

L'importanza della due diligence

a cura di **Stefano Marchetti**, partner di Grant Thornton FAS

Parere dell'esperto

Tra dinamismo e discontinua evoluzione

di **Antonio Aiuto**

Senior Manager Grant Thornton FAS

Per quanto riguarda l'esperienza Grant Thornton, il mercato dell'M&A e, di conseguenza, delle *due diligence* è stato protagonista di una crescita organica che ha senza dubbio caratterizzato l'ultimo quadriennio; in particolare, si è registrata una crescita notevole nel corso del 2021, trend confermato anche dai dati registrati nei primi mesi del 2022. Tale fenomeno è, a nostro parere, guidato principalmente da: (i) Una maggiore apertura da parte dei nostri imprenditori al mercato dei capitali e, in particolare, dell'M&A, che è visto come strumento di crescita (ad esempio, per entrare in nuovi mercati o per integrare l'offerta), di consolidamento della propria posizione all'interno del settore di riferimento e come strumento alternativo al mercato del debito nel senso più tradizionale del...

continua all'interno



Overview

Riduzione dell'asimmetria informativa tra seller e buyer

di **Alberto Alverà**

Senior Manager Grant Thornton FAS

All'interno di un'operazione straordinaria, insieme al potenziale venditore ed acquirente vi sono solitamente dei consulenti esterni che facilitano e supportano l'una o l'altra parte e che sono, tipicamente, i legali, gli *advisor* finanziari, i professionisti incaricati delle attività di due diligence e di strutturazione dell'operazione. Al fine di ridurre l'asimmetria informativa tra acquirente e venditore, il *seller* o il *buyer* affidano ad un terzo indipendente un'attività di verifica da svolgersi con la "dovuta diligenza"...

continua all'interno

Approfondimento

Una formula per il successo

di **Marco Degregori**

Senior Manager Grant Thornton FAS

Come accennato precedentemente, la *due diligence* finanziaria analizza e approfondisce, tra le altre cose, tre elementi imprescindibili: EBITDA, posizione finanziaria netta ed il capitale circolante netto. Questi, infatti, costituiscono tipicamente le basi della valorizzazione della società (o gruppo di società o ramo d'azienda) oggetto della transazione. Tipicamente ai fini della valorizzazione sintetica (escludendo quindi i metodi di attualizzazione dei flussi di cassa prospettici) viene utilizzata la seguente formula: $Prezzo/valore = Enterprise\ value\ +/-\ Posizione\ finanziaria\ netta + Capitale\ circolante\ netto\ al\ Closing - Livello\ di\ Capitale\ Circolante\ Normale$; dove: $Enterprise\ Value\ (EV) = EBITDA \times Multiplo...$

continua all'interno



Overview

Riduzione dell'asimmetria informativa tra seller e buyer

di **Alberto Alverà**

Senior Manager Grant Thornton FAS

All'interno di un'operazione straordinaria, insieme al potenziale venditore e acquirente vi sono solitamente dei consulenti esterni che facilitano e supportano l'una o l'altra parte e che sono, tipicamente, i legali, gli *advisor* finanziari, i professionisti incaricati delle attività di *due diligence* e di strutturazione dell'operazione.

Al fine di ridurre l'asimmetria informativa tra acquirente e venditore, il *seller* o il *buyer* affidano ad un terzo indipendente un'attività di verifica da svolgersi con la "dovuta diligenza" (*due diligence*). Gli obiettivi principali dell'attività di *due diligence* sono quelli di:

- confermare il rationale strategico dell'operazione;
- confermare la valutazione preliminare inclusa nella lettera di intenti;
- identificare eventuali fattori di rischio, criticità ed opportunità.

Le *due diligence* possono essere di varia natura, ovvero: finanziaria/contabile, commerciale, fiscale, legale, HR/*payroll*, IT, reputazionale ed ESG.

La due diligence finanziaria

La *due diligence* finanziaria riveste un ruolo fondamentale all'interno di un'operazione straordinaria, in quanto analizza la *performance* della società al fine di spiegarne l'evoluzione economica / finanziaria, segnala eventuali rischi ed opportunità ed infine, valida i pilastri valutativi su cui acquirente e venditore si sono preliminarmente accordati. Vale la pena poi ricordare che i destinatari della *due diligence* finanziaria non sono solo i potenziali acquirenti in senso stretto, ma anche coloro che in modo diretto o indiretto sono esposti al successo dell'operazione (si pensi ad esempio ai prestatori di capitale di debito).

Come anticipato, uno degli obiettivi chiave della *due diligence* finanziaria è quello di validare i pilastri economico / patrimoniali che tipicamente sono alla base della valorizzazione della società oggetto della transazione. Sono quindi imprescindibili le seguenti tre analisi:

- l'analisi dell'EBITDA normalizzato;
- l'analisi della stagionalità del capitale circolante netto normalizzato;
- l'analisi della posizione finanziaria netta normalizzata.

