

La funzione dell'EBITDA nelle compravendite societarie

di Guidalberto Gagliardi (*) e Stefano Marsilii (**)

Il Margine Operativo Lordo è una guida importante nelle operazioni di M&A. Nella fase di approccio tra le parti (quando s'inizia a ipotizzare il valore del target) e talvolta persino nel contratto di compravendita. Capire come sia costruito e le logiche con cui normalizzarlo è fondamentale.

Nei negoziati per un'operazione di M&A le parti vagliano numerosi elementi per concordare un prezzo per la compravendita.

Uno dei parametri normalmente considerati è l'EBITDA, quella grandezza che nel nostro Paese è anche definita MOL (Margine Operativo Lordo). In effetti essa misura la redditività della gestione operativa al lordo di elementi finanziari - e dunque delle scelte di finanziamento (1) -, di ammortamenti e componenti reddituali straordinari. L'EBITDA è un'importante misura delle prestazioni aziendali e ha diversi impieghi anche estranei all'M&A. Innanzitutto gli analisti, i *trader* e i gestori patrimoniali lo usano per stimare se una società sia correttamente valutata dalla Borsa. I finanziatori, dal canto loro, lo studiano per capire se il cliente sarà in grado di rimborsare le linee di credito. Gli attestatori dei piani previsionali, a loro volta, confrontano il MOL atteso con quello storico e con le medie delle imprese comparabili, soprattutto per capire se il *business plan*, e le discontinuità che introduce, diano luogo a previsioni solide e credibili. In primo luogo, è utile evidenziare che normalmente il multiplo che presenta maggiore correttezza di utilizzo è proprio quello dell'EBITDA. I multipli sulle vendite possono essere parzialmente appropriati in settori a clientela diffusa e marginalità stabile (ad esempio alimentare, *retail*, in parte moda ...), quelli dell'EBIT in settori che non necessitano di investimenti (c.d. *steady state*), ma non certo in settori in cui la tecnologia rappresenta il *driver* che fa la differenza in quanto diretta espressione della capacità dell'azienda di stare sul mercato in modo profittevole.

L'EBITDA, per quanto da solo non possa fornire una visione completa della situazione e

delle prospettive aziendali, è comunque un indicatore fondamentale in gran parte dei settori (2).

Se ci si concentra sul tema dell'M&A, è importante che il venditore comprenda la funzione dell'EBITDA (3) e come esso sia calcolato: così facendo sarà preparato a presentare la propria azienda in modo attraente ai potenziali investitori.

EBITDA ed M&A

Gli investitori impiegano l'EBITDA per misurare il valore di un'impresa, soprattutto il c.d. *enterprise value*. In una compravendita societaria è infatti frequente che un acquirente

Note:

(*) *Equity Factory*

(**) *Equity Factory*

(1) In realtà se una società versa in difficoltà finanziarie tenderà a indebitarsi eccessivamente con i fornitori e questi ultimi, con ogni probabilità, applicheranno prezzi maggiori con una conseguente riduzione del MOL. Per questa ragione un'attenta valutazione della "qualità" dell'EBITDA non può prescindere dallo studio della posizione finanziaria aziendale, nonché dalla dinamica del capitale circolante.

(2) In contesti nuovi, come i mercati digitali, o dove l'intensità di capitale è di assoluto rilievo, come nella generazione di energia, l'EBITDA può essere un indice inefficace in quanto non capace di misurare una crescita prospettica della redditività (che storicamente potrebbe addirittura essere negativa per gli oneri legati allo *start-up*) o perché non considera le prevalenti esigenze d'investimento. Anche nei *turnaround* l'EBITDA ha senso solo in ottica prospettica.

(3) AA.VV., "Acquisizioni societarie: 'pricing', 'earnout', e altre previsioni contrattuali relative al corrispettivo", inserto di questa *Rivista*, n. 5/2014.

