

## Valutare un'acquisizione: le maggiori criticità

di Massimo Buongiorno – docente di Finanza Aziendale Università Cà Foscari Venezia

*La valutazione d'azienda è esercizio assai diverso dalla valutazione di una acquisizione. La letteratura si è ampiamente soffermata su questa distinzione ma l'ha ricondotta alla stima del potenziale sinergico quando invece la prassi evidenzia che sono molteplici le voci sensibili che si presentano ad interpretazioni opportunistiche delle parti.*

*Nel presente articolo verranno esaminate le scelte di metodo in relazione alla determinazione della posizione finanziaria netta che impatta sul valore con riferimento ai criteri di mercato e basati sui risultati attesi negli approcci che stimano il corrispettivo di acquisizione come differenza tra il valore complessivo del capitale investito e la posizione finanziaria netta.*

*Ugualmente controversa è la determinazione dell'Ebitda che pure viene a costituire una grandezza fondamentale di riferimento nelle valutazioni con il metodo di mercato.*

*Il lavoro si sofferma infine sulle scelte di convenienza del venditore in merito all'opportunità di cedere in blocco impresa e immobili strumentali di proprietà all'interno dei diversi contesti valutativi.*

*Conclude la rassegna dei temi, l'analisi delle clausole di earn-out quale strumento per riconciliare la valutazione oggettiva di una impresa con le aspettative del venditore.*

### Dalla valutazione dell'azienda alla valutazione di una acquisizione

È opinione comune che la valutazione di un'azienda e la valutazione di un'acquisizione siano sostanzialmente identiche e che valutare l'una equivalga a valutare l'altra.

Tale convinzione, come i consulenti specializzati nelle operazioni straordinarie ben sanno, è assai sbagliata.

In primo luogo, le valutazioni d'azienda possono essere rese per molteplici finalità della quali la possibile acquisizione/cessione è solamente una, ancorché probabilmente la più frequente.

Proprio perché la valutazione delle aziende risponde a esigenze differenti essa dovrebbe tendere, pur entro i limiti della specifica finalità, ad un valore oggettivo od almeno condivisibile sul mercato, tenendo delle inevitabili soggettività quali le ipotesi del valutatore in merito alla futura evoluzione aziendale.

La valutazione di un'acquisizione è invece sempre specifica poiché riguarda un'operazione con parti ben definite, coinvolte in un processo negoziale nel quale ciascuno mira a massimizzare il proprio vantaggio.

La teoria economica ha da tempo ricondotto queste tematiche ad un aspetto in particolare, ovvero il potenziale sinergico che consiste nella possibilità di creare attraverso l'acquisizione una nuova combinazione aziendale capace di generare sinergie derivanti da un miglior utilizzo e sfruttamento delle risorse esi-

stente sia materiali (impianti, macchinari, magazzini) sia immateriali (marchi, rete distributiva, brevetti e tecnologia).

Quanto maggiore è il potenziale sinergico tanto maggiore sarà il valore che l'azienda da acquisire viene ad assumere per l'acquirente. Rispetto ad un valore corrente di mercato (*fair value*) dell'azienda, l'acquirente è disposto ad offrire qualcosa in più in ragione delle potenzialità che potrà sfruttare in seguito.

Ne deriva pertanto che mentre il *fair value* dell'azienda rimane costante, il valore di acquisizione è variabile in funzione del potenziale sinergico che ciascun acquirente interessato all'operazione potrà sviluppare in ragione delle proprie caratteristiche.

A ben guardare però, oltre alle sinergie, sono molteplici i possibili fattori di criticità nel passaggio dal valore d'azienda al valore d'acquisizione. Tali voci "sensibili", tipicamente nella negoziazione di un'acquisizione, portano a discussioni che apparentemente riguardano la tecnica valutativa ma che in realtà nascondono l'obiettivo delle parti di ottenere il maggior risultato possibile.

Il presente lavoro è proprio indirizzato a fare chiarezza su questi aspetti, evidenziando le voci sensibili e l'impatto che possono avere in ragione dei differenti criteri valutativi utilizzati dalle parti e ponendosi come "guida" per discernere fino a che punto nel processo negoziale la controparte richiami una effettiva prassi consolidata o dove invece ponga in essere comportamenti meramente opportunistici.

Verranno analizzati in dettaglio:

1. Le differenti modalità di determinazione della Pfn;
2. Le differenti modalità di determinazione dell'*E-bitda*;
3. Le decisioni in merito alle immobilizzazioni strumentali con mercato liquido;
4. Le clausole di *earn-out*.

