'esplicitazione formale delle garanzie, richiamate in modo analitico e supportate da allegati che chiariscano tecnicamente le regole di funzionamento delle stesse;
- le pattuizioni accessorie, quali l'obbligo di mantenere una collaborazione pluriennale ed i patti parasociali.

A tal proposito si ritiene opportuno soffermarsi sugli ultimi due dei punti sopra indicati, in quanto rappresentano i fattori di maggiore criticità nella negoziazione di un'operazione di compravendita. Paradossalmente il prezzo, che potrebbe sembrare

l'elemento negoziale più rilevante dell'intera operazione, nella maggior parte dei casi viene negoziato in breve tempo e definito sin dalle prime fasi del processo, mentre sono gli aspetti di regolamentazione delle garanzie e della *governance* post-acquisizione che possono mettere in serio pericolo la prosecuzione della trattativa ormai in stato avanzato. Ciò si verifica specialmente nei casi di cessione di aziende familiari di piccole e medie dimensioni, i cui soci-imprenditori faticano a comprendere ed accettare determinate pattuizioni.

Le garanzie

Nonostante il contratto di compravendita venga redatto dopo lo svolgimento delle *due diligence*, occorre comunque tutelare il compratore dal rischio di perdite economiche derivanti da fatti chiaramente imputabili alla gestione precedente e avvenuti prima del *closing*. Sia ben inteso che questo rischio non si identifica assolutamente con il rischio di impresa, di cui il compratore si fa consapevolmente carico, ma si identifica con il rischio scaturente da un'eventuale discrepanza tra la realtà presentata dal venditore al momento della firma del contratto e quella trovata in concreto dall'acquirente.

La responsabilità contrattuale del venditore viene così individuata come obbligo di indennizzo del compratore per le passività pregresse, ovvero le sopravvenienze passive che si dovessero verificare, rispetto alla situazione patrimoniale di riferimento (usualmente allegata al contratto), per fatti riferibili alla gestione precedente il trasferimento. Le aree di maggior rischio concernono sopravvenienze di natura:

- fiscale;
- patrimoniale (insussistenza di crediti o magazzino);
- previdenziale;
- giuslavoristica;
- ecologico-ambientale;
- di responsabilità civile legata al prodotto.

Tutto ciò deve essere ovviamente assistito da idonee garanzie, generalmente costituite da una parte o dall'intero del prezzo pagato. La garanzia che tutela maggiormente il compratore è quella "reale" quale ad esempio la sottoscrizione da parte del venditore di una fideiussione bancaria a prima richiesta.

Talora, nel caso in cui il contratto preveda una dilazione del prezzo, la dilazione stessa può essere usata come garanzia (*escrow account*): se si verifica una sopravvenienza passiva il compratore può trattenere del tutto o in parte la parte di prezzo non ancora corrisposta. L'*escrow account* altro non è che un deposito vincolato di durata pluriennale costituito dal venditore ed affidato in custodia a terzi fino al verificarsi di specifiche condizioni prestabilite.

Nel caso di pagamento dilazionato anche il venditore generalmente esige una fideiussione a garanzia del corrispettivo ancora da ricevere. Di solito la garanzia "reale" rappresenta una piccola parte del prezzo, qualora il compratore voglia tutelarsi maggiormente si ricorre in aggiunta anche a una garanzia "contrattuale" (cioè sancita

nel contratto, ma senza alcuna garanzia reale sottostante quale la fideiussione) pari a una frazione maggiore del prezzo.

Comunemente nel caso di società di piccole medie dimensioni a carattere familiare e non abituate alla gestione di un'operazione di finanza straordinaria, l'imprenditore cedente fatica ad accettare le clausole di garanzia in quanto ritenute eccessivamente onerose o in quanto il rilascio di una fideiussione viene considerato eccessivamente vincolante². Ancora una volta, per ovviare a questi problemi, è molto utile rivolgersi a consulenti legali e finanziari specializzati, in grado di far comprendere all'imprenditore tre concetti fondamentali:

- è indiscutibilmente ed assolutamente necessario rilasciare delle garanzie;
- la maggior parte delle volte è consigliabile una forma di garanzia limitata nel tempo e nell'ammontare, seppure sotto forma di fideiussione o *escrow account*;
- è improbabile che l'imprenditore non sia a conoscenza dell'esistenza di passività pregresse tali da causare il rischio di escussione della garanzia da parte del compratore.

I patti parasociali

Il problema della regolamentazione della *governance* post-acquisizione si pone nel caso in cui il socio cedente mantenga un attivo ruolo operativo all'interno dell'azienda in seguito alla vendita, o per volontà personale o perché così richiesto dall'acquirente, specialmente nel caso in cui si tratti di un'istituzione finanziaria.

A tal fine, contestualmente alla stipula del contratto di compravendita, vengono negoziati i patti parasociali, ovvero quegli accordi che hanno lo scopo di regolamentare il comportamento dei soci e di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società (art. 2341 *bis* c.c.), attraverso convenzioni pattuite, con cui le parti si assumono impegni reciproci in ordine all'esercizio dei diritti connessi alla partecipazione sociale da ciascuno posseduta. Hanno efficacia soltanto tra le parti che li hanno sottoscritti, escludendo quindi eventuali successivi acquirenti o sottoscrittori di azioni di nuova emissione.

Le convenzioni contenute in un patto parasociale sono di norma le seguenti:

- convenzioni di voto (regolano l'esercizio del diritto di voto in assemblea);
- convenzioni di blocco (regolano il divieto di alienazione di partecipazioni con obbligo, in caso contrario, di offrire le azioni in prelazione agli altri aderenti al patto in proporzione alle azioni da ciascuno di esse possedute);
- convenzioni di controllo (regolano l'esercizio di un'influenza dominante sulla società).

Inoltre il patto generalmente contiene indicazioni relative agli organi sociali, alle cariche sociali, agli impegni di collaborazione e di non concorrenza.

² A riprova di ciò vi sono stati casi in cui ad una fideiussione bancaria, comunque limitata nell'ammontare e nel tempo, i venditori hanno preferito sottoscrivere contratti che prevedessero una garanzia contrattuale illimitata nell'ammontare e nel tempo.

Nel caso delle operazioni con fondi di private equity, ma anche in altri casi di ingresso di soci di maggioranza nell'assetto proprietario di una società a ristretta compagine azionaria, è comunemente prevista una sezione volta a regolare l'assetto societario al momento del disinvestimento della partecipazione da parte di uno dei soci. Più in dettaglio, la sezione in questione riguarda la regolamentazione del diritto di co-vendita (*tag along right*) e del diritto di trascinarsi (*drag along right*).

Il diritto di co-vendita tutela i soci di minoranza e obbliga il socio di maggioranza, che intenda vendere ad un terzo la propria partecipazione, a procurare la vendita delle quote partecipative del socio di minoranza, che il terzo acquirente si obbliga ad acquistare alle medesime condizioni. Il diritto di trascinarsi invece tutela i soci di maggioranza e prevede che il socio venditore abbia diritto di vendere, insieme alla propria partecipazione, anche le azioni del socio di minoranza il quale ha comunque diritto alle medesime condizioni contrattuali ed al medesimo prezzo *pro quota* del socio venditore. Questa clausola è solitamente intesa ad aumentare il valore della partecipazione sociale venduta, consentendo al titolare del diritto di *drag along* di ottenere migliori condizioni nella negoziazione, considerata la possibilità per l'acquirente di acquistare il 100% del capitale.

Nel caso più specifico di operazioni con fondi di private equity che entrano con una quota di maggioranza nel capitale della società, ma richiedono all'imprenditore-socio di minoranza di partecipare in prima persona alla gestione dell'attività, è molto importante inoltre definire in modo chiaro ed esaustivo le competenze, i diritti ed i doveri di ciascun socio. Infatti è necessario porre delle clausole che lascino all'imprenditore la possibilità di svolgere liberamente la propria attività, quantomeno nell'ambito della gestione ordinaria.

La negoziazione dei patti parasociali è a volte più lunga e difficile di quella del contratto di compravendita, in quanto si propone di regolare quanto più possibile gli anni successivi all'acquisizione e, come spesso si dice, "è meglio discutere prima piuttosto che litigare dopo". D'altronde le statistiche sottolineano il rischio che operazioni di M&A vadano in crisi poco dopo il *closing* proprio perché non sono stati definiti con sufficiente chiarezza in sede di negoziazione gli obiettivi da raggiungere e i ruoli e le responsabilità delle persone chiave.

Nel caso di acquirenti industriali è inoltre necessario che siano chiari a tutti fin dall'inizio i processi e le modalità di integrazione tra l'azienda acquisita e l'azienda acquirente, soprattutto se in seguito all'integrazione vengono apportate modifiche significative agli organigrammi aziendali.