paghi un certo multiplo dell'EBITDA (4). Ciò si verifica in quanto il MOL, pur non essendo esattamente un flusso di cassa, dà un'idea dell'ammontare dei flussi di cassa che la società genererà dopo l'operazione. Esso, in particolare, si avvicina al *cash flow* operativo *ante*-imposte. Un istante dopo l'acquisizione o la fusione, il profilo patrimoniale, fiscale e finanziario dell'azienda *target* può variare (si pensi al caso in cui la cessione riguarda il ramo operativo ma non gli immobili o quando l'operazione prevede un importante ricorso alla leva finanziaria come negli LMBO, *Leveraged Management Buy Out*). Di conseguenza possono mutare ammortamenti, interessi e imposte. L'EBITDA, *coeteris paribus*, invece tendenzialmente non cambia. Dato che il MOL non si distorce a seguito dell'operazione di M&A, se si dispone del prezzo a cui la compravendita societaria è avvenuta, è semplice calcolare quale sia il corrispondente multiplo dell'EBITDA. Per queste ragioni gli acquirenti tendono a usarlo per comparare imprese dello stesso settore. Le statistiche in merito sono perciò assai diffuse (5) e, per quanto vadano sempre vagliate con un'ampia dose di buon senso, possono essere un'utile guida per stimare il valore economico di un'impresa (si veda la Tavola 1 in cui sono riportati i multipli relativi a imprese europee operanti in alcuni dei settori comuni nel nostro Paese).

L'EBIT, che altro non è che il risultato operativo, cioè il MOL meno gli ammortamenti, è di solito un indicatore meno apprezzato in quanto può dipendere in larga misura dal criterio secondo il quale il costo dei cespiti è suddiviso tra gli esercizi. La capitalizzazione di alcune spese, soprattutto quelle che danno origine ad alcune categorie di immobilizzazioni immateriali, può essere opinabile: i conseguenti ammortamenti lo sarebbero altrettanto. Un problema di soggettività si pone per gli stessi ammortamenti, anche quelli riferibili a cespiti materiali. Le aliquote d'ammortamento, infatti, potrebbero aver fondamento fiscale piuttosto che essere basate sull'effettivo deperimento economico-tecnico del bene durevole. Gli ammortamenti potrebbero essere addirittura manovrati per evitare che un esercizio chiuda in perdita. Per queste ragioni gli acquirenti tendono a ragionare in termini di multipli dell'EBITDA anziché dell'EBIT (che pure

sono frequentemente pubblicizzati su fonti pubbliche).

Come deve essere costruito l'EBITDA

Per definire correttamente l'EBITDA si parte dai ricavi d'esercizio e si deducono tutti i costi operativi, con l'esclusione, come da acronimo stesso, degli interessi, delle imposte dell'esercizio e degli ammortamenti su *asset* materiali e immateriali (6). Nei costi operativi che contribuiscono a formare l'EBITDA, inoltre, non devono essere inclusi i canoni di *leasing* (normalmente classificati all'interno del "Costo godimento beni di terzi").

È importante notare che una diversa intensità di capitale può inficiare la compatibilità delle imprese tramite il solo MOL, perciò la metodologia dei multipli dell'EBITDA ha senso solo all'interno dello stesso settore.

Si pensi a una società che opera in un settore ad alta intensità di manodopera, come quello delle pulizie professionali, rispetto a una che produca tessuto tramite una fabbrica con un imponente parco telai: il MOL della prima potrà essere interamente destinato all'autofinanziamento del circolante o al servizio del debito, mentre quello della seconda dovrà anche sostenere nel medio/lungo periodo dei probabili investimenti nel mantenimento e nell'adeguamento dell'infrastruttura tecnologica. Per l'impresa di servizi l'EBITDA è sostanzialmente pari al *cash flow* operativo, per una società *capital intensive* esso può invece essere molto distante dal flusso di cassa. È quindi lecito attendersi che un'impresa di pulizie possa essere valutata con un multiplo dell'EBITDA maggiore rispetto a una società manifatturiera.

Note:

(4) Sovente, in effetti, ci si scambia un valore *cash free, debt free* in quanto per determinare l'ammontare spettante ai soci si deve dedurre dall'*enterprise value* l'indebitamento finanziario. Secondo questo approccio, l'acquirente che paga l'*enterprise value* deve ricevere, senza alcuna variazione nel corrispettivo dovuto, tutti i beni, mobili e immobili, e i diritti, avviamento compreso, che l'azienda deve mettere a frutto per generare una certa redditività.

(5) Si vedano, per tutti, le statistiche offerte gratuitamente dal Prof. Aswath Damodaran e accessibili a http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm. La tabella qui presentata è tratta dai dati del 7 gennaio 2017.

(6) Chi avesse fretta potrebbe limitarsi ad aggiungere gli ammortamenti al risultato di "A meno B" del bilancio civilistico italiano.