A tal proposito, sin d'ora vale la pena fare un chiarimento: il calcolo e la determinazione delle tre variabili sopra esposte prescindono dalla semplice applicazione di formule matematiche, in quanto la definizione delle tre variabili di cui sopra dipende principalmente da (i) prassi di mercato, (ii) negoziazione tra le parti e (iii) aspettative soggettive dei potenziali acquirenti nello scenario post-acquisizione (ad esempio, una società concorrente ha aspettative diverse rispetto a quelle di un acquirente finanziario).



Oltre a quanto sopra, una *due diligence* Finanziaria si focalizzerà sulle seguenti analisi:

- principali *driver* di crescita dei ricavi e della marginalità;
- struttura dei costi;
- capacità di generazione di cassa;
- politiche di investimento adottate;
- struttura del capitale circolante netto e
- struttura dell'indebitamento finanziario e delle passività potenziali.

Una *due diligence* finanziaria solitamente viene effettuata considerando un orizzonte temporale di riferimento di tre anni, in quanto questo lasso di tempo riesce a garantire una visione maggiormente assestata dei trend economici e patrimoniali di una società, identificando eventuali fenomeni non operativi o non ricorrenti che possano aver distorto la performance storica dell'azienda.

In base al soggetto assistito, la *due diligence* si suddivide in:

- **Buy-side**, ovvero a supporto dell'acquirente. Il report di *buy side due diligence* ha l'obiettivo di confermare i razionali valutativi e strategici ipotizzati dal *buyer* per una determinata acquisizione;
- **Vendor-side**, ovvero a supporto del venditore. Il report di *vendor due diligence* o di cd. *vendor assistance* include tutte le analisi presenti in un report *buy-side*, ma con un livello maggiore di approfondimento, poiché si ha pieno accesso alle informazioni della società.

L'obiettivo della *vendor due diligence* è duplice: (i) garantire al venditore ed ai suoi consulenti di identificare ex-ante eventuali criticità ed opportunità dell'operazione, e, quindi, raggiungere una miglior formulazione dell'accordo in termini di perimetro e/o tempistiche e (ii) rendere il processo di acquisizione più snello sia in caso di asta competitiva che di negoziazione esclusiva, in quanto l'attività di *due diligence* fa emergere fin dal primo giorno tematiche o passività potenziali (ad esclusione di quelle negoziali e soggettive) anche per i possibili acquirenti.

In un'operazione di M&A la *due diligence* non è un'attività obbligatoria, ma è sempre più presente anche nelle operazioni di cd. *middle market* (società *target* con fatturato tra €5m ed €250m). A tal proposito, poiché non esiste una letteratura autorevole o *standard* comuni circa la modalità di effettuare una *due diligence* finanziaria, è fondamentale affidarsi a dei team di professionisti che abbiano maturato una significativa esperienza sul mercato.

Concludendo, una *due diligence* è sempre utile, sia quando l'acquirente trova confermate le proprie aspettative e l'operazione si conclude, sia (soprattutto) quando l'operazione non va a buon fine, in quanto l'investitore ha evitato di fare un cattivo affare.



Approfondimento

Una formula per il successo

di **Marco Degregori**

Senior Manager Grant Thornton FAS

Come accennato precedentemente, la *due diligence* finanziaria analizza e approfondisce, tra le altre cose, tre elementi imprescindibili: EBITDA, posizione finanziaria netta ed il capitale circolante netto. Questi, infatti, costituiscono tipicamente le basi della valorizzazione della società (o gruppo di società o ramo d'azienda) oggetto della transazione.

Tipicamente ai fini della valorizzazione sintetica (escludendo quindi i metodi di attualizzazione dei flussi di cassa prospettici) viene utilizzata la seguente formula:

Prezzo/valore = Enterprise value* +/- Posizione finanziaria netta + Capitale circolante netto al Closing - Livello di Capitale Circolante Normale

Ovviamente, dalla formula base ci possono essere infinite deviazioni che dipendono dalle caratteristiche intrinseche della società che si sta analizzando o dalle peculiarità di un determinato settore. Infatti, sovente capita di includere altri elementi nella formula sopra citata, quali ad esempio i cd. *surplus assets* (come immobili e asset che non hanno generato EBITDA nel periodo di riferimento).

* Enterprise Value (EV) = EBITDA x Multiplo

Senza entrare nei meandri della dottrina della valutazione d'azienda, possiamo definire l'EV come il valore "lordo" della società oggetto di analisi, che dipende dalla sua redditività, l'EBITDA, e dal multiplo di mercato che è una sintesi di una moltitudine di considerazioni che l'investitore effettua su una determinata società operante in uno specifico settore. Definiamo l'EV come valore "lordo" della società, perché non considera la struttura patrimoniale della società, ovvero il mix di capitale di rischio e di debito che finanziano le attività aziendali. In quest'ottica risulta dunque essenziale analizzare la posizione finanziaria netta e il capitale circolante netto, al fine di definire il cd. *equity value* della società (vale a dire il prezzo per il 100% della società).