La strutturazione del processo di vendita

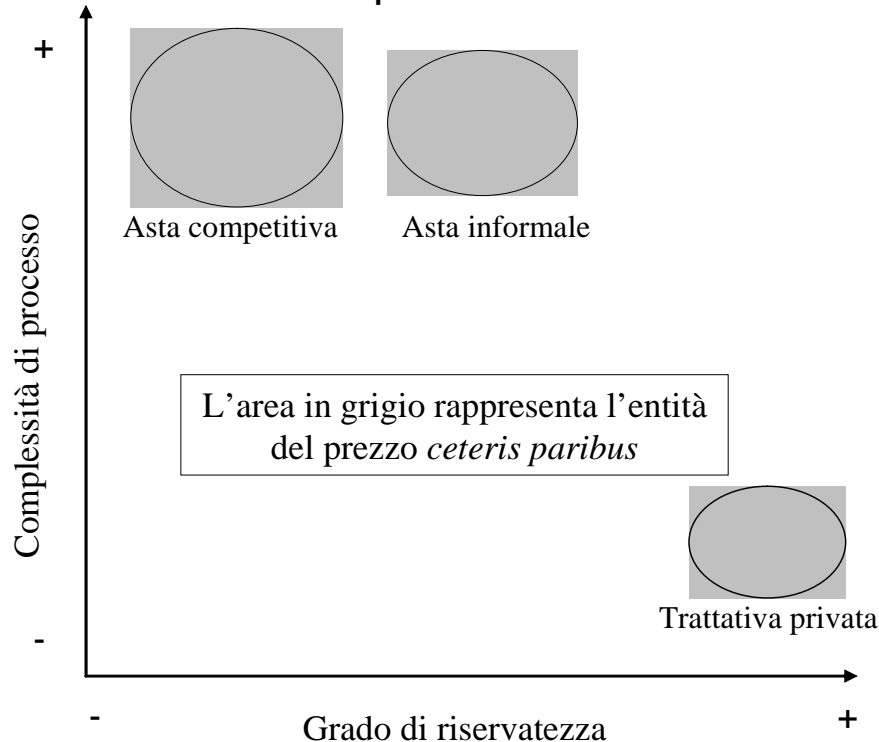
Si procederà ora all'analisi delle diverse strutture applicabili in un processo di vendita, evidenziando per ciascuna le procedure, le tempistiche, i vantaggi e gli svantaggi.

Nel Grafico 1 sono state posizionate le tre strutture in esame (la trattativa privata, l'asta competitiva, l'asta informale) sulla base delle variabili più rilevanti:

- la complessità del processo;
- il grado di riservatezza;

- il livello di massimizzazione del prezzo.

Grafico 1 – Possibili strutture del processo di vendita



La trattativa privata

Il venditore rilascia all'advisor un mandato di vendita per la cessione dell'impresa secondo un processo che si articola nelle seguenti fasi:

1. ricerca e selezione, concordata con il venditore, del potenziale acquirente;
2. primo contatto ed invio del profilo anonimo (*blind profile*) al fine di sondare se ci sia un interesse per l'opportunità di investimento proposta;
3. in caso di interesse, firma dell'accordo di riservatezza, *disclosure* del nome dell'azienda e consegna dell'*information memorandum*;
4. trascorso il tempo necessario al potenziale acquirente per prendere visione del documento informativo, in caso di interesse a procedere, viene discussa e firmata la lettera di intenti;
5. pianificazione e svolgimento della *due diligence* (che di norma copre un arco temporale di circa 30/45 giorni);
6. negoziazione e firma del contratto di compravendita;
7. *closing*, ovvero il momento in cui viene perfezionato il passaggio di proprietà con la girata delle azioni o quote sociali.

Il processo qui descritto costituisce quello maggiormente seguito nelle transazioni europee che coinvolgono imprese indipendenti di piccole o medie dimensioni.

Normalmente la tempistica media dalle prime fasi al *closing* copre un arco temporale non inferiore ai 6/9 mesi.

Questo procedimento è particolarmente indicato nel caso di *deal* tra operatori industriali, specialmente nel caso in cui il venditore abbia bene in mente sin dal principio chi possa rappresentare la controparte più idonea per motivi per lo più strategici o di reciproca conoscenza e stima.

Un primo vantaggio risiede in un notevole risparmio di tempo, in quanto, nell'ipotesi in cui tutte le fasi vadano a buon fine, è la struttura di vendita più rapida e che richiede una minore documentazione informativa (se le parti già si conoscono si può fare a meno dell'*information memorandum*); da ciò consegue l'ulteriore beneficio di minimizzare interruzioni o quanto meno eventuali distrazioni dall'attività operativa dell'azienda. Un altro importante vantaggio è rappresentato dalla possibilità di mantenere assoluta riservatezza, in quanto una sola controparte (o un numero estremamente ristretto di controparti) è in possesso delle informazioni relative alla società in vendita ed è quindi molto più facile, anche per l'advisor, tenere il processo sotto controllo. Infine una trattativa privata consente un certo grado di flessibilità nei comportamenti e nelle fasi del processo che non sono tenute a seguire uno schema rigoroso e preconfigurato.

Per contro, il limite di una trattativa con una sola controparte è rappresentato dalla mancanza di un confronto tra più offerte alternative, dallo scarso potere contrattuale nella negoziazione del prezzo e delle condizioni accessorie.

L'asta competitiva

Il meccanismo dell'asta competitiva si differenzia dal caso precedente per il grado di elevata formalità insito nella procedura stessa. Vi sono infatti una serie di rigide procedure che devono sempre essere rispettate per garantire l'assoluta trasparenza del processo e l'equità di trattamento di tutti coloro che vogliono parteciparvi. L'asta competitiva può assumere diverse configurazioni che dipendono dalla possibilità o meno di rilancio sulle offerte che provengono da altri concorrenti. Tuttavia in linea generale il procedimento è articolato nelle seguenti fasi:

1. annuncio;
2. a coloro che rispondono positivamente viene inviato l'accordo di riservatezza ed una *procedure letter*, in cui vengono spiegate nel dettaglio le varie fasi del procedimento d'asta;
3. consegna dell'*information memorandum*. Nel momento della firma dell'accordo di riservatezza e di una prima manifestazione di interesse da parte dei potenziali acquirenti può essere consegnato il documento informativo relativo alla società *target*. È molto importante che il prospetto venga redatto con estrema cautela, dal momento che in questa fase si avvicina all'operazione un numero molto elevato di candidati, il cui effettivo interesse resta da verificare. Pur dovendo contenere dati sufficienti per esprimere un giudizio ed una prima valutazione dell'impresa in esame, il suo contenuto non dovrà pertanto essere troppo dettagliato;

4. offerta preliminare o *non-binding offer* da parte dei potenziali acquirenti. A questo stadio del processo un certo numero dei partecipanti potrebbe rinunciare all'opportunità e decidere di non proporre nessuna offerta o perché non soddisfatti delle informazioni ottenute o perché l'intento era soltanto quello di carpire informazioni in via gratuita su un concorrente o sul settore;
5. rilascio di ulteriori informazioni. L'advisor incaricato di gestire il processo d'asta a questo punto procede a svelare progressivamente informazioni ad un gruppo sempre più ristretto di offerenti, finché gli stessi non si riducono a 4 o 5 potenziali compratori (*short list*) che hanno manifestato offerte soddisfacenti in termini di prezzo e determinanti contrattuali;
6. management meeting: Per ciascuno degli offerenti selezionati viene organizzato un *management meeting* ed una visita dell'azienda, necessaria per compiere gli accertamenti del caso e per determinare l'interesse e la soglia entro cui valga la pena rilanciare;
7. offerta vincolante o *binding offer* da parte dei potenziali acquirenti (è da sottolineare il fatto che agli acquirenti non è noto il prezzo offerto dagli altri partecipanti);
8. scelta della controparte con cui procedere nella trattativa in esclusiva. La scelta finale effettuata dal venditore non è determinata solo dal prezzo, bensì da tutto il pacchetto di offerta, compreso l'aspetto personale di gradimento degli offerenti (eventuali meccanismi di rilancio possono essere previsti a questo stadio del processo);
9. lettera di intenti;
10. *due diligence*. Generalmente durante il processo di verifica viene costituita una *data room*, ovvero uno spazio ad accesso regolamentato dove è possibile reperire i principali documenti sull'azienda o sull'attività sottoposta a *due diligence*. È normalmente gestita da un responsabile incaricato di garantirne la sicurezza ed è aperta a più soggetti, quali gli offerenti, i loro advisor ed il team addetto alle verifiche. Il luogo della *data room* può essere sia fisico sia virtuale, ovvero un sito internet ad accesso limitato all'interno del quale vengono caricati i dati da consultare;
11. negoziazione e firma del contratto di compravendita;
12. *closing*.

Il vantaggio più rilevante della procedura di vendita in esame, rispetto alla trattativa privata, è quello di assicurare al venditore un ventaglio di offerte in competizione tra loro che generalmente si traduce nella massimizzazione del prezzo a vantaggio del venditore. Un ulteriore vantaggio risiede nel fatto che, date delle regole di processo così rigorose, è meno frequente che la trattativa si areni su singoli punti negoziali non sostanziali, che vengono superati grazie alla spinta concorrenziale.

Al contrario, gli svantaggi di tale procedimento sono per lo più legati alla pubblicità insita nel procedimento, sia per quanto riguarda il fatto di fornire dati sempre più delicati ad un numero rilevante di soggetti, sia per quanto riguarda la tensione creata

all'interno della forza lavoro della società e talvolta anche di fornitori e clienti. Tale meccanismo infatti è generalmente sconsigliato nel caso di aziende familiari di piccole e medie dimensioni, o di aziende con risultati poco brillanti o operanti in settori poco interessanti, dal momento che difficilmente possono attrarre un numero di offerte sufficiente a giustificare la laboriosità del processo.

È consigliato invece nei casi in cui il socio venditore abbia come unico fine quello di massimizzare il prezzo, non abbia interesse nella partecipazione all'operatività dell'azienda successivamente alla vendita ed il management dell'azienda sia molto professionale e strutturato (è infatti la procedura di vendita consuetamente utilizzata quando il venditore è un fondo di private equity).

L'asta informale

Questo procedimento è idoneo in molti casi di cessione aziendale in quanto tende a conciliare i vantaggi della trattativa privata con quelli dell'asta competitiva, minimizzando i punti di debolezza di entrambi.