## La determinazione della posizione finanziaria netta

Un primo punto di criticità riguarda la determinazione della posizione finanziaria netta.

Tutti gli approcci valutativi di tipo asset side (tipicamente approccio dei multipli di mercato e approccio fondato sui risultati attesi), che pervengono alla stima del valore del capitale economico di un'impresa (*Wequity*) attraverso la stima del valore complessivo del capitale investito (*Wasset* o *Enterprise Value*), richiedono la determinazione della posizione finanziaria netta che esprime il debito finanziario complessivo dell'impresa. Tali metodi trovano nella prassi ampia diffusione all'interno della negoziazione delle acquisizioni<sup>1</sup>.

La determinazione della posizione finanziaria netta (Pfn) ha rilevanza trasversale rispetto ai diversi criteri valutativi richiamati ed ha un significativo impatto negoziale poiché, dato il *Wasset*, quanto maggiore è la Pfn tanto minore sarà *Wequity* e quindi il corrispettivo che l'acquirente deve riconoscere al venditore.

La definizione comunemente accettata di Pfn include tutte le passività onerose e la liquidità immediatamente disponibile o comunque disponibile nel brevissimo e senza rischio di oscillazione dei prezzi.

Le passività che in gran parte costituiscono la Pfn sono di natura finanziaria, tipicamente debiti verso il sistema bancario o a fronte dell'emissione di prestiti obbligazionari.

In merito al debito bancario si richiedono alcune precisazioni poiché a fronte di voci di chiara interpretazione ve ne sono altre più problematiche.

Rientra nella Pfn tutto il debito verso banche in essere alla data della valutazione e correttamente registrato in bilancio (o nel bilancio di verifica per situazioni infrannuali). Rientra, tuttavia, nella Pfn an-

che ciò che potrebbe non essere stato registrato in bilancio.

Il riferimento è a due situazioni specifiche:

1. le operazioni di *leasing* finanziario (cioè tutte quelle operazioni che consentono l'acquisto di un cespite nel tempo, con traslazione dei rischi di deperimento o di obsolescenza in capo all'impresa e con contestuale finanziamento per l'acquisto) rientrano nella Pfn e, quindi, se l'impresa redige il bilancio secondo i principi contabili nazionali dovrà procedere alla "rettifica *leasing*" secondo quanto indicato dallo Ias 17;
2. il finanziamento del capitale circolante nella forma delle anticipazioni bancarie salvo buon fine delle ricevute bancarie o delle fatture sono spesso trattate dai software di contabilità come estinzione del credito a fronte di un incremento di liquidità. Ovviamente questa rappresentazione è scorretta perché il credito verso il cliente è ancora aperto e in caso di mancato pagamento a scadenza il debito nei confronti della banca rimane e dovrà essere estinto nelle modalità previste contrattualmente. La rettifica di questa posizione richiede un intervento "manuale" che normalmente viene effettuato in bilancio, ma che potrebbe non essere stato fatto in occasione di bilanci infrannuali che sottostimano l'entità del debito. Considerazioni analoghe valgono per tutte le anticipazioni o anche cessioni del credito *pro-solvendo*.

Ove in sede di negoziazione di un'acquisizione dovessero essere sollevate dall'acquirente questioni inerenti i due punti precedenti è evidente che esse sono del tutto legittime poiché si tratta in realtà di errori valutativi.

È assai più discutibile, invece, l'inclusione nella Pfn del fondo Tfr per l'importo in essere al momento della valutazione, in quanto sul punto non esiste un posizione condivisa in letteratura: da un lato, vi è, infatti, la posizione di chi ritiene che poiché il fondo Tfr riguarda i dipendenti (costo operativo) debba essere considerata come una passività operativa; dall'altro, invece, vi è chi vede nella rivalutazione annuale del fondo Tfr una forma di onerosità del debito.

A parere di chi scrive la prima posizione è preferibile non essendo immaginabile un'azienda in funzionamento senza dipendenti, mentre le scelte in merito alla dimensione del debito dovrebbero essere discrezionali. In questo modo il fondo Tfr è da intendersi come già valorizzato nel *Wasset*; tuttavia è facile cogliere la posizione dell'acquirente in sede negoziale

<sup>1</sup> È appena il caso di notare che l'Organismo Italiano di Valutazione nel documento in corso di approvazione, Principi Italiani di Valutazione attribuisce a questi metodi ampia dignità ed è, quindi, assai probabile che essi trovino maggiore diffusione in futuro anche in contesti valutativi diversi da quelli di acquisizione.

che vede il fondo Tfr come un impegno finanziario a fronte del quale si vorrebbe ridurre il corrispettivo da riconoscere al venditore<sup>2</sup>.

