

**Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 27 – Aprile 2025**

## **Evitare che la vendita dell'azienda diventi una trappola**

La vendita di un'azienda è un processo pieno di insidie. I comportamenti opportunistici dell'acquirente possono manifestarsi in diverse fasi della transazione e sono generalmente finalizzati a ottenere vantaggi in termini di condizioni o di prezzo finale. Nella nostra esperienza ci sono quattro principali categorie di opportunismi, riguardanti ciascuna delle fasi di cui si compone il *deal*:

- a) la fase della negoziazione;
- b) la fase della *due diligence*;
- c) la fase di *signing* e di *closing*;
- d) la fase post-acquisizione.

Via via che la negoziazione progredisce e si passa da una fase all'altra le conseguenze negative dei comportamenti opportunistici del potenziale acquirente diventano più gravi, sino a quando il venditore si trova in una vera e propria trappola dalla quale è difficile uscire.

Di seguito è offerta una breve sintesi dei comportamenti opportunistici che nella nostra esperienza sono più frequenti in ciascuna fase.

### **Opportunismo nella fase di negoziazione**

In questa fase i comportamenti opportunistici più frequenti sono riconducibili a:

- "*Bait and switch*" (cambio delle condizioni): l'acquirente inizia con un'offerta allettante per attrarre il venditore, ma successivamente cerca di modificarne le condizioni a suo favore.
- Allungare artificialmente le trattative: l'acquirente dilata i tempi delle negoziazioni per stancare il venditore e metterlo sotto pressione, inducendolo ad accettare condizioni peggiori.
- Acquisizione di informazioni strategiche: l'acquirente partecipa alla trattativa non con l'intento di concludere l'affare, ma per ottenere informazioni riservate sulla target, utili per altre operazioni o per danneggiare un concorrente.

### **Opportunismo nella fase di *due diligence***

In questa fase i comportamenti opportunistici più frequenti si traducono nel:

- Esagerare i problemi emersi ("*chip away strategy*"): l'acquirente enfatizza eventuali rischi o problemi emersi durante la *due diligence* per forzare il venditore a concedere uno sconto significativo.
- "*Fishing expedition*": l'acquirente prolunga la *due diligence* senza un reale intento di concludere il *deal*, con lo scopo di raccogliere informazioni sensibili e negoziare da una posizione di forza.
- Pretendere garanzie eccessive: l'acquirente chiede protezioni sproporzionate rispetto ai rischi reali, cercando di spostare tutto il rischio sulla parte venditrice.

### **Opportunismo nella fase di *signing* e *closing***

In questa fase i comportamenti opportunistici dell'acquirente consistono nel:

- Tentare di rinegoziare il prezzo dopo la firma ("*re-trading*"): l'acquirente firma un accordo, ma prima del *closing* cerca di abbassare il prezzo invocando nuove giustificazioni.

- Ritardare intenzionalmente il *closing*: l'acquirente rallenta la chiusura del *deal* per mettere pressione finanziaria sul venditore, spesso nella speranza di ottenere concessioni.
- Minacciare il *walk-away*: simula l'intenzione di ritirarsi dal *deal* per ottenere ulteriori vantaggi economici o modifiche alle condizioni contrattuali.

### Opportunismo nella fase post-acquisizione

In questa ultima fase l'acquirente può:

- Contestare il valore dell'azienda dopo l'acquisto: l'acquirente, dopo aver chiuso il *deal*, cerca di ottenere indennizzi dal venditore sostenendo che alcune informazioni fornite erano fuorvianti.
- Utilizzare *earn-out* in modo sleale: se il prezzo finale include una componente di *earn-out* (= pagamenti futuri basati sui risultati della società), l'acquirente può manipolare la gestione *post-deal* per impedire il raggiungimento degli obiettivi e quindi evitare il riconoscimento dell'aggiustamento prezzo.
- Svalutare intenzionalmente le attività ("*big bath accounting*"): dopo l'acquisizione, l'acquirente potrebbe deliberatamente registrare perdite o spese straordinarie per giustificare un prezzo più basso e ridurre il valore degli *earn-out* o delle partecipazioni residue degli ex-soci.