Le fasi del processo sono praticamente le stesse di quelle dell'asta competitiva, se non per due aspetti procedurali che differenziano le due strutture. Il primo riguarda il numero di potenziali acquirenti invitati a partecipare all'asta. Nel caso dell'asta informale sin dalla fase preliminare viene fatta una selezione a tavolino di una rosa, meno allargata, di potenziali acquirenti mirati. Il secondo riguarda il fatto che ai potenziali acquirenti interessati venga data la possibilità, prima di consegnare l'offerta *non-binding*, di partecipare ad un *management meeting*, che di norma si svolge presso la sede dell'advisor incaricato di gestire il processo di vendita e prevede la presenza di un rappresentante della società acquirente ed un rappresentante operativo dell'azienda cedente.

A livello di tempistica, generalmente questo procedimento si svolge in un arco temporale di circa cinque o sei mesi dal primo contatto con i potenziali acquirenti al momento del *closing*.

I vantaggi derivanti da questa procedura sono i seguenti:

- maggiore riservatezza rispetto all'asta competitiva. In questo caso, infatti, essendo solo pochi e selezionati compratori invitati a partecipare è più facile che le informazioni riguardanti la società, nonché la notizia della possibile vendita della stessa, rimangano riservate;
- possibilità di ottenere un prezzo più elevato rispetto alla trattativa privata (così come in un'asta competitiva anche in questo caso i compratori sono messi in competizione tra loro);
- possibilità di monitoraggio della trattativa. L'asta informale consente di monitorare e correggere le offerte nel periodo che intercorre tra il management meeting e l'offerta vincolante. L'advisor che gestisce l'asta ha infatti la possibilità di negoziare e confrontarsi con i vari acquirenti indicando le forchette di prezzo desiderate nonché le modalità di strutturazione alternative (ad esempio, prezzo fisso al *closing*, oppure una parte fissa al *closing* e un *earn out* parametrato sui risultati di breve/medio periodo);

- possibilità di scelta di un interlocutore gradito. In certi casi si può affermare che “pecunia olet”, nel senso che se la vendita non prefigura una totale uscita di scena dei vecchi azionisti/manager, occorre selezionare un partner che offra da un lato un prezzo competitivo, ma dall’altro sia in grado di portare a termine in armonia un progetto di crescita condiviso con i venditori.

Per contro, un punto di debolezza consiste nella difficoltà del procedimento, soprattutto per l’advisor incaricato di coordinarlo e gestirlo. Risulta quindi fondamentale affidarsi ad advisor con provata esperienza e adeguato *track record* nella gestione di questo tipo di trattative.

Considerazioni conclusive

Talvolta gli imprenditori tendono a sottovalutare le complessità e i rischi del processo di cessione della loro azienda, nella convinzione che la loro conoscenza del settore e l’abilità negoziale sviluppata in anni di “battaglie” con clienti e fornitori siano sufficienti a garantire il buon fine dell’operazione.

Questo potrebbe anche essere vero se una volta definito il prezzo ci si stringesse la mano sancendo la conclusione dell’accordo. Ma poiché così non è a nessun livello, dalla grande azienda multinazionale alla piccola azienda familiare, la scelta dell’advisor a cui affidarsi è forse l’elemento più importante per massimizzare i risultati attesi dal processo di vendita.

Tali risultati possono riguardare tra l’altro, oltre alla massimizzazione del prezzo, le possibilità di sviluppo futuro dell’azienda, il contenimento delle garanzie da concedere al compratore, gli accordi sulla *governance* post-acquisizione, i patti di non concorrenza, il trattamento di manager e dipendenti e molti altri ancora.

Per gestire adeguatamente un processo di vendita l’advisor deve quindi disporre di un mix di competenze molto vasto e di una grande capacità di adattamento alle esigenze dei clienti.

In particolare, in una realtà come quella italiana, con un tessuto imprenditoriale a forte prevalenza di piccole e medie imprese a carattere familiare, accanto alle tradizionali competenze di tipo economico-finanziario, fiscale, legale e giuslavoristico, occorre avere una grande attenzione psicologica nei confronti del cliente, delle sue esigenze e delle sue paure nel momento del distacco dalla “sua creatura” o dalla “creatura” dei genitori o dei nonni.

Accanto a tutto ciò occorre disporre di grande attenzione e perseveranza per portare a compimento un processo che non è fatto solo di eclatanti momenti, quali ad esempio la redazione dell’*information memorandum* o la firma di una lettera d’intenti o di un contratto, ma è fatto anche da una miriade di piccole e apparentemente insignificanti azioni (quali una email, una telefonata, una riunione, ecc) che costituiscono l’essenza stessa del processo di vendita e in assenza delle quali il rischio di insuccesso è altissimo.

Il processo di acquisizione

a cura di Franz Hermann Shütz (Ernst & Young Financial-Business Advisors)

La crescita rappresenta un fattore fisiologico presente nel DNA di tutte le imprese e le acquisizioni possono essere considerate un'eccellente modalità per accelerare i tempi di tale crescita.

D'altro canto le acquisizioni possono trasformarsi in un processo rischioso per l'azienda: la storia è ricca di esempi di acquisizioni che non hanno portato i risultati attesi, in genere dettate dall'illogicità dell'operazione o dal pagamento di un prezzo troppo elevato. Ciò accade poiché la scelta di acquisire è a volte spinta dal solo desiderio di crescere in termini dimensionali, senza prestare la dovuta attenzione ai reali effetti sinergici, o perché è mirata esclusivamente alla diversificazione del rischio o ancora perché si è scelto di approfittare di un'occasione all'apparenza conveniente che poi non si rivela tale. Altro errore frequente è quello di puntare alle società più redditizie: non sempre infatti risulta conveniente acquisire le aziende "migliori" sul mercato, poiché queste hanno solitamente un prezzo più elevato ed è più difficile che il compratore riesca ad apportare valore aggiunto, incrementandone ulteriormente redditività e flussi di cassa.

Gli esempi sopra citati evidenziano come l'analisi di sostenibilità, la pianificazione e l'implementazione di un'operazione di acquisizione siano attività estremamente complesse che richiedono, nella maggior parte dei casi, una pluralità di scelte difficili per le quali è solitamente conveniente che l'imprenditore sia affiancato da un team competente di professionisti che lo guidi per mano verso l' "oggetto dei suoi desideri".

Ciò premesso, si presenta di seguito una panoramica complessiva delle fasi tipiche di un'operazione di acquisizione, enfatizzando per ciascuna di esse le attività che presentano maggiori criticità e il ruolo di supporto che l'advisor può svolgere in ciascuna di esse.

Step 1: analisi strategica preventiva

Il processo prende avvio con la fase dell'analisi strategica preventiva, all'interno del quale il progetto di acquisizione deve trovare una collocazione precisa e coerente.

Le singole attività che normalmente rientrano in questo primo momento di analisi riguardano:

- l'impostazione strategica;
- la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale dell'impresa *target*;
- la ricerca delle alternative.

Una corretta *impostazione strategica* dell'acquisizione richiede un processo di analisi, normalmente affidato alla figura professionale del consulente, che si concretizza nell'esame del settore di riferimento, nel riconoscimento delle aree di debolezza dell'impresa, nell'identificazione delle possibili sinergie conseguibili e nella verifica della coerenza tra operazione e disegno strategico complessivo. Queste prime valutazioni,

ancorché a livello generale, consentono di verificare che l'acquisizione rappresenti la risposta corretta agli obiettivi strategici di sviluppo che l'impresa intende perseguire.

Lo "step" successivo riguarda *la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale dell'impresa target*. Questa fase è volta a delineare il contesto complessivo dell'operazione e il modello della società ideale da acquisire, in coerenza con le valutazioni emerse a livello strategico e i "desiderata" dell'imprenditore. In tale ambito assume primaria importanza l'attività di *targeting*, mediante la quale devono essere fissati in modo preciso i criteri dell'acquisizione. A tal fine occorre che l'analisi approfondisca aspetti quali le caratteristiche dell'impresa *target* (dimensione, settore specifico, area geografica di riferimento), il timing dell'operazione, il livello dell'investimento complessivo, il prezzo limite dell'offerta, le modalità di finanziamento e le implicazioni sul piano economico-finanziario. Chiaramente competenze tecniche e esperienza consolidata nella progettazione di operazioni similari ricoprono un ruolo nevralgico in tale fase.

La fase successiva, ossia quella di *ricerca delle alternative*, ha come obiettivo finale l'individuazione di un numero di candidati potenziali congruo, per poter procedere ad una selezione che consenta di mettere a confronto più di una soluzione.

I criteri di selezione rilevanti, in ordine di importanza sono:

- presenza dei requisiti sostanziali richiesti;
- compatibilità organizzativa;
- fattibilità finanziaria;
- possibilità di contatto.

Questa fase si caratterizza per il grande sforzo di ricerca sul mercato allo scopo di individuare le imprese che rispondono a requisiti ritenuti indispensabili. Notevoli sono i vantaggi che si possono trarre da una ricerca supportata da un advisor, quali ad esempio:

- possibilità di muoversi con maggiore autonomia sfruttando le conoscenze ed il *network* disponibile;
- possibilità di usufruire di relazioni privilegiate con particolari interlocutori;
- ampliamento del bacino di ricerca, soprattutto in ambito internazionale;
- disponibilità di una documentazione riassuntiva delle informazioni relative alle aziende (quali aspetti di carattere economico finanziario, principali azionisti, management, notizie stampa, *brochure* dei prodotti/servizi prestati da ciascuna società);
- possibilità di ottenere informazioni sul settore, con relativi commenti e un'analisi sulle più recenti transazioni avvenute.

