

La rivista delle operazioni straordinarie n. 3/2017

L'effetto sul valore delle evidenze sorte successivamente alla *due diligence* in un'operazione di acquisizione

di Massimo Buongiorno - docente di finanza aziendale, Università Bocconi di Milano e Università Ca' Foscari di Venezia

Un tema spesso ignorato, ma che merita attenzione, è l'impatto delle differenze risultanti dall'attività di due diligence sul valore dell'azienda o della partecipazione oggetto di cessione e sui conseguenti effetti negoziali.

L'articolo approfondisce questi aspetti con riferimento ai principali metodi di valutazione, patrimoniale, finanziario, reddituale e dei multipli.

In particolare, si distinguono situazioni nelle quali le rettifiche possono essere accolte all'interno del modello valutativo da altre che, invece, richiedono l'applicazione di un correttivo sul valore finale.

Valutazione d'azienda e processo di acquisizione: il ruolo dell'attività di *due diligence*

È assai frequente che l'attività valutativa sia finalizzata a una successiva operazione di cessione dell'azienda o di una partecipazione rappresentativa del capitale della società che svolge attività di impresa.

In entrambi i casi, il momento valutativo costituisce un presupposto indispensabile per verificare la possibile convergenza delle parti verso un prezzo soddisfacente per entrambe.

Ne deriva che il valore stimato dell'azienda o della partecipazione non costituisce di per sé solo un "prezzo" - che sarà, invece, il risultato dell'attività negoziale tra le parti - ma solamente un ancoraggio per la trattativa.

Tra i fattori che maggiormente influiscono sulla differenza tra il valore stimato e il prezzo vi sono:

1. la distribuzione tra le parti del carico fiscale e dei relativi benefici;
2. l'eventuale riconoscimento di una parte delle sinergie potenziali per l'acquirente;
3. il riconoscimento di un diverso potere contrattuale delle parti (ad esempio per la necessità di vendere o di comprare).

Il prezzo si forma, pertanto, nella prima fase dell'attività negoziale che, per solito, ove le parti concordino, si traduce nella sottoscrizione di una lettera di intenti che, pur non avendo effetti vincolanti per le parti, riconosce che le stesse hanno trovato un'intesa sugli aspetti economici dell'operazione.

La valutazione sulla quale il prezzo si è ancorato è normalmente fondata sulle informazioni alle quali la parte potenziale acquirente ha avuto accesso e che riguardano:

4. il bilancio degli ultimi esercizi ed eventualmente, ma non necessariamente, il bilancio di verifica per l'ultimo esercizio;

5. i dati contenuti nell'*information memorandum*, ovverosia quel documento riassuntivo di quanto il venditore ha ritenuto necessario comunicare al potenziale acquirente (mercato, clienti, prodotti, processi produttivi, *management team* e un sintetico *business plan*).

L'acquirente ha, pertanto, potuto tener conto - ai fini della valutazione - di un insieme limitato di informazioni che necessitano di una dettagliata verifica "sul campo" della rispondenza a verità rispetto a quanto risulta dal bilancio ed è stato comunicato dal venditore.

Tale verifica viene solitamente definita "*due diligence*" ed è da ritenersi abituale nel processo di acquisizione a tutela dell'acquirente, nonché per limitare lo sforzo da richiedere al venditore a titolo di garanzia successivamente al perfezionamento dell'operazione.

La *due diligence* copre tutte le aree di rischio potenziale che riguardano la società o l'azienda oggetto di cessione e consta di un insieme di verifiche generalmente effettuate e di altre che sono specifiche a seconda dell'attività svolta e della tipologia aziendale.

Rientrano nella prima categoria le verifiche inerenti:

- la coerenza del bilancio di esercizio (o eventualmente del bilancio consolidato) con i principi contabili di riferimento;
- la corretta applicazione delle norme civilistiche, tributarie e previdenziali.

Sono, invece, esempi della seconda categoria, le verifiche ambientali, le verifiche della regolarità delle autorizzazioni/concessioni, il rispetto delle norme specifiche per attività (ad esempio quelle sanitarie per la ristorazione).

L'attività di *due diligence* è generalmente regolata nella lettera di intenti che ne prevede la modalità di attuazione, le relative tempistiche e l'impatto sul prezzo, oltre che prevedere clausole che consentono al potenziale acquirente di "sciogliersi" ove le risultanze della *due diligence* siano tali da non rendere più conveniente l'operazione.

In particolare, proprio quest'ultimo sarà l'oggetto dell'approfondimento nel presente lavoro, che si propone di evidenziare le più opportune modalità di accoglimento dei risultati della *due diligence* nel valore dell'azienda o della partecipazione e, quindi, nel prezzo di acquisizione.

L'accoglimento dei risultati della *due diligence* nelle valutazioni patrimoniali

La valutazione patrimoniale semplice, complessa o con stima autonoma dell'avviamento prevede, quale elemento comune, il riallineamento a valori correnti delle attività e passività. Le valutazioni complesse tengono conto anche degli intangibili non iscritti a bilancio, mentre i metodi "misti" considerano un generico intangibile che viene definito avviamento.