Per queste ragioni, la *due diligence* finanziaria si concentra nell'analisi dell'EBITDA, della posizione finanziaria netta e delle dinamiche di capitale circolante netto.

L'analisi dell'EBITDA normalizzato

Il quesito fondamentale nell'osservare l'EBITDA è il seguente: *l'EBITDA riportato dalla contabilità è rappresentativo della capacità di generare reddito da parte della società?*

In questo interviene la *due diligence*, ovvero partendo dall'EBITDA, così come emerge dai conti della società, identifica tutti gli elementi distorsivi che, se esclusi ovvero inclusi, portano all'EBITDA normalizzato vale a dire quello che è più rappresentativo della società ed è quello che interessa all'acquirente e agli altri soggetti coinvolti (ad esempio i finanziatori dell'operazione).



Determinare l'EBITDA normalizzato, significa individuare tutti gli elementi di costo o di ricavo che incidono in maniera distorsiva su questo valore. Possiamo raggruppare questi elementi in quattro gruppi:

1. **Elementi contabili**, questi rappresentano distorsioni dell'EBITDA per effetto di errori contabili o per la peculiarità di alcune regole o principi contabili. Il tipico esempio è la contabilizzazione del *leasing*: secondo i principi contabili italiani viene registrato in contabilità come se fosse operativo, mentre la prassi valutativa e dell'M&A vuole che il *leasing* venga considerato come una metodologia di finanziamento, quindi di fatto considerandolo un debito escludendo quindi i canoni dall'EBITDA riportato.
2. **Elementi non ricorrenti o cessanti**, nella vita di un'azienda ci possono essere infinite casistiche di costi o ricavi non ripetibili. Basti pensare ad esempio ai costi di riparazione per un evento atmosferico straordinario, piuttosto che ad un contributo straordinario ricevuto.
3. **Normalizzazioni**, in questo caso si intendono valori che sono stati registrati correttamente in contabilità, ma per loro natura potrebbero impattare in un senso o nell'altro il valore dell'EBITDA di un determinato anno. Il tipico esempio è la svalutazione dei crediti. Una società potrebbe svalutare un volume significativo di crediti accumulati nel corso di più anni in un solo esercizio, penalizzando in maniera distorsiva l'EBITDA di quell'anno, ed implicitamente portando beneficio agli altri anni.

4. **Pro-formizzazioni**: vale a dire l'esclusione o l'inclusione di ricavi / costi che non sono riflessi nel perimetro attuale dell'operazione, ma lo saranno in maniera prospettica. Si pensi ad esempio ad una linea produttiva cessante, ovvero a nuova linea operativa solo negli ultimi mesi dell'anno oggetto di *due diligence*.

L'analisi di tutti questi elementi porta a determinare l'EBITDA normalizzato.

Ribadiamo nuovamente che la *due diligence* finanziaria non si limita solo a questa analisi da un punto di vista economico. Infatti, si analizzano anche gli elementi fondanti e fondamentali della redditività della società, come ad esempio l'andamento e la concentrazione dei ricavi, la marginalità di prodotti e servizi e i costi di struttura. Le analisi che si svolgono in questo campo sono molteplici e dipendono dal settore e dalle peculiarità della società oggetto di analisi.

L'analisi della posizione finanziaria netta

Con posizione finanziaria netta (o PFN) si intende la somma dei debiti finanziari al netto delle disponibilità di cassa. Tuttavia, nell'ambito di un'operazione di M&A vi sono una serie di considerazioni che influiscono su questo valore ed anche in questo caso si parla di PFN normalizzata.

La *due diligence* finanziaria ha l'obiettivo di individuare gli elementi che possono essere inclusi nel calcolo della PFN, ovvero i cd. *cash-like items* ovvero elementi assimilabili alla cassa e che quindi vanno a migliorare la PFN o cd. *debt-like items*, ovvero gli elementi che peggiorano la PFN poiché equiparabili a debiti.



Tra i *cash-like items* possiamo citare ad esempio gli investimenti in strumenti finanziari prontamente liquidabili.

Mentre tra i *debt-like items* vi sono tutti gli elementi di debito che possono essere considerati come finanziari; un tipico esempio sono i debiti verso fornitori scaduti. Inoltre, vanno considerati gli elementi che non vengono catturati dalla contabilità e dal bilancio della società, i cd. *off-balance sheet items*. Questi rappresentano le future uscite di cassa che l'investitore dovrà affrontare dopo l'ingresso nel capitale della società. L'esempio più ricorrente è probabilmente il debito per leasing contabilizzato secondo il metodo operativo sulla base dei principi contabili italiani, come visto sopra.

In linea di principio, tutto ciò che è escluso da EBITDA fa parte della PFN normalizzata, mentre tutto ciò che è incluso (al netto di immobilizzazioni e *surplus asset / liabilities*) fa parte del capitale circolante netto.