Tavola 1 - Una selezione di multipli dell'EBITDA

Industry name	Number of firms	EV/EBITDA	EV/EBIT
Apparel	135	9,52	14,40
Auto Parts	56	6,82	10,26
Beverage (Alcoholic)	56	15,17	19,86
Building Materials	88	11,10	16,40
Business & Consumer Services	214	11,10	15,97
Electrical Equipment	121	10,29	15,33
Farming/Agriculture	40	13,72	27,21
Food Processing	158	12,01	16,50
Furn/Home Furnishings	46	8,37	12,08
Homebuilding	46	7,01	7,17
Household Products	69	14,36	17,73
Machinery	211	11,54	15,79
Packaging & Container	47	8,30	13,58
Restaurant/Dining	41	10,72	19,85
Shipbuilding & Marine	57	6,85	20,34
Shoe	12	11,45	20,69
Utility (General)	21	5,95	9,94
Utility (Water)	13	12,56	21,28
All industries (without financials)-Europe	5.782	9,42	17,14

A. Damodaran/Stern University (si veda la nota 5).

Alla differenza tra intensità di capitale media tra settori si aggiungono anche tutta una serie di fattori specifici per ogni mercato che influenzano il prezzo concretamente praticato nell'attività di M&A a partire dalle prospettive di crescita del settore, dalle barriere all'ingresso, dalla dimensione, dalla redditività media attesa, dalla liquidabilità ...

Ha senso basarsi sull'EBITDA contabile?

I bilanci sono costruiti seguendo una serie di criteri generali e specifici per il Paese e l'azienda. Si assiste così all'applicazione alternativa, per esempio, di principi contabili statunitensi (anche detti *US Gaap*), internazionali (IFRS) o italiani in combinazione con delle norme nazionali specifiche (si pensi ai bilanci delle assicurazioni o a quelli delle società di calcio professionistiche) e con varie regole interne a ciascuna società (i principi di valutazione che dovrebbero essere esaustivamente esposti nella "nota integrativa" al bilancio). Ne consegue un rischio di ridotta confrontabilità

tra i bilanci di imprese appartenenti a Paesi e settori diversi.

Perciò per impiegare il metodo valutativo dei multipli di mercato è opportuno che almeno i dati dell'impresa *target* siano "normalizzati", cioè adeguati a una logica contabile ritenuta generalmente valida e corretti dagli elementi che presentano carattere di alterazione del valore contabile stesso. Esempio di tali elementi possono essere l'eccezionalità del fenomeno rappresentato, la non inerenza diretta con il *business* oggetto dell'operazione, le scelte di remunerazione adottate dai soci o la non ripetitività (c.d. *one off*) (7).

La normalizzazione dei dati storici talvolta necessita di rettifiche *pro forma* per rendere

Nota:

(7) I puristi evidenzieranno l'incoerenza di applicare multipli derivanti da bilanci "contabili" all'EBITDA normalizzato dell'impresa *target*. Non possiamo che essere d'accordo dal punto di vista teorico, pur dovendo ammettere che in mancanza di alternative percorribili si preferisce adottare questa semplificazione. Oppure scegliere metodi valutativi teoricamente più robusti (come il DCF, *Discounted Cash Flows*) che, d'altronde, non è possibile costruire senza prima aver condotto un'approfondita *due diligence* sul *target* e sulle sue prospettive. A proposito dell'analisi dei *business plan* si rinvia a G. Gagliardi, "IBR Independent Business Review: il 'tester' dei piani", in questa *Rivista*, n. 10/2016.

comparabili le serie storiche dei dati, sia in termini di principi contabili adottati per la loro preparazione (8), sia in termini di perimetro rappresentato (rami d'azienda o società partecipate).

Di frequente occorre anche rettificare delle possibili distorsioni contabili. Innanzitutto è fondamentale che siano rispettate le regole di *cut-off* per ricavi e costi: il peggio che può capitare considerando il MOL di un solo esercizio è che le vendite o i margini siano il frutto di uno scivolamento da un anno contiguo. Si pensi al caso di un'impresa che vende secondo la regola del *Delivered Duty Paid* o Franco Destino e che, solo al termine dell'anno per cui c'interessa l'EBITDA, decida di contabilizzare i ricavi di vendita non appena i prodotti sono caricati sul veicolo del vettore: il fatturato sarà artificialmente incrementato e l'EBITDA dovrà essere normalizzato.