Il valutatore che ha operato nell'interesse dell'acquirente non ha potuto godere di una base informativa completa (nei termini dei Principi Italiani di Valutazione l'incarico svolto è configurabile come un parere valutativo più che una valutazione), ma solamente delle informazioni desumibili dal bilancio o dal bilancio di verifica quando disponibile.

Può allora accadere che il riscontro puntuale della rispondenza tra quanto presente in contabilità e quanto correttamente da svolgere rispettando i principi contabili evidenzia delle incongruità.

Tipicamente le voci critiche sono quelle dell'attivo circolante, segnatamente crediti e rimanenze.

Si ipotizzi che siano iscritti in bilancio crediti per 750.000 euro, svalutati per 150.000 euro. Il valutatore non disponendo di ulteriori informazioni e non risultando, ad evidenza, ulteriori crediti da svalutare (ad esempio clienti falliti o in procedura concorsuale) ha assunto il valore del credito per 600.000 euro, ovvero pari a quello di bilancio.

Il patrimonio netto rettificato a valori correnti evidenzia una differenza di 950.000 euro rispetto al valore del patrimonio netto di bilancio pari a 350.000 euro. Il patrimonio netto risultante dalla valutazione è pertanto pari a 1.300.000 euro.

Successivamente la *due diligence* mostra che il valore di presumibile realizzo dei crediti non è pari a 600.000 euro, bensì a 500.000 euro risultando carenti le svalutazioni per 100.000 euro.

Conseguentemente il patrimonio netto rettificato andrà ridotto a 1.200.000 euro a seguito delle risultanze dell'attività di *due diligence*. Il corrispettivo da riconoscere al venditore dovrebbe, quindi, ridursi di pari importo.

Considerazioni analoghe valgono per le rimanenze, ma anche per partecipazioni e titoli che sono sovente oggetto in bilancio di un trattamento più "benevolo" di quanto dovrebbe essere.

La sola valutazione patrimoniale semplice non è normalmente sufficiente per esprimere un valore corretto, rendendosi necessaria una verifica della capacità reddituale per sincerarsi dell'assenza di

condizioni che giustifichino l'applicazione di un avviamento negativo. La capacità reddituale sarà stata esplicitamente considerata anche nella valutazione complessa (tipicamente mediante l'adozione di un metodo reddituale per la stima degli intangibili) ed ancor più nel metodo misto che si fonda sull'attualizzazione dei sovraredditi calcolati a partire dalle previsioni ragionevolmente elaborabili.

La *due diligence* non riguarda solo le voci patrimoniali, ma anche quelle reddituali e in particolare:

- la scomposizione di costi e ricavi tra le componenti che riguardano l'attività operativa da quella accessoria (ad esempio ricavi e costi derivanti da immobili non strumentali valutati separatamente);
- l'esistenza dei requisiti per la capitalizzazione degli oneri pluriennali;
- la correttezza del processo di ammortamento rispetto alla vita utile residua delle immobilizzazioni.

Può accadere che, agli esiti della *due diligence*, risulti un reddito normalizzato inferiore a quello ragionevolmente stimabile sulla base delle risultanze di bilancio.

Riprendendo i dati dall'esempio precedente, è stato stimato un patrimonio netto rettificato pari a 1.300.000 euro.

Il tasso di rendimento normale di settore viene stimato pari al 9% e lo stesso tasso viene utilizzato per attualizzare il sovrareddito che risulta pari a:

$$\text{Reddito normalizzato atteso } 150.000 - \text{Reddito normale: } 117.000 (1.300.000 * 9\%) = 33.000$$

Il valutatore ha ritenuto che il sovrareddito si esaurisca in 5 anni, sicché l'avviamento viene stimato pari a 128.358 euro. Tale valore si aggiunge al patrimonio netto rettificato per un totale di 1.428.358 euro.

La *due diligence* rileva:

6. il minor valore dei crediti per 100.000 euro;
7. la necessità di scomputare dall'utile normalizzato un importo pari a 15.000 euro attribuibile ad attività accessorie.

Diviene necessario ricalcolare il valore sulla base di un patrimonio netto rettificato di 1.200.000 euro e di un reddito normalizzato per 135.000 euro. Il sovrareddito diviene:

$$\text{Reddito normalizzato atteso } 135.000 - \text{Reddito normale: } 108.000 (1.200.000 * 9\%) = 27.000$$

Il nuovo valore dell'avviamento diviene ora pari a 105.021 euro, mentre il valore complessivo si riduce a 1.305.021 euro.

Infine, andrà considerato l'impatto di ulteriori risultanze negative della *due diligence* quali, ad esempio, il mancato rispetto delle norme ambientali o sanitarie.

In tali casi, se si ritiene che possano avere un impatto sul reddito futuro esso sarà adeguatamente ridotto. Ove, invece, come più frequente le risultanze si traducano in oneri da sostenere per garantire la produzione del reddito atteso, allora dovranno essere quantificati tali oneri, opportunamente attualizzati ad un tasso privo di rischio poiché il loro sostenimento è certo e portati a riduzione del valore totale.