L'analisi della stagionalità del capitale circolante netto normalizzato

Il capitale circolante netto (o CCN) è definito come la somma algebrica dei crediti commerciali, dei debiti commerciali, del magazzino e degli altri crediti e debiti correnti. Le dinamiche del CCN sono molto importanti perché incidono direttamente sulle disponibilità di cassa della società. Infatti, possiamo dire che il CCN è lo specchio del profilo di cassa della società, ovvero i suoi movimenti sono diametralmente opposti ai movimenti di cassa.

Ad esempio, una società attiva in un settore caratterizzato da una forte stagionalità avrà un capitale circolante inevitabilmente influenzato dal proprio *business*, in base alle tempistiche delle proprie vendite e dei propri approvvigionamenti. Questa stagionalità ha un impatto sull'ammontare di cassa in un determinato momento e di conseguenza sulla PFN, in quanto la PFN è una fotografia ad una data specifica nel tempo.

Di conseguenza, acquirente e venditore potrebbero trarre vantaggio o svantaggio dal fatto che la società si trovi in un momento di *deficit* di CCN (quindi con maggiore cassa) o con un *surplus* di CCN (minore cassa).

La *due diligence* finanziaria si concentra su questi aspetti per poter comprendere il profilo di CCN (e quindi di cassa) della società oggetto di transazione, al fine di definire un meccanismo che possa garantire una transazione ad un prezzo equo non inficiato dagli effetti della stagionalità del *business*.

Generalmente viene fissato un livello di CCN di riferimento, tramite un meccanismo di compensazione di cassa in base al valore del CCN al momento della chiusura della transazione. Avremo quindi due scenari: (i) un aggiustamento a favore dell'acquirente se il CCN è inferiore a quello di riferimento, e (ii) un aggiustamento in favore del venditore se il CCN è superiore a quello di riferimento.



Il parere dell'esperto

Tra dinamismo e discontinua evoluzione

di **Antonio Aiuto**
Senior Manager Grant Thornton FAS

Il paragrafo che segue ha l'obiettivo di fornire l'esperienza di Grant Thornton dell'ultimo quadriennio (2018-2021) con riferimento ai seguenti aspetti:

1. Overview del mercato M&A e delle *due diligence*;
2. Principali dinamiche osservate sulle transazioni (con *focus* sugli ultimi 24 mesi);
3. Contesto attuale e dinamiche attese per il 2022.

Overview del mercato M&A e delle *due diligence*

Per quanto riguarda l'esperienza Grant Thornton, il mercato dell'M&A e, di conseguenza, delle *due diligence* è stato protagonista di una crescita organica che ha senza dubbio caratterizzato l'ultimo quadriennio; in particolare, si è registrata una crescita notevole nel corso del 2021, *trend* confermato anche dai dati registrati nei primi mesi del 2022.

Tale fenomeno è, a nostro parere, guidato principalmente da:

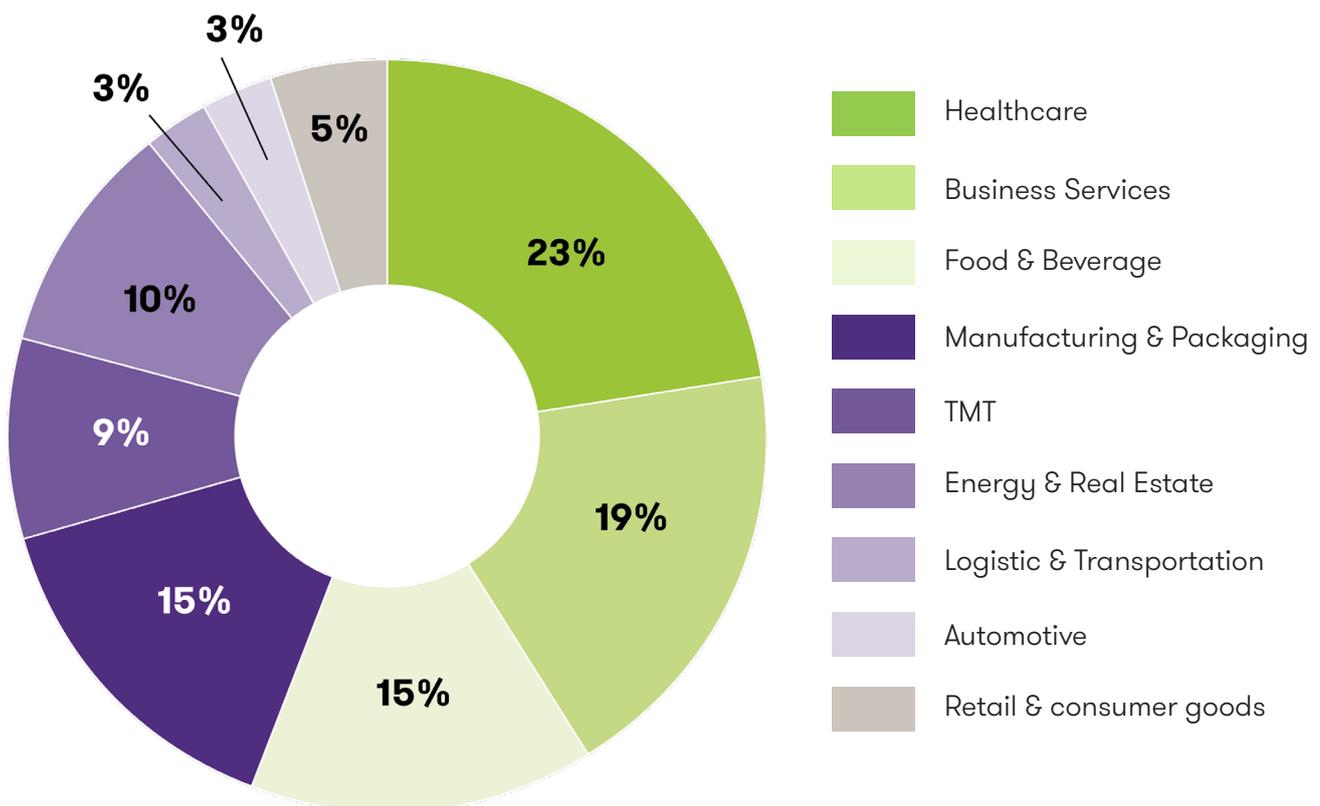


1. Una maggiore apertura da parte dei nostri imprenditori al mercato dei capitali e, in particolare, dell'M&A, che è visto come strumento di crescita (ad esempio, per entrare in nuovi mercati o per integrare l'offerta), di consolidamento della propria posizione all'interno del settore di riferimento e come strumento alternativo al mercato del debito nel senso più tradizionale del termine;
2. Una innegabile e ormai consolidata attrattività che il nostro Paese esercita sugli investitori stranieri (soprattutto in alcuni settori quali quello agro-alimentare, medico-scientifico, industriale, etc.);



3. Un basso costo del denaro e del debito, almeno fino a tutto il 2021, che ha consentito agli acquirenti di utilizzare una leva finanziaria a condizioni vantaggiose (beneficiando anche di un approccio alla leva finanziaria meno aggressiva in media rispetto ai paesi anglosassoni), oltre che una significativa liquidità che ha caratterizzato mercati e operatori finanziari.

I settori che maggiormente hanno caratterizzato i nostri incarichi di *due diligence* degli ultimi quattro anni sono rappresentati nel grafico sotto.

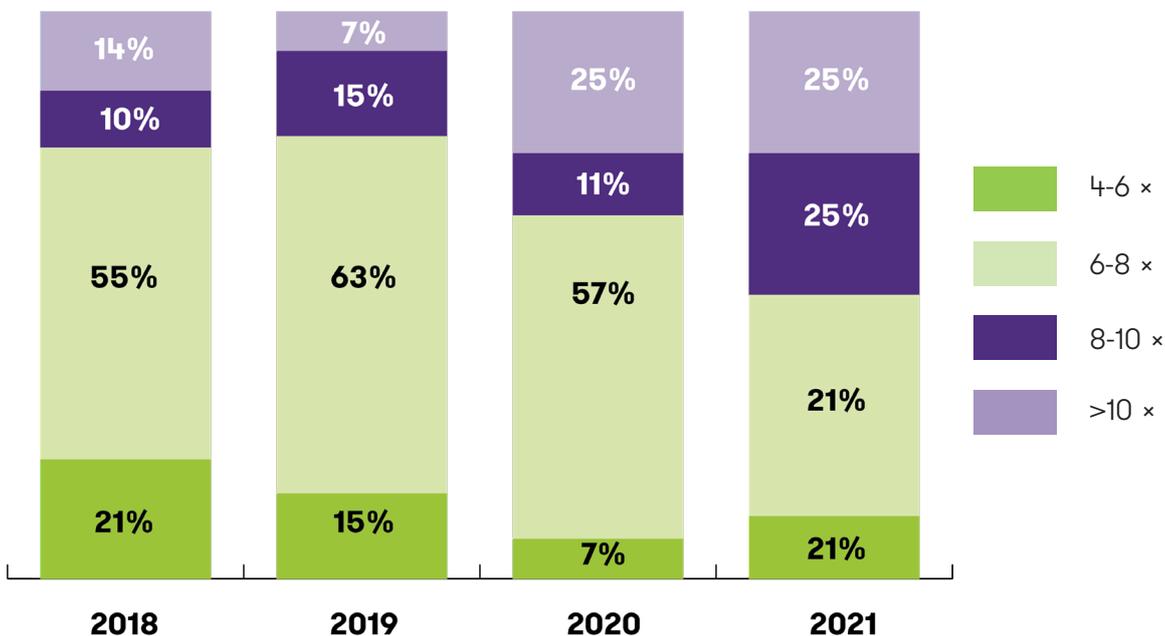




Principali dinamiche osservate sulle transazioni (focus sugli ultimi 24 mesi)