Step 2: negoziazione

La negoziazione in genere ricopre diverse fasi del processo di acquisizione, dall'avvio dei contatti con la controparte fino alla conclusione della trattativa. Questa attività

presuppone a monte l'identificazione del candidato ideale e l'impostazione di un'efficace strategia negoziale in sede di trattativa. In particolare, la negoziazione si può articolare in tre fasi distinte:

- la selezione delle imprese *target*
- la valutazione finanziaria
- la conclusione e formalizzazione dell'accordo.

Il successo della trattativa è fortemente collegato alla qualità del team di persone coinvolte, le quali devono presentare capacità sia di natura tecnica sia di natura psicologica, ossia capacità di percepire e gestire l'esistenza di momenti e situazioni di difficoltà. In particolare, la gestione dei primi contatti è un momento importante non solo per la delicatezza del problema in sé, ma soprattutto per la varietà di situazioni che si possono presentare. Per questo motivo si preferisce ricorrere a società di consulenza, i cui vantaggi sono riconducibili a:

- possibilità di non esporsi in prima persona, quanto meno in una fase iniziale, evitando reazioni o azioni di disturbo da parte di eventuali concorrenti;
- dimostrazione della concretezza dell'intenzione di acquisto.

Una volta avviati i primi contatti e sondate le intenzioni di massima, il rapporto tra le parti necessita di un chiarimento formale che viene gestito mediante una lettera di confidenzialità (*Confidentiality Agreement*), con la quale le parti coinvolte si tutelano da eventuali comportamenti o dall'utilizzo distorto delle informazioni.

Dopo aver individuato l'impresa *target*, bisogna affrontare gli aspetti finanziari dell'operazione che sono la base per la definizione di un *range* di prezzo ragionevole attorno al quale impostare la trattativa. L'analisi si sviluppa sia in termini di valutazione della società da acquistare sia di piano finanziario complessivo del progetto di acquisizione.

Le ipotesi in merito al *range* di prezzo sono frutto di stime sul valore della società *target* (valore oggettivo dell'azienda), ottenute attraverso l'applicazione delle più consolidate metodologie di valutazione (*discounted cash flow*, multipli di borsa, transazioni comparabili), e della quantificazione delle sinergie che l'acquirente è in grado di generare a seguito dell'acquisizione (valore soggettivo dell'azienda). In tale fase riveste un'importanza cruciale l'adeguata disponibilità di informazioni sulla società *target*. Dal valore soggettivo è poi possibile formulare ulteriori ipotesi di prezzo che si discostano dalla somma dei valori precedentemente identificati per fattori esogeni di carattere negoziale.

Con il piano finanziario del progetto, invece, viene verificato l'impatto dei flussi monetari complessivi che gravano sull'acquirente al fine di valutare la convenienza complessiva dell'investimento, le possibili forme di finanziamento e di strutturazione dell'intera operazione, eventuali interventi di ristrutturazione del passivo, di cessione di attività non strategiche per l'acquirente e/o di ricapitalizzazione dell'impresa *target*.

Il rischio di interruzione della trattativa tra le parti, anche in fase avanzata, si attenua solo quando si giunge alla stesura della lettera d'intenti che solitamente indica, in modo chiaro e inequivocabile, i criteri di determinazione del prezzo e le modalità di

pagamento, oltre che a fissare un termine massimo entro cui le parti si prefiggono di completare l'operazione di compravendita. La lettera d'intenti, inoltre, rappresenta lo strumento legale attraverso il quale devono essere preventivamente fissati i criteri vincolanti per lo svolgimento della *due diligence*.

Step 3: due diligence e stipula contratto di acquisizione

Esaurita la prima fase di scambio di informazioni riservate, il venditore consente all'acquirente di avere accesso alle informazioni aziendali e di verificare più in profondità l'attendibilità del pacchetto informativo fornito in precedenza. È in questo frangente che gli advisor finanziari svolgono un ruolo di fondamentale importanza. Il loro compito, in estrema sintesi, è quello di:

- identificare tutte le criticità contabili, fiscali, legali, ecc della società *target* rispetto al *package* di informazioni precedentemente ottenute;
- identificare valori nascosti e/o eventuali *deal breakers*, che potrebbero avere anche un impatto significativo sui termini dell'acquisizione (prezzo, garanzie, ecc) e/o portare addirittura all'interruzione delle trattative.

Tale attività, che viene definita *due diligence*, è finalizzata a comprendere se ciò che l'imprenditore sta comprando corrisponde effettivamente ai suoi desideri (ad esempio, se l'oggetto di acquisizione ha qualitativamente le caratteristiche che sono state rappresentate e può integrarsi proficuamente con il business esistente). In secondo luogo, la *due diligence* consente di capire se il prezzo offerto trova effettivi riscontri nel *track record* storico e presente dell'azienda e se le prospettive di sviluppo solitamente incorporate nel *business plan* siano affidabili.

Al fine di meglio soddisfare le esigenze del cliente, l'advisor può proporre un'attività di verifica su più livelli a seconda delle criticità più rilevanti in un'ottica di integrazione. In base al contenuto, le principali relazioni di *due diligence* possono suddividersi in: *due diligence* finanziario-commerciale, *due diligence* legale, *due diligence* fiscale, *due diligence* ambientale, ecc.

L'assistenza fornita dall'advisor lungo l'intero processo di un'operazione di M&A è orientata alla stipula di un contratto di acquisizione che tenga conto di tutti gli elementi critici emersi nelle precedenti fasi di analisi e di negoziazione, che consenta all'acquirente di minimizzare i rischi legati all'operazione.

In particolare, il contratto di acquisizione non può prescindere dall'oggetto dell'acquisizione, dal prezzo di riferimento, delle condizioni contrattuali e di pagamento e della validità temporale dell'offerta, ma soprattutto deve dare ampia rilevanza all'esplicitazione formale delle garanzie a tutela dell'acquirente e alle pattuizioni accessorie tra acquirente e venditore, quali ad esempio il patto di non concorrenza, l'obbligo di mantenere una collaborazione pluriennale e i patti parasociali.

Step 4: assistenza post-acquisizione

La fase post-acquisizione è lo step che conferisce efficacia operativa all'intero progetto di integrazione tra due realtà aziendali. In particolare, l'attività consulenziale di maggiore rilevanza si concentra nello sviluppo dei piani operativi per i responsabili

delle diverse aree oggetto di integrazione e nella valutazione degli effetti finanziari e fiscali sulla riallocazione delle attività operative e del personale.

Considerazioni conclusive

Il processo che contraddistingue un'operazione di acquisizione è assai complesso e articolato: la molteplicità delle variabili in campo e la varietà delle situazioni contingenti non consentono di individuare comportamenti e regole che abbiano validità assoluta. Risulta possibile tuttavia enucleare gli aspetti essenziali utili per affrontare con esito positivo un'operazione di acquisizione.

Un'acquisizione di successo deve necessariamente partire all'analisi preliminare del disegno strategico complessivo. In altri termini, è opportuno verificare la coerenza del progetto di acquisizione rispetto gli obiettivi strategici dell'impresa, per chiarire fin dall'inizio se il percorso di crescita esterna rappresenti una strada effettivamente perseguibile.

Una volta appurato questo aspetto, risulta fondamentale fissare in modo preciso i criteri dell'acquisizione, al fine di tradurre in termini il più possibile oggettivi i desiderata dell'imprenditore; sulla base di questi input si può addivenire all'identificazione sul mercato delle imprese che rispondono ai requisiti individuati.

Identificata la società *target*, occorre scongiurare il rischio di pagare un prezzo troppo elevato per l'"oggetto del desiderio", attraverso la corretta valutazione del valore "intrinseco" dell'impresa oggetto di acquisizione, nonché la quantificazione della rete di sinergie che l'integrazione delle due realtà aziendali sarà in grado di generare.

Le difficoltà tecniche insite nelle fasi del processo sopra descritte richiedono la presenza di un team dedicato, capace di gestire in maniera appropriata gli aspetti critici di ciascuna fase. Ciò significa fare affidamento non solo sul *know-how* interno maturato dal personale, ma anche sull'assistenza di un team esterno di professionisti/consulenti, portatori di competenze, informazioni e *network* di contatti ad alto valore aggiunto.

Le fees

a cura di Maximilian Peter Fiani (KPMG Corporate Finance)

Gli schemi di remunerazione adottati dagli advisor di M&A e rispondenti alle più comuni prassi di mercato fanno riferimento a strutture incentivanti che, vincolando (parzialmente) i corrispettivi dovuti all'advisor al successo del progetto, favoriscono in tal modo l'allineamento degli interessi con il cliente e la condivisione parziale del rischio da parte dell'advisor stesso.

La struttura delle commissioni (*fees*) più frequentemente adottata risulta formata pertanto da due componenti:

- una remunerazione fissa (*retainer fee*);
- un compenso variabile, legato al successo dell'operazione (*success fee*).

L'attribuzione del peso alle due componenti di remunerazione deve tener conto del livello di complessità e di coordinamento richiesto dal progetto, dell'impegno e del livello professionale delle risorse assegnate al progetto stesso. In termini assolutamente generali ed indicativi, si può considerare che, in caso di effettivo completamento con successo dell'operazione oggetto dell'incarico, i compensi corrisposti all'advisor siano costituiti per una quota normalmente oscillante tra il 15% ed il 25% dalla *retainer fee* e per la parte restante dalla *success fee*.

I corrispettivi riconosciuti all'advisor finanziario generalmente non comprendono i costi e la remunerazione dovuta a legali, fiscalisti, commercialisti e revisori coinvolti nel progetto (i quali possono ricoprire, peraltro, un ruolo complementare determinante ai fini della conclusione dell'operazione).

La retainer fee

La *retainer fee*, oltre all'eventuale rimborso delle spese, rappresenta un compenso che matura durante il corso del mandato e che normalmente remunera solo in parte l'advisor per le attività professionali di gestione di un progetto complesso quale un'operazione di M&A.