Lo stesso ragionamento vale per la valorizzazione del magazzino. È vero che sopravvalutando le scorte in un esercizio, nel successivo si avrà un aggravio di costi, considerando però solo il margine di un anno, ecco che ci si troverà nuovamente nella necessità di ricalcolare il MOL.

Relativamente agevole è invece lo studio di costi e ricavi diversi che dovrebbero essere considerati straordinari ma che sono registrati contabilmente come elementi ordinari o viceversa. Tra i primi è possibile annoverare un rimborso assicurativo che sia contabilizzato alla voce "altri ricavi". Per converso un deperimento ricorrente delle giacenze di magazzino o delle perdite su crediti che si ripetono frequentemente devono essere considerate spese ordinarie, non svalutazioni eccezionali.

Un elemento rilevante per le imprese italiane sono i *leasing* che non devono essere inclusi nel MOL ma considerati nella definizione dell'indebitamento finanziario (PFN). I noleggi sono un tema più controverso: normalmente andrebbero esclusi dall'EBITDA in quanto è probabile che siano stati sostenuti per disporre di cespiti che altrimenti sarebbero stati acquistati dall'azienda (dando così luogo contabilmente a degli ammortamenti) oppure ottenuti tramite locazione finanziaria (siamo di nuovo nel campo del *leasing*).

Le tasse sono indipendenti dal livello di reddito aziendale e sono implicite nel possesso di

determinati beni come gli immobili: sono quindi parte dell'EBITDA, considerandole in base all'aliquota corrente.

Altre situazioni complesse da decifrare possono avere origine da prassi gestionali temporanee (se non pilotate artatamente) come nel caso in cui l'impresa *target* abbia concordato con i propri fornitori dei pagamenti in termini più brevi del solito per beneficiare di "sconti cassa". Identificare queste contingenze è fondamentale: ogni euro di sconto ottenuto dal *target* lo pago nel prezzo "n" volte (con "n" che dipende dal multiplo impiegato), mentre il maggior debito che nasce dal pagamento accelerato lo pago solo un euro per un euro.

In caso di società a proprietà concentrata (come è nel classico caso italiano delle imprese a proprietà e conduzione familiare) è utile verificare che ci sia allineamento alle condizioni di mercato delle transazioni intercorse tra il *target* e le parti correlate con il suo attuale soggetto economico. Talvolta i soci forniscono prestazioni o beni a prezzi inferiori a quelli di mercato, talaltra spostano i redditi dal *target* verso altre loro imprese (9).

Le perplessità sulla "qualità" dell'EBITDA sorgono spesso con riferimento agli incrementi di cespiti. Le capitalizzazioni di costi, infatti, sono foriere di celare manovre contabili disinvolve. Sviluppare nuovi prodotti, tenere sempre mantenuti e aggiornati gli impianti di produzione e fare pubblicità sono comportamenti fondamentali per il successo in gran parte dei settori. Ciò che conta ai fini di una corretta misura dell'EBITDA è quanto siano eccezionali queste attività per l'azienda considerata e se comportino un suo effettivo riposizionamento competitivo: se la ricerca e sviluppo, la modifica della tecnologia di produzione o la pubblicità hanno un valore strategico sono degli investimenti, altrimenti sono delle attività ricorrenti i cui costi vanno spesati nel MOL. Si è quindi in presenza di una scelta difficile.

Note:

(8) Non ci si addenterà nello studio di una complessità talvolta presente nelle operazioni trans-frontaliere quando per l'acquirente può essere importante "leggere" il bilancio della futura partecipata secondo i propri principi contabili di riferimento. Queste situazioni di *Gaap conversion* sono altamente tecniche: per approfondimenti si rinvia a AA.VV., *Il manuale della due diligence*, Il Sole - 24 Ore, 2004, da pag. 105.

(9) Nel caso di imprese italiane parte di gruppi multinazionali la questione ha importante rilievo anche a livello tributario con tutta la tematica del c.d. *transfer pricing*.

Le normalizzazioni mirate a isolare situazioni non ripetibili possono essere numerose. Di solito sono costruite allo scopo di togliere da un EBITDA efficace dal punto di vista contabile (perché originariamente corretto o specificamente aggiustato) delle spese che si ritiene non si verificheranno più in futuro in quanto è cambiata l'organizzazione aziendale (si pensi alla chiusura di una filiale che non produceva reddito) o perché ci sarà una nuova proprietà (si pensi ai compensi storicamente percepiti dall'imprenditore che uscirà dalla compagine). Qui la fantasia talvolta si sbizzarrisce e nella pratica i venditori talvolta propongono delle normalizzazioni che, per quanto a prima vista paiano ragionevoli, in realtà non sono corrette.