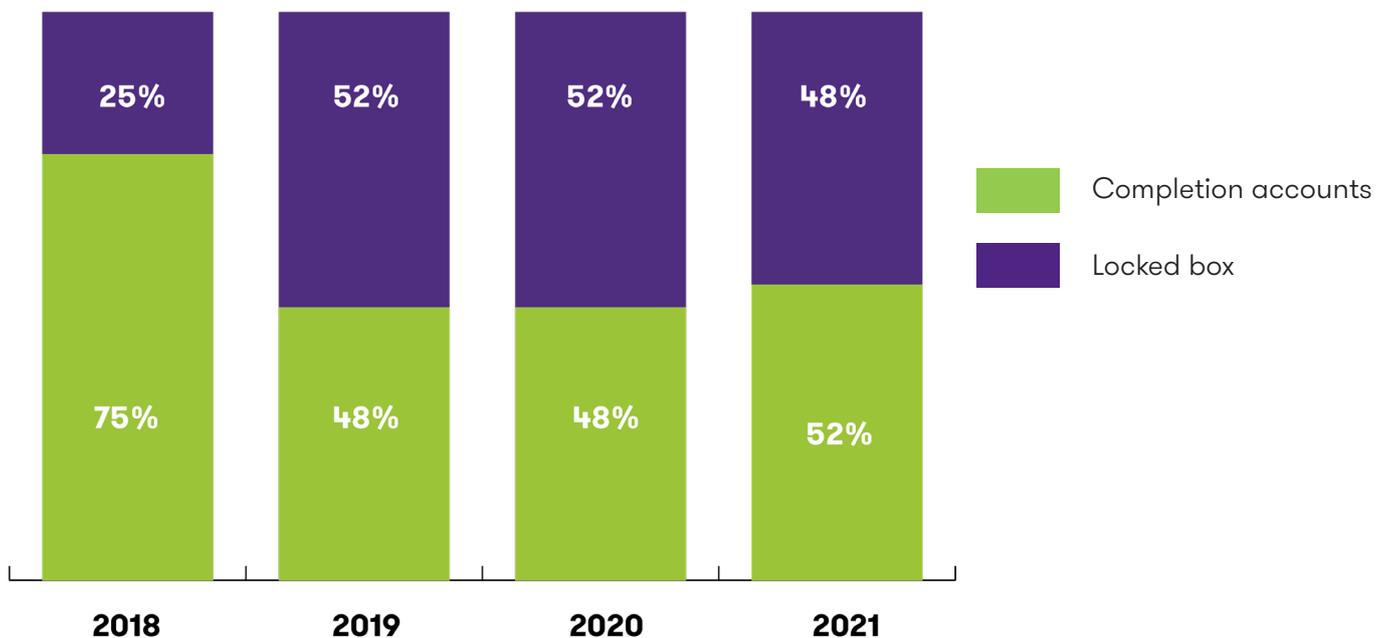
In merito alle dinamiche che hanno caratterizzato le transazioni osservate nell'ultimo quadriennio e, più nello specifico negli ultimi 24 mesi, vale la pena precisare che, dal nostro punto di vista, la pandemia da Covid-19 vissuta a livello mondiale tra il 2020 e il 2021, seppur con impatti diversi a seconda dei settori e delle geografie, non ha causato significative e prolungate battute d'arresto (in termini di volumi e valore) del mercato M&A; la crisi pandemica ha probabilmente contribuito ad accelerare e consolidare alcuni trend che vale la pena passare in disamina alla luce delle variabili sotto riportate.

A. Polarizzazione dei multipli di settore, che si concentrano, soprattutto nel 2021, nella fascia alta della forchetta (si veda grafico sotto) a dimostrazione di un certo dinamismo del mercato, che premia, nonostante l'impatto Covid, le aziende con dei sottostanti robusti e sani.