Al fine di allineare il più possibile l'interesse dell'advisor con quello del cliente, i compensi corrisposti a titolo di remunerazione fissa sono, infatti, solitamente la componente meno rilevante del compenso complessivo dell'advisor e sono determinati forfaitariamente, in sede di condivisione con il cliente della proposta di incarico, incorporando un fattore di "sconto" molto significativo rispetto all'effettivo compenso che sarebbe dovuto sulla base di una logica di "tariffa oraria".

Le variabili che possono influenzare la definizione di uno schema di compensi per l'advisor nell'ambito di un'operazione M&A e, più specificatamente, la quantificazione dell'ammontare da corrispondersi a titolo di *retainer fee*, possono essere varie, tra cui:

- le caratteristiche dell'operazione e la relativa probabilità di effettiva conclusione con successo della stessa (es. cessione vs acquisizione, one-to-one verso processo competitivo, azienda più o meno "appealing" per il mercato, ecc);

- l'ipotesi di durata del processo;
- la complessità dell'operazione;
- l'effettivo contenuto professionale e/o perimetro di attività relativo all'incarico;
- le dimensioni dell'operazione.

Tenendo conto delle variabili sopra citate, si può considerare che la tariffa standard giornaliera per risorsa *Full Time Equivalent* parte del team che l'advisor mette a disposizione del cliente nell'ambito di un'operazione M&A potrebbe parametrarsi, in base al livello di *seniority*, su un range molto ampio che, in termini generali e puramente indicativi, si potrebbe indicare come compreso tra Euro 1.500 ed Euro 4.000 al giorno.

Come precisato in precedenza, peraltro, le *retainer fee* normalmente prescindono dalla logica legata all'applicazione della mera "tariffa oraria": pur mantenendo tale parametro come riferimento standard, le *retainer fee* risultano infatti, nella prassi, definite secondo criteri sostanzialmente forfetari e comprensivi di un fattore di sconto significativo.

La *retainer fee*, che generalmente matura *pro rata tempore*, può essere corrisposta dal cliente secondo particolari scadenze temporali (ad esempio, mensilmente) oppure al verificarsi di eventi "intermedi" e/o propedeutici alla conclusione del progetto (ad esempio, alla predisposizione dell'*information memorandum* in caso di mandato di cessione, alla presentazione di un'offerta vincolante in caso di mandato in acquisto, ecc).

La *retainer fee* ha il duplice scopo di garantire all'advisor un compenso minimo per il servizio prestato, anche in caso di mancata conclusione dell'operazione, nonché, al tempo stesso, di tutelarla da eventuali ripensamenti da parte del cliente.

In accezione più simbolica, la *retainer fee* può essere inoltre considerata un momento di verifica delle effettive intenzioni del cliente. In mancanza della *retainer fee*, infatti, un potenziale venditore potrebbe rilasciare il mandato di vendita al solo scopo di ottenere una stima del valore di mercato dell'azienda e sondare le effettive possibilità di vendita, viceversa un potenziale acquirente potrebbe conferire l'incarico di acquisizione al solo scopo di ottenere informazioni riservate su aziende concorrenti e sui suoi azionisti.

La success fee

La *success fee* rappresenta normalmente la componente più importante, e al tempo stesso la più rischiosa, del compenso dell'advisor. Tale corrispettivo, infatti, matura solamente in caso di conclusione positiva dell'incarico (si ricorda, a questo proposito, che il cliente può decidere in qualunque momento di interrompere le trattative e che solamente sua è la decisione finale in merito all'effettiva conclusione dell'operazione).

A seconda di quanto concordato tra il cliente e l'advisor e della tipologia specifica di incarico, la *success fee* può essere:

- **variabile** (generalmente applicata in caso di mandato di vendita), calcolata in percentuale sul valore della transazione secondo uno schema incentivante in cui il

compenso è proporzionale al prezzo di cessione. È talvolta prevista una *success fee* minima (*floor*), soprattutto per operazioni di dimensioni più piccole (altrimenti non remunerative per l'advisor), mentre, nel caso di operazioni di grandi dimensioni, non è infrequente l'applicazione di un *cap* (tetto massimo), in base alla considerazione che l'impegno professionale ed il tempo richiesto all'advisor crescono meno che proporzionalmente rispetto al valore del deal (in pratica, al di sopra di un determinato valore soglia del deal, la *success fee* si attesta invariabilmente al cap, inteso come massimo compenso ragionevolmente riconoscibile all'advisor nell'ambito dell'incarico);

- **fissa** (generalmente applicata in caso di mandato di acquisto), ovvero sia è definito un compenso forfetario, indipendente dal valore dell'operazione;
- **fissa con meccanismo incentivante a scaglioni**. In questo caso viene definito un importo minimo di corrispettivo che aumenta secondo la logica di uno schema con percentuali (o valori) incrementali legate al valore della transazione. Tale schema generalmente prevede una scaletta premiante crescente di corrispettivi direttamente proporzionali al valore della transazione in caso di mandato di vendita, o viceversa inversamente proporzionali in caso di mandato di acquisto.

A titolo assolutamente indicativo, l'ordine di grandezza della *success fee*, per un'operazione di medie dimensioni, è generalmente pari al 1%-3% del valore complessivo della transazione.

Nella prassi più diffusa, il valore complessivo della transazione è rappresentato dal "corrispettivo dell'operazione", normalmente comprensivo dell'indebitamento finanziario netto della società alla data di completamento dell'operazione³. Rispetto alla forchetta indicata (1%-3%), si sottolinea che la percentuale corrispondente all'estremo inferiore risulta tendenzialmente applicata alle operazioni di più grandi dimensioni, mentre, al contrario, è generalmente superiore al valore massimo indicato per le operazioni di minori dimensioni.

³ In tal senso, ci si riferisce all'*Enterprise Value* (valore per l'azienda), diverso dall'*Equity Value* (valore per le azioni).

La due diligence

a cura di Tamara Laudisio (Deloitte Financial Advisory Services)

La *due diligence*⁴ è un'analisi di natura conoscitiva della società oggetto di un'operazione di M&A, commissionata da una delle parti e svolta da consulenti di sua fiducia (diversi dall'advisor). Non è né una revisione né una certificazione che prevede il rilascio di un'attestazione secondo principi statuiti, ma un *check-up* (per quanto possibile completo, approfondito e obiettivo nel rispetto dei tempi e dei costi prefissati) sullo stato di salute dell'azienda oggetto dell'operazione, ad uso:

- del potenziale investitore (*acquisition due diligence*);
- del venditore (*vendor due diligence*) e messa da questi a disposizione dei potenziali acquirenti interessati.

La *due diligence* si articola in un insieme di indagini conoscitive necessarie per analizzare lo stato attuale dell'azienda e le sue potenzialità future, far emergere eventuali passività implicite, verificare l'esistenza di rischi potenziali, al fine di evidenziare punti di forza e di debolezza a supporto del processo valutativo, utili anche per l'individuazione e la definizione delle garanzie contrattuali in sede negoziale.

Più nel dettaglio, le tipiche aree oggetto di *due diligence* possono essere così riassunte:

- **mercato e industriale** (analisi dei prodotti, quote di mercato, posizionamento competitivo, processi industriali e costi di produzione, grado di innovazione/obsolescenza della tecnologia e degli impianti, investimenti necessari per ammodernamenti, ampliamenti, ricerca e sviluppo);
- **economico – finanziaria** (verifica dei dati contabili/gestionali, analisi delle attività, passività e redditività storiche e prospettive, controllo dell'esposizione con il sistema bancario e calcolo dell'effettiva posizione finanziaria netta, analisi di sensitività del business plan - se disponibile -, normalizzazione risultati economici, analisi del processo di generazione dei flussi di cassa e sostenibilità nel tempo, verifica ed evidenziazione delle passività potenziali);
- **legale** (esame dei contratti, analisi del contesto normativo del settore di riferimento, definizione delle garanzie contrattuali, analisi dei contenziosi in essere);
- **fiscale** (verifica della situazione fiscale dell'azienda, identificazione di potenziali passività fiscali, suggerimenti per la struttura fiscale dell'operazione);
- **ambientale** (identificazione di passività potenziali nell'area ambientale, analisi del rispetto della normativa in vigore, analisi delle procedure interne previste a norma di legge);

⁴ *Due diligence* o, più semplicemente, *diligence* è un termine introdotto negli anni Ottanta nei Paesi anglosassoni e ormai diffuso nella prassi dell'M&A: esso sottintende l'approccio che si presuppone sia adottato in tale situazione, appunto "diligente" e soprattutto indipendente.

- **sistema informativo aziendale** (analisi dell'efficacia ed efficienza del sistema informativo aziendale, identificazione di ulteriori investimenti necessari alla funzionalità del sistema per rispondere in modo ottimale alle esigenze di business);
- **risorse umane** (analisi degli aspetti giuslavoristici, organizzativi e di management, politiche retributive, problematiche del personale, stato delle relazioni sindacali).

Una *due diligence* seria, approfondita e indipendente permette alle parti di arrivare al tavolo del negoziato avendo un quadro informativo il più possibile esaustivo e di poter svolgere una trattativa in maniera ragionata e professionale sulla base di dati e informazioni oggettive verificate.

Qualora il *report* finale evidenziasse passività nascoste, problematiche imprevedute e rischi eccessivi potrebbe condurre a sostanziali revisioni del prezzo o, in casi estremi, all'interruzione delle trattative o, se svolta successivamente all'acquisto, alla rescissione del contratto per giusta causa (*deal breakers*). Proprio per evitare che insorgano contestazioni o contenziosi dopo la firma del contratto, è consigliabile svolgere la *due diligence* in via preventiva anche se, specialmente se le parti sono aziende concorrenti, non sempre è possibile avere accesso completo (*full access due diligence*) e piena disclosure dei dati sensibili in sede precontrattuale.