La Tavola 2 presenta un esempio di normalizzazione (*normalization chart*).

Aggiustamenti creativi: alcuni casi

Come accennato, gli aggiustamenti all'EBITDA sono leciti. Anzi in alcuni casi doverosi al fine di ottenere un dato che sia tendenzialmente rappresentativo dell'andamento nel breve termine dell'attività operativa aziendale e che magari approssimi la generazione dei flussi di cassa lordi.

L'area dove si annidano i maggiori rischi di una sopravvalutazione del MOL riguarda l'attività

di normalizzazione che mira a ricavare un dato ricorrente isolando fenomeni storici che non si ripeterebbero in futuro.

La remunerazione dei soci passa spesso per il conto economico anziché avere la forma di dividendi, quindi di un più corretto prelievo di utili o riserve. Durante le trattative per le operazioni di M&A i venditori propongono spesso di migliorare l'EBITDA deducendo per intero questo componente. In realtà molti soci rappresentano l'imprenditore operativo e, quindi, lavorano a tempo pieno in azienda. In questi casi la loro opera deve essere compensata e la normalizzazione potrebbe, al massimo, riferirsi a una porzione del costo caricato in bilancio. Anche quando l'azionista si occupa solo di supervisione e indirizzo strategico, dovrebbe essergli riconosciuto un compenso per questo ruolo (evidentemente inferiore rispetto al caso precedentemente delineato). Quindi questa normalizzazione ben di rado è accettabile per l'integrale addebito della remunerazione soci, mentre può essere ragionevole per una porzione.

La determinazione del "giusto" costo per il vertice aziendale è il cuore della seconda categoria di aggiustamenti che occorre analizzare con cura, quelli riferiti al compenso dei *manager*. In questo ambito c'è la forte tentazione di ricondurre la remunerazione degli amministratori (che soprattutto in Italia s'identificano

Tavola 2 - Un esempio di EBITDA normalization chart

Importi in € migliaia	2016
EBITDA riportato in bilancio	1.543
<i>EBITDA in % dei Ricavi delle vendite</i>	<i>10,2%</i>
<u>Normalizzazioni</u>	
Remunerazione di mercato management e soci	386
Allineamento valori di magazzino	121
Leasing	65
Locazione immobile	(90)
Margine su vendite <i>no core</i>	(24)
Spese di rappresentanza soci	(15)
Contributi in c/esercizio	(12)
Commissioni bancarie	(9)
Rinnovo CCNL	(8)
Rimborsi assicurativi	(5)
Totale normalizzazioni	409
EBITDA normalizzato	1.952
<i>EBITDA normalizzato in % dei Ricavi delle vendite</i>	<i>12,9%</i>
<u>Altri potenziali elementi</u>	
- Livello medio perdite su crediti	[...]
- Livello medio perdite su magazzino	[...]
- Costi capitalizzati	[...]

di frequente con lo stesso imprenditore o suoi familiari) a parametri di mercato (10). Queste normalizzazioni devono essere accolte (e proposte quando si è *advisor* dei venditori) con cautela. Si prenda il caso del direttore generale che riceve uno stipendio base di poco inferiore agli *standard* di mercato, integrato da un cospicuo *bonus*. In questa fattispecie il venditore sarà tentato a sostenere che il costo del *manager* sarebbe comprimibile, con un benefico effetto sul MOL, eliminando l'incentivo economico. Una posizione di questo genere è tendenzialmente poco accettabile. Come potrebbe il nuovo proprietario, per cui il *manager* è fondamentale per la conduzione dell'azienda acquisita, proporre a costui una riduzione del compenso? Viceversa c'è addirittura il rischio che l'acquirente per motivare il collaboratore debba aggiungere allo stipendio una partecipazione al capitale o ai profitti dell'impresa. Un problema analogo, anche se di magnitudo inferiore, si pone per l'ipotesi di un nuovo inquadramento del *management*, trasformandolo per esempio da dirigente ad amministratore o viceversa: la differenza contributiva (che sarebbe la *ratio* della normalizzazione dell'EBITDA) potrebbe non essere accettabile dal *manager* in quanto squilibrerebbe la sua architettura pensionistica.