La scelta, quindi, di includere il fondo Tfr nella Pfn non può definirsi una prassi comune, ma viene a dipendere dalla negoziazione tra le parti.

Un'ulteriore criticità risiede nei finanziamenti soci la cui attribuzione a Pfn o a patrimonio netto dipende da considerazioni assai sottili. Tuttavia, nella valutazione di acquisizione il tema non è particolarmente critico poiché ove venisse considerato patrimonio sarebbe parte del corrispettivo, ove, invece, venisse considerato debito sarebbe rimborsato secondo le modalità previste contrattualmente. Rimane ovviamente possibile che anche in presenza di un finanziamento soci chiaramente identificabile come debito le parti possono decidere il rimborso anticipato contestualmente al *closing*<sup>3</sup>.

Rimangono da considerare le passività originariamente non finanziarie ma che possono divenire tali ove non fossero onorate a scadenza. È il tipico caso di acquisizioni di imprese in tensione di liquidità con un carico di debiti nei confronti dei fornitori, dello Stato (per imposte, ritenute e contributi non pagati) che trascende una situazione ordinaria.

Pur in mancanza di chiari riferimenti in letteratura, è prassi consolidata che lo scaduto debba essere incluso nella Pfn sia perché oneroso (gli interessi moratori) sia perché non correttamente valorizzato nel *Wasset* che ipotizza una situazione di ordinario funzionamento dell'impresa.

È appena il caso di notare che la posizione opposta è assai difficilmente difendibile dal venditore in sede negoziale, a fronte dell'innegabile impegno al rimborso che l'acquirente viene ad assumere.

Le considerazioni che precedono sono estendibili alle acquisizioni di partecipazioni in società di capitale e alle acquisizioni dell'intera azienda ai sensi degli art.2555 e ss cod.civ.. Nel caso di acquisizioni di rami d'azienda la scelta se includere la Pfn nel perimetro di cessione è discrezionale, ferma restando la disciplina dell'art.2560 cod.civ. che prevede la responsabilità solidale del cedente e del cessionario rispetto ai terzi relativamente ai debiti precedenti la cessione.

<sup>2</sup> La riforma del Tfr entrata in vigore il 1° luglio 2007 (D.Lgs. n.252/05) ha parzialmente modificato il contesto poiché per le imprese con più di 50 dipendenti il fondo Tfr non si accumula più, riducendo nel tempo il problema che rimane invece inalterato per le imprese minori.

<sup>3</sup> Solitamente si ritiene che un finanziamento soci con una struttura di rimborso predefinita e con una remunerazione in linea rispetto al mercato sia da considerare debito, mentre, in caso contrario, si avvicini maggiormente al patrimonio. Tuttavia la valutazione può variare da caso a caso.

ne.

Infine, assume rilevanza il momento temporale di rilevazione della Pfn. Solitamente essa viene rilevata al momento della valutazione, ma essendo una grandezza che varia continuamente, al *closing*, risulterà, con ogni probabilità, diversa.

Per ovviare a tale problema sono possibili due soluzioni:

1. definire tra le parti il corrispettivo dell'acquisizione al lordo della Pfn, misurare il dato della Pfn più recente possibile prima del *closing* e, quindi, calcolare il corrispettivo netto (soluzione normalmente preferibile).
2. determinare il corrispettivo netto sulla base della Pfn al momento della valutazione e conguagliare al *closing* per eventuali differenze a favore dell'acquirente o del venditore.

## La determinazione dell'*Ebitda* nelle valutazioni con il metodo di mercato

Le valutazioni effettuate con il metodo di mercato si fondano sull'assunzione che il valore di una impresa possa essere calcolato moltiplicando una grandezza di riferimento per un coefficiente moltiplicativo che viene dal mercato (campione di società comparabili per le quali si conosce il valore<sup>4</sup>) o più semplicemente in uso abituale nel settore.

Attualmente la grandezza di riferimento abituale nel calcolo è divenuta l'*Ebitda*, ma la sua modalità di determinazione non è univoca.

Nell'accezione anglosassone, l'*Ebitda* (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) equivale al risultato della gestione corrente e, pertanto, prescinde dalla remunerazione del capitale immobilizzato che viene invece considerata nell'*Ebit* (*Earnings Before Interest Taxes*). Questa interpretazione si traduce in pratica nella differenza tra i ricavi e tutti i costi operativi tranne gli ammortamenti e le svalutazioni delle immobilizzazioni.