Il costo di una *due diligence*, salvo diversi accordi, è sostenuto dalla parte che l'ha commissionata e dipende da un notevole numero di variabili, che a loro volta si presentano in modo differente in ogni specifica situazione. Tra queste, l'aspetto negoziale (strettamente correlato alla tipologia di cliente, alla natura del rapporto in essere, alle strategie di acquisizione/mantenimento del cliente) costituisce indubbiamente il principale fattore in grado di influenzarne il costo.

Con specifico riferimento alla *due diligence* economico – finanziaria, ulteriori elementi che condizionano la definizione degli onorari sono riconducibili a:

- grado di dettaglio delle procedure/analisi concordate con il cliente;
- dimensioni della società/gruppo obiettivo in termini di fatturato e di complessità/ampiezza della struttura del gruppo;
- tempistiche concordate con il cliente;
- tipologia di accesso alle informazioni (data room o full access);
- necessità o meno di coinvolgimento di corrispondenti esteri.

A titolo meramente indicativo, in base alle considerazioni di cui sopra, è possibile parametrare il costo di una *due diligence* in un range molto ampio che, seppur con molte eccezioni, varia da alcune decine di migliaia di Euro (30.000–40.000 Euro) fino ad arrivare ad alcune centinaia di migliaia (700.000-800.000 Euro).

La valutazione dell'azienda

a cura di Marco Tanzi Marlotti (PricewaterhouseCoopers Corporate Finance)

Da cosa dipende il valore dell'azienda? Il prezzo di vendita di un'azienda può essere diverso dal suo valore? C'è un unico prezzo per ogni azienda o possono esistere prezzi diversi per la stessa società? Come viene stabilito il prezzo finale?

In questa parte della guida si cercherà di dare un risposta sintetica a tali domande, illustrando, in maniera necessariamente sommaria, quali sono le metodologie e le tecniche valutative generalmente utilizzate dagli esperti. Sull'argomento sono stati pubblicati molti articoli sulla stampa specializzata (alcuni reperibili anche in internet), è disponibile una vasta bibliografia ed esistono anche diverse scuole e correnti di pensiero sull'approccio ritenuto metodologicamente più corretto. Certamente non è facile qui sintetizzare la complessa teoria del processo valutativo, ma considerata la finalità divulgativa di questa guida, gli esperti e i "puristi" della valutazione aziendale ci perdoneranno qualche inevitabile approssimazione.

Il processo valutativo esige l'integrazione di due categorie di competenze professionali: *aziendalistiche*, per cogliere gli aspetti sostanziali e le dinamiche del mercato in cui opera la società, il suo posizionamento competitivo, le implicazioni strategiche, i punti di forza e debolezza, le potenzialità e le prospettive dell'azienda oggetto di valutazione; di *finanza aziendale*, per dominare nell'aspetto quantitativo temi quali la scelta dei parametri, i tassi, la volatilità, il costo del capitale, i moltiplicatori, la fondatezza dei modelli e così via.

È comunque opportuno ricordare che per un'azienda non esiste un valore puntuale e assoluto, in quanto la soggettività è implicita nel lavoro dell'analista-valutatore, come dimostra il fatto che più esperti, pur in possesso delle medesime informazioni e utilizzando gli stessi criteri di stima, nel valutare la stessa azienda possono pervenire a risultati anche sensibilmente dissimili.

Pertanto valutare un'azienda significa piuttosto pervenire a un *range* di valori, all'interno del quale si colloca la *stima del prezzo che verosimilmente potrebbe essere raggiunto in una trattativa*, prezzo che in definitiva dipende dal potere contrattuale delle parti negoziali, dalle loro aspettative e dalle rispettive motivazioni.

Da cosa dipende il valore dell'azienda?

Il valore di un'azienda dipende da una serie di elementi: alcuni oggettivi, quantificabili con precisione e verificabili, altri legati a stime e previsioni future, quindi per loro natura soggettivi.

In via teorica il valore di un'azienda può essere definito come il valore, attualizzato ad oggi, dei flussi di reddito che essa sarà in grado di generare nel futuro (flussi reddituali e finanziari). Ciò significa che il valore di un'azienda è da leggersi "in prospettiva" e va ponderato per il rischio legato al grado di incertezza e aleatorietà della stima dei flussi futuri, che aumenta con l'allungarsi dell'orizzonte temporale preso in considerazione. La rischiosità dei flussi di reddito è, infatti, direttamente proporzionale al tasso di

sconto di tali flussi: maggiore è la rischiosità dei redditi e maggiore sarà il tasso di sconto di tali redditi.

Semplificando, questo comporta che - a parità di risultati attesi - un'azienda più rischiosa, cioè caratterizzata da risultati futuri meno prevedibili, vale meno "in prospettiva" rispetto ad un'azienda la cui la stima dei risultati attesi sia più certa (ad esempio, per la notorietà e la forza del marchio, perché leader di mercato, perché titolare di brevetti e tecnologie non facilmente sostituibili, perché operante in un settore protetto da più elevate barriere all'ingresso nei confronti di nuovi concorrenti, ecc).

Anche nelle valutazioni aziendali vale comunque il detto "il futuro ha un cuore antico", con ciò intendendo che non si può prescindere dall'analisi fondamentale dell'andamento storico dei risultati aziendali, al fine di ottenere una fotografia quanto più nitida possibile sullo stato attuale dell'azienda, introdurre elementi *oggettivi* nella valutazione stessa e verificare l'attendibilità delle previsioni future in base all'estrapolazione dell'andamento passato delle variabili prese in considerazione.

Va, inoltre, evidenziato che la quota di controllo di un'azienda è normalmente negoziata "a premio" (*premio di maggioranza*) rispetto ad una quota di minoranza.

Scendendo in dettagli tecnici, a seconda delle caratteristiche dell'azienda, del contesto in cui questa opera e delle finalità della valutazione, possono essere utilizzati diversi criteri di valutazione, eventualmente integrabili in via complementare tra loro:

- valutazioni *assolute*: metodo patrimoniale, modello reddituale, modello misto patrimoniale-reddituale, modello finanziario;
- valutazioni *relative*: metodi che si basano sulla teoria dei moltiplicatori di mercato (i cosiddetti *multipli*).

Di seguito sono sintetizzati alcuni concetti di base riguardanti i principali metodi e modelli valutativi.

Metodo patrimoniale

Lo storico metodo patrimoniale è caduto in disuso e non viene più annoverato tra i modelli valutativi. Tuttavia l'analisi patrimoniale è una componente rilevante dell'analisi fondamentale e conserva un ruolo per nulla secondario nel processo valutativo effettuato utilizzando altre metodologie di valutazione.

Modello reddituale

Secondo il modello reddituale, il valore di un'azienda è proporzionale alla sua capacità di produrre redditi. In base a tale metodo, il valore dell'impresa deriva pertanto dalla sommatoria dei valori attuali dei flussi reddituali attesi e l'*analisi fondamentale* si rivela, sia per la quantificazione dei flussi attesi, sia per la scelta dei tassi, il "cuore" della valutazione.

Una distinzione di grande rilievo è quella tra capacità *in atto* (cioè dimostrata per il passato o raggiungibile nel breve termine con ragionevole probabilità) e capacità

potenziali (non ancora raggiunte ma possibili sulla base di ragionevoli *assumptions*) dove un certo grado di arbitrarietà e soggettività da parte del valutatore è inevitabile.

Il *modello reddituale* è la classica via europea di valutazione delle aziende ma, rispetto al passato, è ora meno utilizzato essendosi affermato il *modello finanziario (DCF)* di scuola anglosassone, molto più diffuso negli ambiti professionali quali, ad esempio, le banche d'affari. Il *modello reddituale* trova infatti una limitata applicazione per la complessità delle implicazioni sul valore derivante dalla difficoltà di esprimere nelle componenti reddituali prospettiche gli investimenti, le politiche fiscali e le politiche di bilancio adottate dalla società. Tuttavia in ambiti particolari, come nelle transazioni afferenti società operanti nel settore finanziario, si utilizzano metodi riconducibili alla valorizzazione del reddito o del dividendo.

Modello misto patrimoniale-reddituale

Il modello misto patrimoniale-reddituale era un tempo indicato come il tipico metodo di stima del *valore di capitale economico*.

In estrema sintesi, il modello misto è definito come somma di due addendi:

- il *capitale netto rettificato*, derivante dall'analisi patrimoniale;
- il *goodwill* (o *avviamento*), che potrebbe anche assumere valori negativi per aziende in perdita, e in tal caso si parla di *badwill*.

Modello finanziario

Il modello finanziario, più conosciuto come metodo dei flussi di cassa attualizzati o DCF (*discounted cash flow*), è molto diffuso ed è ormai il più utilizzato nella prassi.

Questo criterio si ispira al concetto generale che il valore di un'azienda è pari alla somma dei valori attualizzati dei due seguenti addendi:

- flussi di cassa operativi (*free cash flow al lordo degli interessi finanziari*) che l'attività economica sarà in grado di generare entro l'orizzonte temporale previsto dal *business plan* (in genere 3-5 anni);
- valore residuo (*terminal value*), cioè il valore del complesso aziendale alla fine dell'orizzonte temporale preso in considerazione, derivante dall'estrapolazione dei risultati attesi oltre tale periodo (capitalizzazione del *free cash flow*).

Al valore così determinato va aggiunto, se del caso, un terzo elemento derivante dalla stima autonoma del valore degli altri elementi patrimoniali e/o attività estranei, o non strumentali, alla gestione caratteristica (ad esempio, titoli non quotati, immobili non strumentali, ecc).