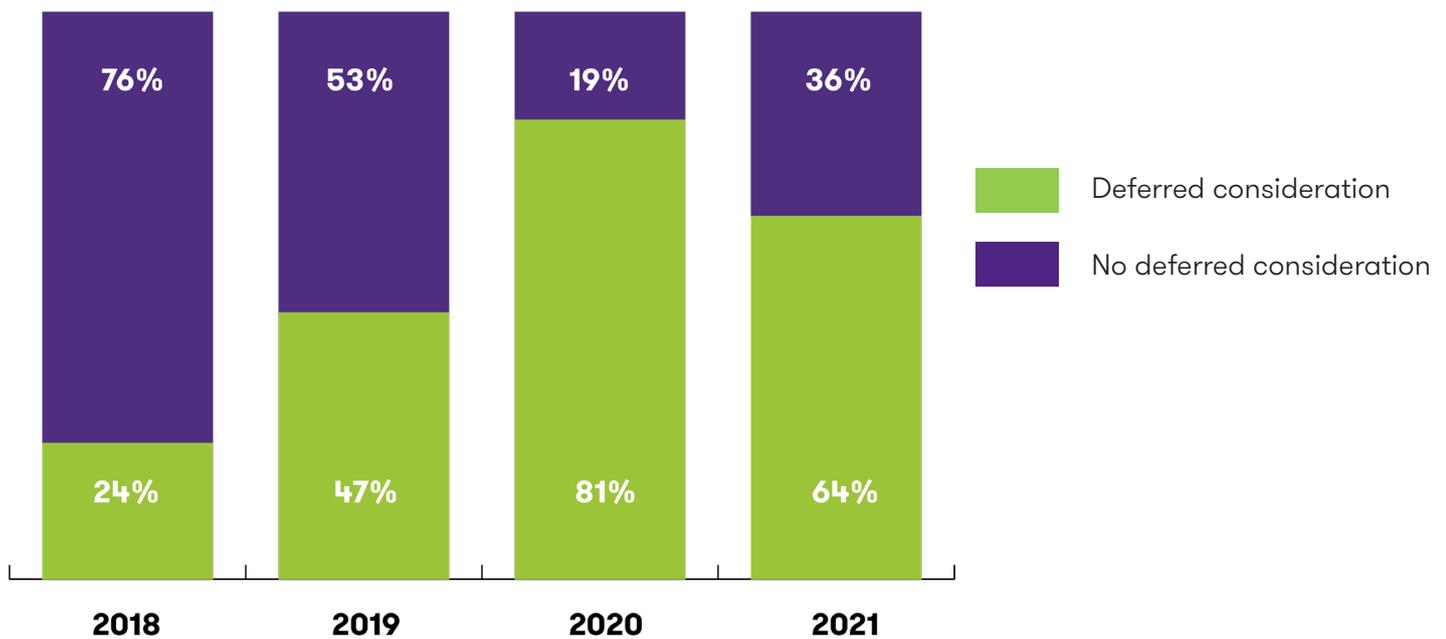


B. Meccanismo di closing (completion accounts vs locked box): prima di commentare il trend osservato, vale la pena accennare, senza soffermarsi sui tecnicismi, alla principale differenza tra i due meccanismi di closing. Il locked box prevede che i benefici economici dell'operazione divengano effettivi tra le parti dalla cd. *locked box date* che, solitamente, è una data del recente passato che viene presa a riferimento per calcolare il prezzo della transazione. Diversamente, i *completion accounts* prevedono che i benefici economici dell'operazione divengano effettivi dalla data del closing e, pertanto, dalla data in cui avviene l'atto notarile di passaggio delle quote (o azioni). Il principale vantaggio del *locked box* è da ricercarsi nel fatto che il prezzo, al netto di eventuali clausole di *ticking fee*, oltre che delle normali clausole previste nell'SPA, è conosciuto a priori tra le parti e non subisce successive modifiche (cosa che invece può avvenire nei *completion accounts*). Nel quadriennio appena chiuso abbiamo assistito ad un progressivo e sempre più diffuso utilizzo del *locked box* per le ragioni di cui sopra, utilizzo parzialmente diminuito nel corso del 2021, da ricercarsi probabilmente nella volontà delle parti di non voler fissare un prezzo a priori, date le oggettive situazioni di incertezza derivanti dal contesto macro-economico, ma di basarsi sulle effettive performance della società oggetto di potenziale transazione.





C. Meccanismi di prezzo differito: l'oggettiva situazione d'incertezza vissuta negli ultimi 24 mesi ha fisiologicamente portato all'utilizzo di prezzi differiti (contrariamente a quanto accadeva in passato, ovvero una maggiore incidenza di casi in cui i prezzi vengono riconosciuti interamente in un'unica soluzione al *closing*) legati alle effettive *performance* delle società. Tale meccanismo, che ha subito un forte incremento nel corso del 2020, come mostrato nel grafico sotto, è stato largamente utilizzato anche nel corso del 2021.





Contesto attuale e dinamiche attese per il 2022

Per quanto il 2022 sembri confermare il dinamismo del mercato M&A sinora sperimentato, il contesto macroeconomico è certamente in forte e discontinua evoluzione rispetto al recente passato.

Alcune variabili che, a nostro giudizio, stanno avendo / avranno un impatto sulle transazioni (i cui effetti sono poco stimabili al momento) sono le seguenti:

- **Conflitto Russia-Ucraina:** in un mercato ormai globale, le tensioni della guerra stanno avendo un impatto sulle *performance* delle società sia in termini di ricavi (qualora le stesse sviluppino delle quote più o meno significative di fatturato con i paesi in conflitto), sia in termini di base costi, come meglio specificato al punto successivo;
- **Aumento dei prezzi delle materie prime e delle *utilities*:** il costante aumento dei prezzi ha dilatato i tempi di approvvigionamento e ha portato, in molti casi, ad una drastica riduzione (già sperimentata o attesa) dei margini, per l'impossibilità, almeno nel breve periodo, di ribaltare i rincari sui consumatori;
- **Impatti dei *lockdown* in Cina** per effetto della politica cd. zero Covid, che ha impatto non solo sui consumi ma anche sull'approvvigionamento di prodotti dalle aree soggette a forti restrizioni;

- **Aumento del costo del denaro e del debito,** legato alle politiche monetarie ridefinite a livello mondiale per fronteggiare le dinamiche di *target* di inflazione.