Sul fronte del costo del lavoro sono talvolta ipotizzate alcune normalizzazioni giustificate dal presunto carattere di eccezionalità di talune spese. È accaduto, per esempio, che fosse proposto un aggiustamento per "eccesso di costo per consulenze". Nel caso però si trattava di un'azienda manifatturiera che da anni reiterava un contratto con il responsabile della pianificazione produttiva (teoricamente un *temporary manager*) e che, nei periodi di picco stagionale della produzione, ricorreva al lavoro interinale per supplire alle esigenze produttive. Questa normalizzazione era incoerente in quanto il *manager* avrebbe dovuto restare in azienda o comunque essere rimpiazzato (11) e se si fosse deciso di non impiegare il lavoro interinale sarebbe stato necessario riconoscere onerosi straordinari al personale in forza e studiare un approccio per consentire ai dipendenti di godere delle ferie contrattuali. Lo stesso succede quando si sostiene che il costo del lavoro deve essere ridotto perché alcuni collaboratori si sono dimessi in corso d'anno: in queste fattispecie la normalizzazione è accettabile solo nella misura in cui i dipendenti considerati siano

diventati ridondanti, altrimenti il nuovo proprietario non potrà fare altro che sostituirli (12). Altre normalizzazioni dubbie possono riguardare le spese per il *marketing* o per lo sviluppo. In alcuni casi il venditore ha sostenuto che l'EBITDA contabile andasse migliorato per tenere conto di una campagna pubblicitaria che non ha avuto il successo atteso, del costo per un nuovo commerciale che si è rivelato poco capace o degli oneri sostenuti per sviluppare un nuovo prodotto che alla fine si è scelto di non lanciare sul mercato. Queste asserite normalizzazioni creano serie perplessità. Dal punto di vista contabile una spesa inefficace resta comunque una spesa, resta solo da capire se sia ricorrente. In un'ottica gestionale, evidenziare come spese straordinarie le conseguenze di scelte errate (o perlomeno sfortunate) non depone a favore della qualità del *management* cui l'acquirente dovrà affidarsi (13).

Sull'eccezionalità di un evento è sempre difficile argomentare. I costi per il rifacimento del sito *internet*, una svalutazione del magazzino o dei crediti, l'acquisto di ricambi per la linea di produzione, gli oneri per la certificazione del sistema di qualità, le spese per dei contenziosi legali o quelle per adeguare i sistemi antincendio alle richieste dei Vigili del Fuoco sono attività eccezionali? Oppure lo sono in quanto sono emerse in misura determinante in un certo esercizio ma fanno comunque parte dell'attività aziendale ordinaria? Sovente le diatribe su queste normalizzazioni si risolvono con ragionamenti magari non impeccabili dal punto di vista contabile ma comprensibili e accettabili per le parti del negoziato, per esempio lasciando nell'EBITDA i costi corrispondenti a una quota delle spese sostenute (come se si trattasse dell'ammortamento di un

Note:

(10) Peraltro relativamente facili da reperire, per esempio, consultando i siti *internet* delle imprese quotate (che devono obbligatoriamente dare evidenza a questa informazione), ricorrendo a banche dati *on line* (M. Vavassori, *Quanto guadagniamo?*, ManagerItalia, maggio 2016) oppure... controllando quanto siano pagati i *manager* dell'acquirente.

(11) In quest'ultima ipotesi sarebbe stato addirittura necessario considerare i poco prevedibili "costi d'apprendimento" e il compenso per l'*head hunting*...

(12) Nuovamente con dei costi di ricerca e selezione e soprattutto con un probabile impatto negativo in termini di efficienza operativa (almeno per un certo periodo).

(13) Nel caso del commerciale inefficace la soluzione fu salomonica: l'acquirente accettò parzialmente la normalizzazione positiva del MOL peggiorando altresì la posizione finanziaria netta per gli oneri attesi per la selezione di un rimpiazzo.

cespite). Alla base di queste stime deve comunque esserci un apprezzamento della dinamica societaria in un arco temporale di tre o cinque esercizi con l'obiettivo di stabilire quanto i fenomeni "eccezionali" si ripetano, in quale misura e se il cambio di proprietà conseguente al *deal* potrebbe avere impatto su di essi (14).