### Come proteggersi dai comportamenti opportunistici dell'acquirente

Le soluzioni adatte a prevenire questi comportamenti opportunistici sono riconducibili a:

- Strutturare bene il contratto: prevedere penali in caso di ritardi ingiustificati e limitare la possibilità di rinegoziazioni post-firma.
- Definire chiaramente gli *earn-out*: evitare metriche facili da manipolare e inserire clausole di protezione per il venditore.
- Condurre una *due diligence* inversa: analizzare il *track record* dell'acquirente per verificare se ha adottato comportamenti opportunistici in operazioni precedenti.
- Impostare una strategia di negoziazione solida: non accettare riduzioni di prezzo senza valide giustificazioni e fissare tempistiche rigide per il *closing*.

Quest'ultimo punto richiede un breve approfondimento. Nessuna vendita di azienda può essere avviata senza che il venditore conosca il valore della propria azienda nella prospettiva di mantenerla (non venderla). Solo conoscendo il valore cui l'azionista rinuncia con la vendita, è possibile affrontare una trattativa di vendita sicura. Non necessariamente il venditore deve comunicare all'acquirente quel valore, ma deve invece chiarire sin dall'inizio della trattativa che dispone di una stima autorevole del valore cui rinuncia con la cessione dell'azienda.

Questa comunicazione, nella nostra esperienza, non solo cambia completamente l'atteggiamento del potenziale acquirente nella transazione, ma anche lo incentiva a formulare proposte di prezzo più generose. È lo stesso fenomeno che si verifica nelle vendite in asta con prezzo di riserva segreto. La teoria delle aste ci dice che il compratore genuinamente interessato formulerà un'offerta che incorpora un premio rispetto al valore dell'azienda stand alone.

### Conclusioni

In qualsiasi transazione gli interessi di venditore e di acquirente sono contrapposti. Ciò favorisce l'adozione di comportamenti opportunistici da parte dei potenziali acquirenti, con la conseguenza per il venditore di trovarsi all'avanzare della negoziazione prigioniero di una vera e propria trappola.

Per prevenire i comportamenti opportunistici di potenziali acquirenti (interessati solo a realizzare un buon affare) e non invece a sviluppare un genuino progetto industriale è opportuno adottare soluzioni tecniche e negoziali appropriate. La prima e principale soluzione

# ACB

## Valutazioni

consiste nel disporre di una valutazione autorevole da cui desumere il valore cui il venditore rinuncia in una ipotetica cessione dell'azienda. Anche se non comunicato il risultato della stima, la sola conoscenza di una valutazione autorevole rende consapevole il potenziale acquirente dell'esistenza di un *floor* di valore al di sotto del quale il venditore non sarà mai disposto a negoziare. L'effetto è attirare solo gli acquirenti genuinamente interessati e incentivarli a riconoscere un premio nella formulazione del prezzo di acquisto.

### ACB Valutazioni

#### *Chi siamo*

ACB Valutazioni è una società che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle proprie dei titolari di 12 studi professionali di commercialisti di grande rilevanza a livello nazionale tutti con più di 30 anni di esperienza (veterani), dedicata alle valutazioni ed alle attività complementari alle valutazioni (riorganizzazioni societarie e ristrutturazioni fiscali, due diligence, attestazioni di piani, ecc.). La missione di ACB Valutazioni consiste nel colmare un vuoto di offerta nel nostro paese nelle valutazioni di alta qualità da parte di soggetti indipendenti, coniugando fra loro tre elementi qualificanti: le competenze *best in class* nel campo delle valutazioni, anni di esperienza di professionisti qualificati nella soluzione di problemi societari complessi e l'energia imprenditoriale di una struttura societaria.

#### *Come lavoriamo*

ACB Valutazioni assiste le aziende in tutti i percorsi di crescita esterna, di razionalizzazione della compagine azionaria, di cambio di governance, di vendita, di aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione. Partiamo dall'analisi fondamentale dell'azienda, individuamo i percorsi in grado di valorizzarla al meglio in relazione agli scopi del management e forniamo assistenza qualificata in tutte le fasi dei processi di acquisto, di vendita, di ricapitalizzazione.

La nostra peculiarità è che utilizziamo solo professionisti senior, perché crediamo che, quando la posta in gioco è alta, non ci sia nulla di più pericoloso del non avvalersi di un team altamente esperto!

#### **MODULO DI ISCRIZIONE ALLA NEWSLETTER**

Per ricevere direttamente la newsletter mensile "Idee di Valore" e altre informazioni riguardanti il mondo delle valutazioni potete registrarvi al seguente link

<https://mailchi.mp/acb-valutazioni/iscriviti>