Al contrario, la tradizione continentale vede nel Mol (Margine operativo lordo) la differenza tra i ricavi e tutti i costi di natura monetaria, ovvero che si sono già tradotti in un'uscita monetaria (ad esempio il personale) o che comporteranno un'uscita a breve (gli acquisti di materie prime trascorso il periodo di dilazione di pagamento). Ne deriva che tutte le svalutazioni del circolante e gli accantonamenti al fondo Tfr per le imprese con meno di 50 dipendenti e ai fondi rischi sono escluse dal Mol.

È opinione frequente nella prassi che *Ebitda* e Mol

<sup>4</sup> Perché quotate o oggetto di recenti operazioni straordinarie.

siano due sinonimi, ma in letteratura hanno un significato molto diverso che nelle valutazioni comparative di mercato può tradursi in una significativa differenza di valore.

Da quanto sopra deriva che prima di procedere con la valutazione, è necessario che le parti condividano un approccio ed eventualmente concordino eventuali rettifiche da apportare all'*Ebitda* per tenere conto:

1. di eventuali costi legati alla struttura societaria e non inerenti il *business* operativo (quali, ad esempio, emolumenti abnormi agli amministratori);
2. di differenti modalità di capitalizzazione dei costi ad utilità pluriennale (ricerca, pubblicità).

## Gli immobili strumentali con mercato liquido

Le immobilizzazioni strumentali con mercato liquido che sono parte del patrimonio d'impresa entrano nel processo di stima e fanno normalmente parte di *Wasset*; tuttavia, in un contesto di acquisizione potrebbe porsi un problema di convenienza circa la cessione in blocco di impresa e immobilizzazione.

Verranno di seguito analizzati due casi possibili, il primo si riferisce alla valutazioni di mercato e il secondo a quelle fondate sul criterio dei risultati attesi.

Si ipotizzi che una impresa abbia un *Ebitda* pari a € 500.000 e che il multiplo applicabile sia pari a 4,5. Il *Wasset* risulta pari a € 2,25 milioni. Si supponga ora che l'impresa svolga la sua attività produttiva all'interno di un fabbricato di proprietà (tipica immobilizzazione strumentale liquida), per cui l'*Ebitda* non comprende alcun costo per affitto. La proprietà intende cedere l'impresa, per cui una valutazione oggettiva porterà al valore indicato.

Il venditore però potrebbe ottenere un risultato più soddisfacente, decidendo di non vendere il fabbricato e stipulando un contratto di locazione con l'impresa.

Perché ciò avvenga è necessario che il mercato delle locazioni di fabbricati sottostimi il valore degli immobili rispetto a quello delle compravendite.

Si ipotizzi in primo luogo che il valore di mercato del canone, data la posizione e la metratura del fabbricato, sia pari a € 175.000. Ove si procedesse alla scissione del fabbricato e alla sottoscrizione del contratto di locazione tra l'impresa industriale e la società beneficiaria si avrebbe una riduzione dell'*Ebitda* da € 500.000 a € 325.000 con una conseguente riduzione del *Wasset* a € 1.462.500. Ne deriva che il valore del fabbricato, implicito nella valutazione con il metodo dei multipli è pari alla differenza tra i due valori

ovvero € 787.500 (€ 2.250.000 meno 1.462.500).

Se il valore corrente del fabbricato sul mercato è superiore a € 787.500 non è conveniente vendere il fabbricato "in blocco" con l'impresa, ma è conveniente tenerlo separato ed eventualmente venderlo successivamente in modo separato<sup>5</sup>. Alla convenienza del venditore si accompagna spesso una valutazione di opportunità dell'acquirente che essendo normalmente interessato all'attività d'impresa, e non alla gestione immobiliare, preferisce "ereditare" un contratto di locazione e ridurre l'investimento nell'acquisizione.

Nel caso in cui la valutazione si fondi sui risultati attesi, si perviene al valore attualizzando tali flussi di risultati ad un tasso di sconto espressivo del valore finanziario del tempo e del rischio implicito nei flussi attesi.

Si supponga di utilizzare il modello più semplice, ovvero quello che ipotizza costanza di flussi nel tempo. Si supponga che per la stessa impresa analizzata in precedenza il flusso di cassa operativo da attualizzare sia pari a € 191.250 e che il tasso di attualizzazione sia del 8,5%<sup>6</sup>. Anche in questo caso il *Wasset* è pari a € 2,25 milioni. Se la proprietà decidesse di non vendere il fabbricato, il flusso operativo si ridurrebbe in misura pari al canone di € 175.000 al netto del risparmio d'imposta legato ai maggiori costi deducibili. Ipotizzando un'aliquota effettiva del 40%, il flusso operativo si riduce a € 121.250 che equivale ad un *Wasset* di € 1.426.471. Anche in questo caso, la riduzione del *Wasset*, e quindi del corrispettivo che il venditore al netto del Pfn verrebbe a ricevere, è uguale al valore implicito del fabbricato nella valutazione pari a € 823.529. Valgono le stesse considerazioni di convenienza del caso della valutazione con i multipli.