A titolo esemplificativo, si ipotizzi che l'azienda svolga attività industriale e che la *due diligence* abbia evidenziato delle carenze nel rispetto delle norme ambientali che si tradurranno in costi di bonifica quantificabili in 25.000 euro per 3 anni successivi.

A un tasso di attualizzazione del 1,5% il valore attuale dei costi di bonifica è pari a 72.800 euro circa che saranno portati a riduzione del valore totale che ora diviene pari a 1.323.221 euro.

L'accoglimento dei risultati della *due diligence* nelle valutazioni basate sui flussi attesi

Le valutazioni che adottano il metodo finanziario o quello reddituale devono accogliere le differenze da *due diligence* in modo parzialmente diverso.

Per quanto attiene alla consistenza delle voci dell'attivo patrimoniale, i metodi fondati sui flussi non tengono conto esplicitamente di tali valori, al contrario del metodo patrimoniale per cui la rettifica risulta più disagiata.

Il metodo finanziario consente, tuttavia, di accogliere le rettifiche che si traducono in flussi di cassa esplicitamente considerati nel modello valutativo.

Riprendendo l'esempio dei crediti, il modello finanziario ha previsto nel primo esercizio l'incasso di crediti per 600.000 euro che contribuiscono alla determinazione dei flussi finanziari di tale esercizio e, quindi, al valore dell'azienda.

Quando, a seguito dell'attività di *due diligence*, risulta un presumibile realizzo solamente per 500.000 euro il credito iniziale verso clienti andrà conseguentemente ridotto e quindi implicitamente anche il flusso finanziario si riduce.

Ipotizzando che i crediti previsti alla fine del primo esercizio siano 700.000 euro, in assenza di rettifica sia avrebbe avuto un incremento del credito per 100.000 euro, da interpretare come un impiego di capitale circolante. Dopo la rettifica, l'incremento è per 200.000 euro che contribuisce negativamente al valore dell'azienda al netto dell'attualizzazione.

Nel caso di adozione del metodo reddituale, il reddito del primo esercizio accoglie le maggiori svalutazioni che si rendono necessarie per allineare il valore delle attività a quello risultante dalla *due diligence*.

Nel caso di differenze risultanti nell'attivo immobilizzato, il metodo finanziario consente di tenerne conto direttamente solo ove ne sia prevista la vendita, adottando in quel caso un procedimento analogo a quello esaminato in precedenza. In caso contrario, ad esempio una partecipazione immobilizzata da svalutare dalla quale non si prevedono dividendi, richiede che l'importo da svalutare sia considerato a riduzione del valore complessivo dell'azienda o della partecipazione. Ciò in quanto la valutazione finanziaria si fonda sul presupposto della veridicità e correttezza dei dati iniziali di bilancio.

Più semplice invece la considerazione dell'effetto atteso sul reddito che verrà incluso puntualmente nel modello valutativo nei limiti della ragionevolezza della stima.

In merito alle ulteriori risultanze da *due diligence*, è normalmente possibile includerle nei flussi attesi, come nel caso dei costi di bonifica dell'esempio precedente.

L'accoglimento dei risultati della *due diligence* nelle valutazioni basate sui multipli

L'utilizzo del metodo comparativo di mercato, più noto come metodo dei multipli, richiede ulteriori attenzioni.

Tale metodo è frequentemente utilizzato nella pratica applicando il multiplo opportuno all'Ebitda e successivamente sottraendo la posizione finanziaria netta per giungere alla valutazione del capitale economico.

Nel caso di evidenza dalla *due diligence*, che mostra la necessità di svalutare l'attivo circolante, tale svalutazione non può essere accolta nell'Ebitda perché in quel caso si avrebbe un'eccessiva penalizzazione per il venditore. Si ipotizzi un multiplo di 5 volte e nuovamente la svalutazione del credito per 100.000 euro. In questo caso, la correzione dell'Ebitda si tradurrebbe in una riduzione del valore di 500.000 euro ($100.000 * 5x$).

Ne deriva che l'accoglimento delle differenze da *due diligence* nelle valutazioni basate su questo metodo sarà sempre effettuata a rettifica del valore finale, a meno che la correzione dell'Ebitda non riguardi effetti permanenti, quali ad esempio lo storno dei margini attribuibili alle attività accessorie oggetto di valutazione separata.

Considerazioni conclusive

La trattazione che precede riassume le principali modifiche da apportare al valore dopo che le verifiche hanno consentito di provare la tenuta delle informazioni sulle quali si è articolata la valutazione iniziale.

Ovviamente gli aspetti descritti possono trovare un differente trattamento a seconda di come le parti intendono gestirli in chiave negoziale e da come è stata costruita la lettera d'intenti che può prefinire l'importo massimo delle rettifiche da apportare oltre il quale il venditore può "sciogliersi" oppure prevedere percentuali di accoglimento delle differenze.