I benefici retroattivi per modifiche organizzative o strategiche danno frequentemente luogo ad attriti tra i consulenti delle parti in causa. È capitato che un venditore asserisse che l'EBITDA andasse migliorato in quanto "con il nuovo *software* e la riorganizzazione dei reparti aumenterà l'efficienza produttiva". Questo tipo di normalizzazione è difficilmente accettabile in quanto il passato non si può cambiare. Anche ammesso che l'implementazione della nuova organizzazione sia stata completata e abbia avuto successo (15), il modo migliore per presentare delle modifiche migliorative alla gestione aziendale consiste nel fornire prova dei risultati che si stanno conseguendo (quindi basandosi sui dati della contabilità gestionale per l'anno in corso) e nel preparare un *business plan* adeguatamente supportato nelle sue assunzioni critiche.

Quali aggiustamenti considerare

Le normalizzazioni di natura contabile richiedono un'approfondita conoscenza dei principi contabili rilevanti ma sono relativamente agevoli da identificare e di rado danno luogo ad attriti tra gli *auditor* delle parti in causa.

Per gli aggiustamenti mirati a isolare eventi eccezionali, supposti investimenti o, a maggior ragione, a palesare nuovi costi o ricavi che emergeranno a seguito di riorganizzazioni in corso o che saranno intraprese dalla nuova proprietà non esistono invece regole determinate. Quando ci si trova dal lato del venditore siamo sempre imbarazzati prima di proporre e negoziare normalizzazioni di queste categorie, esattamente quanto si è prudenti nell'accettarle qualora si lavori per conto di un potenziale acquirente. Un utile riferimento può essere alle logiche che sarebbero adottate da una società quotata. Occorre chiedersi se l'ipotizzato aggiustamento dell'EBITDA potrebbe essere seriamente proposto agli azionisti. Si può fare a

meno dell'amministratore delegato o del collegio sindacale? Il compenso del *management* potrebbe essere ridotto alla media del mercato anziché essere pari a quanto l'impresa sta riconoscendo attualmente? Il sito *internet* o i macchinari possono esistere ed essere regolarmente aggiornati senza costi?

In caso di dubbi non si propone un aggiustamento. Talora le normalizzazioni suggerite possono preoccupare il potenziale acquirente in quanto potrebbero indicare che il titolare ha usato l'impresa soprattutto per fini personali o familiari, magari trascurandone lo sviluppo o creando i presupposti per probabili contenziosi con le attività tributarie (si pensi al caso di compensi riconosciuti a familiari che non hanno mai lavorato in azienda o all'addebito di ingenti spese personali).

Perché un'operazione di M&A si consumi è fondamentale che i negoziati siano improntati a un clima di fiducia tra il potenziale venditore e il possibile acquirente (o socio di minoranza, nulla cambia): ogni normalizzazione peregrina intacca la relazione tra le parti.

Il suggerimento è creare un'efficace elenco di aggiustamenti consiste nell'essere onesti, trasparenti e contemporaneamente prudenti. Le trattative con i potenziali acquirenti partiranno su basi più amichevoli e costruttive e potete essere certi che se l'operazione si concluderà sarà perché l'acquirente vedrà nell'impresa *target* un valore superiore rispetto a quello che intimamente gli attribuisce il venditore. Non per nulla molti acquirenti sembrano particolarmente generosi (16).

Note:

(14) Si pensi al caso dell'impresa di trasformazione che viene acquisita da un proprio fornitore: se gran parte del contenzioso derivava storicamente da diatribe sulla qualità delle forniture è plausibile che dopo l'operazione i costi legali calino.

(15) Nel caso accennato peraltro il *software* non era ancora stato collaudato e i capi-reparto lamentavano una grande confusione a seguito della parziale revisione delle logiche produttive. I nuovi processi inoltre dovevano ancora essere certificati.

(16) Resta sempre il dubbio che il potenziale acquirente stia grossolanamente sovrastimando le sinergie o che voglia semplicemente avviare il processo di M&A per acquisire informazioni riservate: in entrambi i casi un buon *advisor* M&A e un legale esperto sapranno assistere il venditore ed evitargli rischi (perdita di proprietà intellettuale e avviamento o difficoltà nell'esazione delle componenti di prezzo differite) ed emozioni negative (come quelle che derivano a un imprenditore dall'apprendere che la società che ha venduto è entrata in crisi poco dopo la cessione).