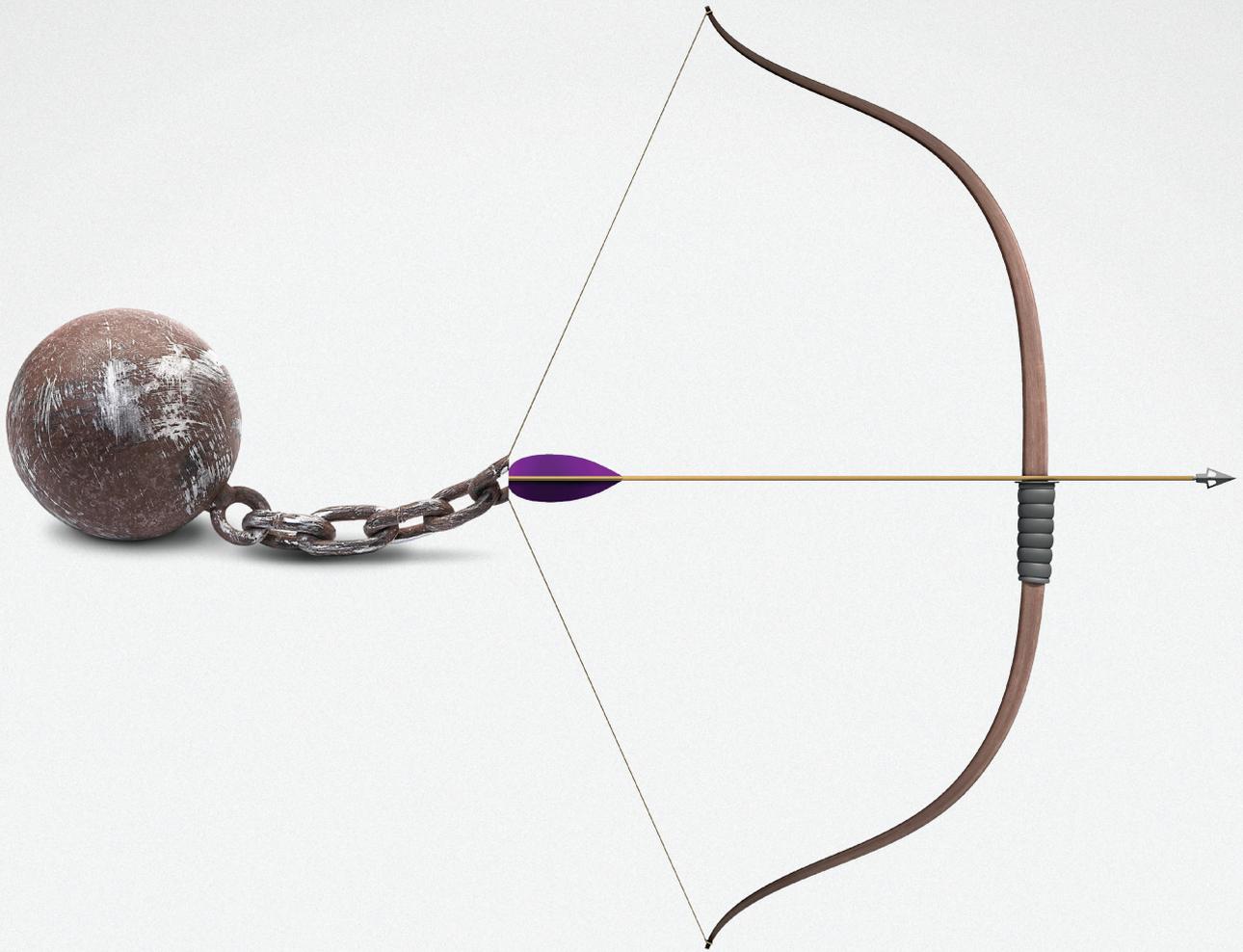
Le società si trovano pertanto a dover fare i conti con un *budget* 2022 che potrebbe riflettere dei margini attesi significativamente diversi da quelli storici.

A fronte di quanto sopra e considerando che l'ultimo triennio (periodo storico normalmente preso a riferimento per identificare / normalizzare le performance della società), soprattutto il 2020 ed il primo trimestre 2022, è stato significativamente impattato dalla crisi pandemica e dal peculiare contesto macroeconomico, ci saranno degli impatti sulle dinamiche sinora viste sulle transazioni?

In conclusione, siamo positivi che il mercato M&A Italiano sia destinato a crescere organicamente nei prossimi anni, ma probabilmente nei prossimi mesi vedremo aggiustamenti di breve periodo tesi a riflettere le incertezze discusse sopra.

STATUS QUO HOLDS YOU BACK.

Audit | Tax | Advisory



Status Go™

PROPELS YOU FORWARD.

Ready to focus your energy on
tomorrow's opportunities?

Welcome to Status Go.

[grantthornton.global](https://www.grantthornton.global)