Il valore dell'azienda così stimato corrisponde al valore di mercato delle sue attività nette (*Enterprise value*).

Al fine di pervenire al valore di mercato della società (*Equity value*), cioè al valore complessivo delle azioni (o quote), all'*Enterprise value* così determinato deve essere detratta la posizione finanziaria netta (*Net financial position*), calcolata come

differenza tra l'ammontare dei debiti finanziari e quello delle attività finanziarie liquide (cassa, depositi bancari, titoli quotati ecc):

$$\text{Equity value} = \text{Enterprise value} - \text{NFP}^*$$

(*) *NFP (Net Financial Position)*

Metodo dei multipli di mercato

Il ricorso alle valutazioni *relative*, a mezzo dei multipli, ha registrato una grande diffusione. Il metodo dei multipli viene spesso utilizzato anche come metodo di "controllo" dopo aver applicato le altre tecniche di valutazione *assolute*.

Il metodo dei multipli di mercato è molto utilizzato nella pratica perché più comprensibile e di più facile utilizzo (è diventata quasi una moda giornalistica: non è inconsueto che tabelle con i multipli più disparati vengano pubblicati anche sulla stampa non specializzata).

Ciò non toglie che alla base di questo strumento vi è una complessa metodologia, che sottende le medesime considerazioni proprie del metodo dei flussi attualizzati. Pertanto una sua semplicistica e disinvolta applicazione senza una ponderata analisi delle dinamiche economico-finanziarie sottostanti può essere distorsiva del valore.

L'uso dei multipli va dunque inserito in un processo valutativo in grado di garantire:

- che sussista un nesso causale tra prezzo e parametro preso in considerazione;
- che tale nesso sia spiegabile sulla base di una formula di valutazione "assoluta";
- che il multiplo sia ragionevolmente stabile nel tempo;
- che siano identificabili gli elementi in grado di spiegare le differenze nei multipli fra imprese comparabili (la divaricazione fra multipli di società comparabili è un fenomeno crescente).

Il metodo dei multipli viene spesso utilizzato anche per ottenere una valutazione sintetica in prima battuta, convenzionale e puramente indicativa, quando non siano disponibili tutte le (numerose) informazioni necessarie per l'elaborazione su basi professionali di una stima assoluta.

Semplificando, il metodo dei multipli di mercato si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche (*stock prices*) o dei prezzi di transazioni comparabili (*deal prices*) di un campione selezionato di società comparabili operanti nel settore di riferimento. L'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia; la significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Per questi motivi, nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.

I multipli, evidenziati da tale analisi, vengono infine applicati alle grandezze economiche e reddituali significative della società oggetto di valutazione.

Si otterrà così la stima dell'*Enterprise value* che andrà rettificata, come precedentemente spiegato, con la posizione finanziaria netta alla data di riferimento per ottenere il valore di mercato del patrimonio netto della società (*Equity value*).

Tabella 1 – I parametri più diffusi nella valutazione per multipli

Multiplo	Rapporto
Multiplo del Fatturato	$\frac{\text{Valore di mercato del capitale azionario} + \text{Posizione Finanziaria Netta}}{\text{Fatturato}}$
Multiplo del Margine Operativo Lordo (EBITDA)	$\frac{\text{Valore di mercato del capitale azionario} + \text{Posizione Finanziaria Netta}}{\text{EBITDA}}$
Multiplo del Reddito Operativo (EBIT)	$\frac{\text{Valore di mercato del capitale azionario} + \text{Posizione Finanziaria Netta}}{\text{EBIT}}$

A conclusione di questa sintetica panoramica sui metodi valutativi ci soffermiamo su una problematica riscontrata di sovente nelle transazioni di M&A. Per la stessa società si possono, infatti, determinare sostanziali differenze nelle valutazioni derivanti dall'applicazione dei due metodi principalmente utilizzati: il metodo del *discounted cash flow* (DCF) ed il metodo dei multipli di mercato.

Ciò accade in quanto i moltiplicatori, che esprimono una valutazione *relativa* e non *assoluta*, incorporano le performance borsistiche di società comparabili e di conseguenza sono variabili nel tempo, ma, essenzialmente, riportano nel valore della società una quantificazione dei risultati economici già realizzati e di quelli presumibilmente raggiungibili nel medio periodo in base alla stima degli analisti per il settore di appartenenza. Un valore calcolato con il metodo del DCF che risulti sensibilmente superiore a quello calcolato con il metodo dei multipli generalmente si spiega perchè il business plan sottende ipotesi di un'elevata crescita dei risultati economici nel medio e lungo periodo di difficile sostenibilità e aleatoria realizzazione, o comunque non in linea con il *sentiment* del mercato.

Gli investitori finanziari che generalmente pianificano l'uscita dall'investimento con la quotazione in Borsa della Società sono, quindi, orientati a valutare la stessa in via *assoluta* utilizzando il metodo del DCF, ma ponderando con attenzione tale valore con il risultato derivante dall'applicazione dei multipli.

Il prezzo di vendita di un'azienda può essere diverso dal suo valore?

Dal punto di vista puramente teorico, qualora tutti gli operatori interessati avessero a disposizione tutte le informazioni necessarie (e le competenze) per stimare correttamente i flussi di reddito e la loro volatilità, il valore di un'azienda dovrebbe coincidere con il suo prezzo di mercato. Nella pratica però accade spesso che in un processo di cessione di un'azienda diversi pretendenti offrano prezzi anche sensibilmente differenti per l'acquisto della stessa attività (è un fenomeno che si

riscontra normalmente nei processi di vendita tramite asta competitiva). Come può accadere questo?

Le spiegazioni a questa apparente contraddizione tra teoria e pratica possono essere essenzialmente due:

- i soggetti interessati all'acquisto dell'azienda si basano su stime diverse dei flussi di reddito e della rischiosità dell'azienda a causa della diversa base informativa e delle diverse assunzioni utilizzate;
- i soggetti interessati all'acquisto definiscono il prezzo d'acquisto non solo sulla base del valore dell'azienda come realtà a se stante ed indipendente (*stand alone*), ma tenendo conto anche del valore di una serie di elementi correlati al processo di acquisizione che lo possono incrementare o diminuire.

Sebbene talvolta possa effettivamente accadere che prezzi diversi dipendano da informazioni disponibili o stime differenti sulla realtà oggetto di acquisizione, tenuto conto delle finalità di questa guida, nel seguito si approfondiranno gli elementi e le motivazioni che possono contribuire a giustificare un prezzo diverso dal valore dell'azienda come realtà *stand alone*.

C'è un unico prezzo per ogni azienda o possono esistere prezzi diversi per la stessa società? E quali sono le determinanti sottostanti ai diversi prezzi di vendita?

Per capire quali sono gli elementi che possono spingere potenziali acquirenti ad offrire prezzi diversi per la stessa azienda bisogna risalire alle motivazioni sottostanti alla volontà di acquisto.

Le motivazioni per l'acquisto possono essere diverse a seconda della tipologia dell'acquirente. Semplificando, gli acquirenti possono essere distinti in due categorie:

- **acquirente industriale** (*strategic buyer*: tipicamente un concorrente o un'azienda operante nella stessa filiera commerciale/produttiva);
- **acquirente finanziario** (*financial buyer*: tipicamente fondi di private equity o holding finanziarie d'investimento).

Nel caso dell'**acquirente industriale**, in genere, le ragioni sottostanti all'acquisto sono strettamente strategiche e legate al business oggetto di acquisizione:

- quote di mercato;
- economie di scala;
- integrazione orizzontale/verticale;
- sinergie commerciali (di canale, *product mix*, ecc);
- sinergie realizzabili grazie alla combinazione/integrazione di risorse complementari tra la propria attività e quella acquisita;
- riduzione delle inefficienze.

Le motivazioni dell'**acquirente finanziario** sono invece strettamente legate al fattore temporale (durata dell'investimento generalmente molto più ristretta rispetto all'ottica

dello *strategic buyer*) e all'obiettivo di una rapida crescita di valore che può avvenire nei seguenti modi:

- supportando il management della società acquisita con risorse finanziarie e competenze diversamente non disponibili;
- ottimizzando la struttura finanziaria della società;
- guidando l'azienda in un processo di ristrutturazione e/o di sviluppo;
- acquisendo in sequenza altre aziende concorrenti (strategia d'investimento *buy-and-build*);
- individuando la tempistica e le modalità più opportune per il disinvestimento (*way out*).

Le motivazioni che spingono entrambe le tipologie di acquirenti ad effettuare l'acquisizione rappresentano gli "elementi" che fanno sì che il prezzo di vendita sia diverso dal valore dell'azienda come realtà a se stante.

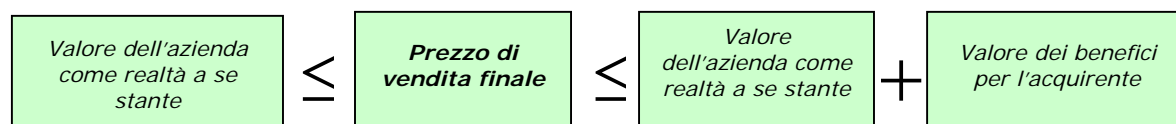
Ogni acquirente, infatti, attribuisce un determinato peso e un determinato valore, a seconda delle proprie caratteristiche e motivazioni, ai benefici (anche intangibili) che potrebbe ottenere con l'acquisizione: è pertanto ragionevole attendersi che ciascun soggetto possa essere disposto a pagare un prezzo diverso per la stessa attività.