È evidente che l'adozione di un differente moltiplicatore o tasso di attualizzazione altera il profilo decisionale, per cui una volta che all'interno di un processo negoziale si sia arrivati ad una condivisione su tali parametri fondamentali, il venditore potrà svolgere al meglio le proprie analisi di convenienza.

Si noti che pur in presenza di un analogo *Wasset*, il valore implicito del fabbricato è diverso tra la valu-

<sup>5</sup> Intorno alla metà del primo decennio del 2000, la crescita del valore degli immobili, rispetto a quello delle locazioni, rendeva quasi sempre più conveniente tenere separato l'immobile dall'impresa. Al contrario, nel periodo successivo, la contrazione del valore ha incrementato la convenienza della cessione "in blocco", sempre che, naturalmente, l'acquirente sia disposto ad acquistarlo.

<sup>6</sup> Si ricorda che il flusso operativo è pari all'*Ebitda* meno le imposte, la variazione di capitale circolante commerciale e gli investimenti in immobilizzazioni.

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

tazione con i multipli e quella fondata sui risultati attesi. Tali divergenze dipendono dalle modalità di stima del multiplo e del tasso e, in particolare, dal trattamento del rischio implicitamente incluso. Sul piano operativo, le differenze nei risultati a cui si può giungere impiegando differenti criteri valutativi dovrebbero indurre le parti a definire in anticipo, rispetto all'esercizio valutativo, i metodi da adottare dettagliandone le varianti da applicare.

## La clausola di *earn-out*

A conclusione di questa rassegna delle differenze che possono esistere tra valore d'azienda e valore d'acquisizione meritano attenzione le clausole di *earn-out*.

Tali clausole hanno ricevuto crescente attenzione nel passato decennio anche nelle acquisizioni in Italia, pur provenendo, come il nome tradisce, dal contesto anglosassone.

Tali clausole sono applicabili in presenza di una differenza di valore tra le parti che nasce da visioni diverse in merito all'evoluzione della *performance* dell'impresa.

Si supponga che il venditore/imprenditore ritenga che il *Wasset* sia pari a € 5 milioni in ragione del positivo concretizzarsi di un insieme di azioni sviluppate nel tempo che incrementeranno l'*Ebitda* da € 800.000 a € 1.000.000 dato un multiplo pari a 5. Al contrario, una valutazione più oggettiva dell'impresa, fatta propria dal potenziale acquirente, porta ad un valore di €

4 milioni (€ 800.000 per 5 volte). Essendo significativa la distanza tra le parti, è ragionevole ipotizzare che la trattativa possa non concludersi.

Ove invece venisse accettata una clausola di *earn-out*, il venditore riceverebbe al *closing* € 4 milioni con la possibilità di ricevere fino ad un milione di euro entro un periodo predefinito se effettivamente si registrerà l'incremento previsto dell'*Ebitda*.

Questa clausola funziona bene se il venditore rimane in azienda, come responsabile diretto del raggiungimento degli obiettivi; è di più complessa attuazione nel caso contrario.

Tipicamente le fattispecie nelle quali ricorrono queste clausole sono le acquisizioni di aziende "imprenditoriali" da parte di grandi imprese oppure nel caso di investitori finanziari.

Le clausole di *earn-out* richiedono che vengano definiti nel contratto di acquisizione:

1. la grandezza di riferimento sulla quale misurare la *performance*. Può essere un valore assoluto (*Ebitda* o *Ebit*) oppure un indicatore (*Ebitda ratio*, *Ros*, *Roi*).
2. il momento temporale nel quale verificare il conseguimento del risultato (solitamente uno o due anni).
3. l'entità dell'*earn-out*, ovvero il maggior corrispettivo da riconoscere e le relative modalità di calcolo (ad esempio modalità tutto/niente oppure graduazioni in funzione della porzione di risultato raggiunto).

 **Euroconference**  
Editoria



Riviste

## CRISI E RISANAMENTO

Strumenti, tecniche e soluzioni concorsuali

Crisi e risanamento

€ 119,00 + IVA (anzichè € 180,00 + IVA)

Crisi e risanamento + Vision pro

€ 179,00 + IVA (anzichè € 191,00 + IVA)

OFFERTE VALIDE FINO AL 30 APRILE

[ACCEDI AL SITO](#)