Fermo restando che generalmente l'acquirente è disposto a pagare un prezzo per il valore *attuale* dell'azienda e non in base a risultati futuribili, opinabili e che comunque possono dipendere dalle sinergie che lo stesso sarà in grado di apportare e dai propri meriti gestionali, i potenziali acquirenti (soprattutto se in competizione tra loro) pur di realizzare l'operazione potrebbero essere disposti a riconoscere al venditore parte dei benefici che si attendono di ottenere grazie all'acquisto della nuova realtà.

Come viene stabilito il prezzo di vendita finale?

Il prezzo di vendita finale viene stabilito al termine del processo di vendita e in questa sezione ci soffermeremo brevemente su quelli che sono gli elementi, dal punto di vista del valore, che portano alla definizione di un prezzo di vendita finale.

Sulla base di quanto precedentemente esposto, è possibile affermare che nella maggior parte dei casi il prezzo di vendita finale possa collocarsi tra il valore dell'azienda come realtà a se stante ed il valore dato dalla somma tra valore dell'azienda come realtà indipendente ed il valore dei benefici per l'acquirente:



Il posizionamento del prezzo di vendita all'interno dell'intervallo sopra definito dipende dal potere contrattuale del venditore e dell'acquirente. Maggiore è la forza contrattuale di una delle due controparti, più il prezzo di vendita finale sarà a favore di quest'ultima.

A volte, infatti, il venditore per una serie di ragioni ha minor potere contrattuale per motivazioni esogene all'azienda e, in particolare:

- a) motivazioni finanziarie (ovvero la necessità di dover vendere in tempi molto rapidi la propria azienda);
- b) contesto competitivo che determina una situazione di svantaggio qualora vi siano pochi acquirenti (in tale contesto, infatti, non è possibile capitalizzare pienamente i benefici di un'asta di vendita o di asimmetrie informative).

Diversamente, invece, il venditore può avere un elevato potere contrattuale quanto la propria azienda sia dotata di caratteristiche esclusive (ad esempio, tecnologia, marchio, know-how, concessione, ecc) difficilmente reperibili sul mercato o quando i possibili acquirenti, per motivi strategici, hanno necessità di entrare in breve tempo in un nuovo mercato o acquisire da subito una nuova tecnologia.

In definitiva, se non sussistono significative disomogeneità informative tra le parti, il prezzo finale dipende, oltre che dal valore dell'azienda come realtà *stand alone*, anche dalla porzione del maggior valore che il potenziale acquirente si attende di realizzare in futuro e che è disposto a riconoscere al venditore. È pertanto evidente che, in sede di trattativa, un'astuta strategia negoziale gioca un ruolo determinante e l'assistenza di un advisor di grande esperienza può fare la differenza.

CODICE ETICO M&A

Sezione I - Ambito di Applicazione

Il presente Codice Etico si rivolge ad Advisor Finanziari che operano nell'ambito di operazioni M&A (di seguito "Advisor M&A"). In tale ambito, per Advisor M&A si intendono operatori che svolgono professionalmente attività di assistenza finanziaria e negoziale a soggetti fisici e/o giuridici coinvolti in operazioni di M&A. Nello specifico, per operazioni di M&A si intendono processi finalizzati ad acquisizioni, cessioni e/o fusioni tra gruppi, società e/o complessi aziendali.

Per svolgere in modo professionale tale attività di assistenza finanziaria e negoziale nell'ambito di operazioni M&A, si ritiene necessario che l'Advisor M&A abbia le seguenti caratteristiche:

- una struttura specificatamente dedicata all'attività di M&A;
- un modello organizzativo interno caratterizzato da una struttura basata su diversi livelli decisionali e operativi;
- un modello organizzativo interno caratterizzato da processi e/o procedure definiti e condivisi;
- un approccio sistematico al mercato in un'ottica di lungo periodo.

Sezione II - Principi Generali

L'Advisor M&A svolge la propria attività professionale, fermo restando la normativa vigente, sulla base dei comuni principi etici di:

- onestà e correttezza;
- indipendenza;
- oggettività;
- assenza di conflitto di interessi;
- legalità;
- professionalità.

Sezione III - Rapporti con i Clienti

Art. 1 – Origine dell'incarico

L'Advisor M&A si impegna a verificare che lo scopo e gli obiettivi dell'incarico e, più in generale, le finalità dell'operazione nella quale è chiamato a prestare la propria assistenza, sottendano possibili situazioni non in linea con i Principi Generali di cui alla sezione precedente e, se del caso, a rinunciare all'incarico.

Art. 2 – Trattamento delle informazioni

Nei rapporti con i clienti, l'Advisor M&A si impegna a:

- trattare le informazioni in modo riservato, confidenziale e ad utilizzarle esclusivamente ai fini dello specifico incarico fintanto che esse non siano diventate di dominio pubblico;
- garantire puntualità e trasparenza nel passaggio delle informazioni raccolte o ricevute da Terzi;
- non omettere di comunicare le informazioni ricevute o raccolte che siano rilevanti per la realizzazione dell'operazione, nè di alterarle deliberatamente;
- non fornire informazioni di natura riservata di cui è entrato in possesso nello svolgere qualunque altro incarico e/o affare in connessione con prestazioni di servizi a favore di altri soggetti che non siano diventate di dominio pubblico;
- rappresentare in modo veritiero e fedele le informazioni ricevute o raccolte nel corso del mandato.

Art. 3 – Modalità di svolgimento dell'incarico

Nello svolgere il proprio incarico, l'Advisor M&A si impegna a:

- formalizzare il mandato per iscritto con chiara evidenza della attività da svolgere per il completamento dell'operazione;
- utilizzare approcci e metodologie tecniche riconosciute dalla più comune prassi di mercato;
- evidenziare esaustivamente le assunzioni/ipotesi utilizzate in ambito valutativo ai fini della determinazione del prezzo o del valore economico o della valutazione di un'offerta ricevuta o effettuata e sottolineare che i risultati ottenuti sono, in ogni caso, frutto di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati;
- utilizzare una comunicazione chiara e trasparente, evidenziando altresì i rischi e le criticità connessi alla natura e oggetto dell'incarico;
- specificare, compatibilmente con la natura dell'incarico:
 - le possibili tempistiche di svolgimento dello stesso (fatta salva l'effettiva disponibilità di informazioni secondo i tempi e le modalità previste, oltre che l'effettivo allineamento di tutti i soggetti eventualmente coinvolti nell'operazione alle stesse);
 - le eventuali criticità connesse;
 - la tipologia di operazione o processo da perseguire.

Art. 4 – Team di lavoro

Nello strutturare l'azione dell'incarico, l'Advisor M&A si impegna a:

- avvalersi di un team adeguato, in termini di professionalità, competenza e seniority, alle esigenze dell'incarico;
- dedicare le risorse e l'impegno necessari per l'espletamento dell'incarico, anche sulla base di quanto concordato con il cliente.

Art. 5 – Conflitto di interessi

L'Advisor M&A agisce nell'interesse esclusivo del cliente e si impegna a:

- ricevere il mandato solo da una delle Parti salvo casi particolari, quando è volontà delle Parti di conferire congiuntamente il mandato;
- verificare l'esistenza di potenziali conflitti di interesse prima e durante lo svolgimento dell'incarico e a comunicarli tempestivamente al cliente laddove siano presenti e/o emergenti, fermo restando quanto previsto dalla legge;
- non porre in essere, ovvero a non essere oggetto di azioni (che possano anche solo essere interpretati come eccedenti le normali pratiche commerciali e di cortesia), rivolte ad acquisire trattamenti di favore nella conduzione di qualsiasi attività e che possano influenzare l'indipendenza di giudizio e/o indurre ad assicurare un qualsiasi vantaggio.

Art. 6 – Corrispettivi

L'Advisor M&A struttura il proprio schema di remunerazione secondo la prassi di mercato, impegnandosi ad esplicitare in modo più chiaro possibile lo stesso al cliente e basandosi sull'oggetto specifico dell'eventuale operazione, sulla natura dell'incarico, sull'impegno richiesto, sui rischi connessi e sul valore apportato.

Laddove vi sia una stretta correlazione tra la remunerazione (o parte della stessa) e i tempi/durata dell'incarico, l'Advisor M&A si impegna a rendere edotto il cliente, in piena trasparenza, di tale nesso.

Sezione IV - Rapporti con i Soggetti Terzi

Art. 7 – Rapporti con le controparti

Nei rapporti con le controparti, l'Advisor M&A si impegna a:

- trattare le informazioni in modo riservato, confidenziale e ad utilizzarle esclusivamente ai fini dello specifico incarico, garantendo puntualità e trasparenza nel passaggio delle stesse;
- non alterare deliberatamente le informazioni ricevute;
- fare in modo che, per quanto di sua competenza e sulla base di quanto concordato con il cliente, tutte le parti coinvolte nell'operazione si attengano alle opportune accortezze in termini di confidenzialità e riservatezza.

Art. 8 – Rapporti con altri soggetti terzi

Nei rapporti con altri soggetti terzi, l'Advisor M&A si impegna a:

- garantire che le informazioni di carattere confidenziale acquisite dalla clientela e/o dalle controparti non siano comunicate a soggetti terzi all'esterno della società;
- non diffondere, in ogni caso, notizie o commenti falsi o tendenziosi;
- utilizzare un linguaggio improntato alla cautela e alla moderazione, al fine di evitare ogni ingiustificata e/o inopportuna interpretazione (da parte dell'opinione pubblica e/o di soggetti terzi) su fatti relativi al proprio incarico.

AIFI
Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Via Pietro Mascagni, 7 – 20122 Milano
Tel: +39 02 7607531 - Fax: +39 02 76398044
e-mail: info@aifi.it - sito: www.aifi.it