

Crescere per acquisizioni

Le due diligence: strumenti per valutare i rischi e supportare la definizione delle condizioni economiche della transazione



CONFINDUSTRIA
VENETO EST

Area Metropolitana
Venezia Padova Rovigo Treviso



Luciana Sist
Partner

Strategy and Transactions

Email luciana.sist@it.ey.com



Stefano Brunello
Partner

Tax

Email stefano.brunello@it.ey.com

Agenda

4

LA DUE DILIGENCE NEL CICLO DI VITA M&A

12

OBIETTIVI E OGGETTO DELLA DUE DILIGENCE FINANZIARIA

22

OBIETTIVI E OGGETTO DELLA DUE DILIGENCE FISCALE

28

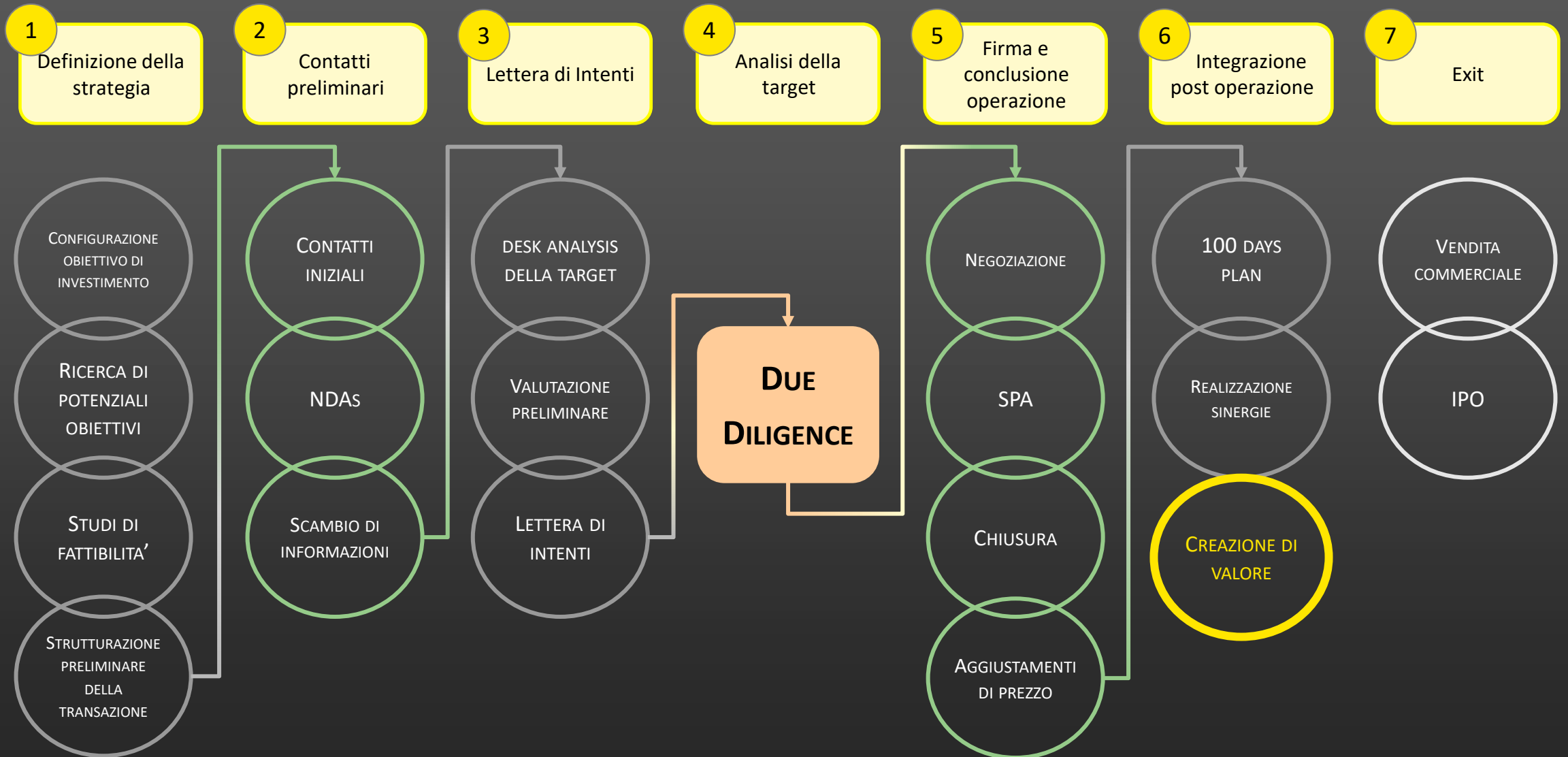
IL CONTRATTO DI COMPRAVENDITA

32

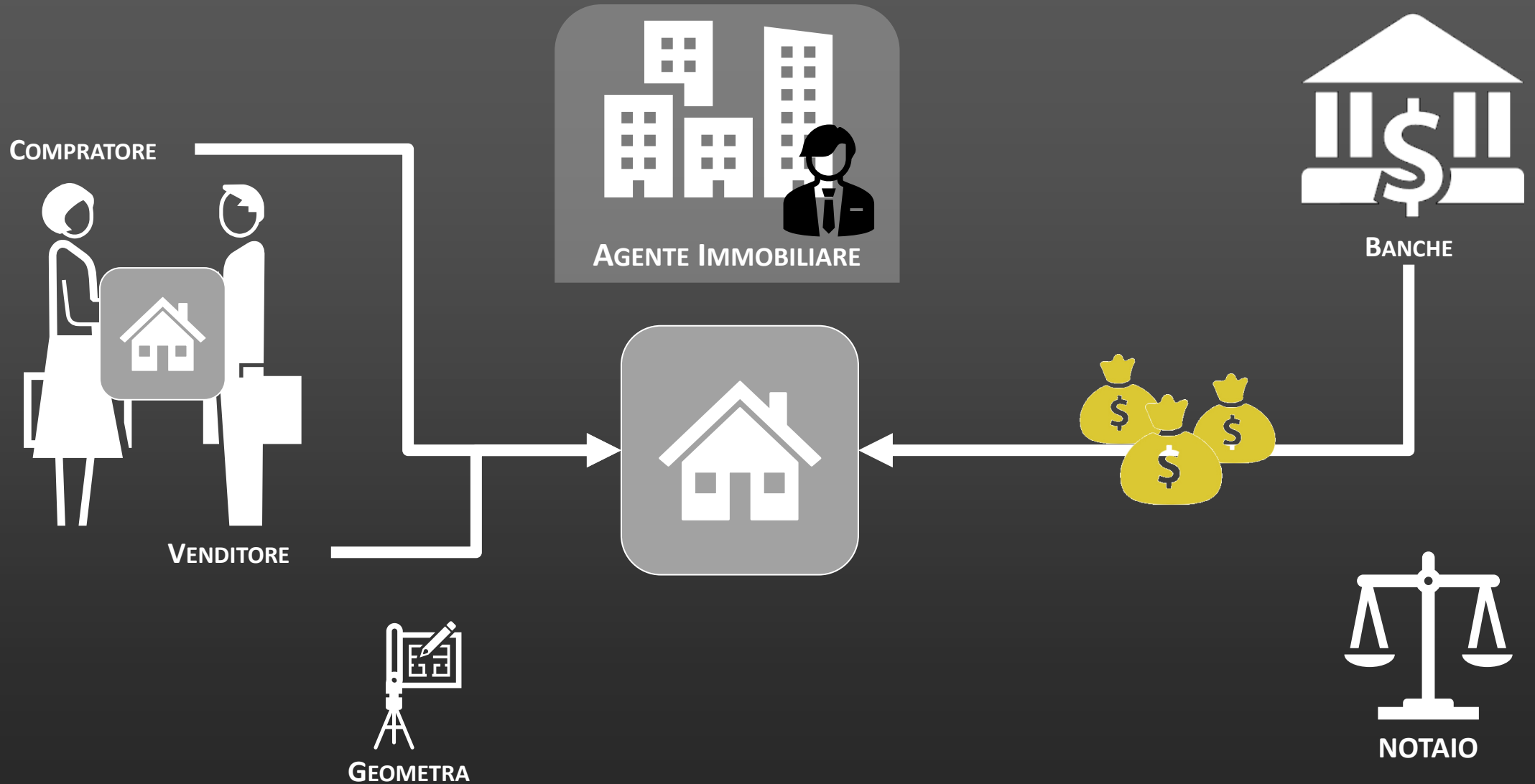
DOMANDE

LA DUE DILIGENCE NEL CICLO DI VITA M&A

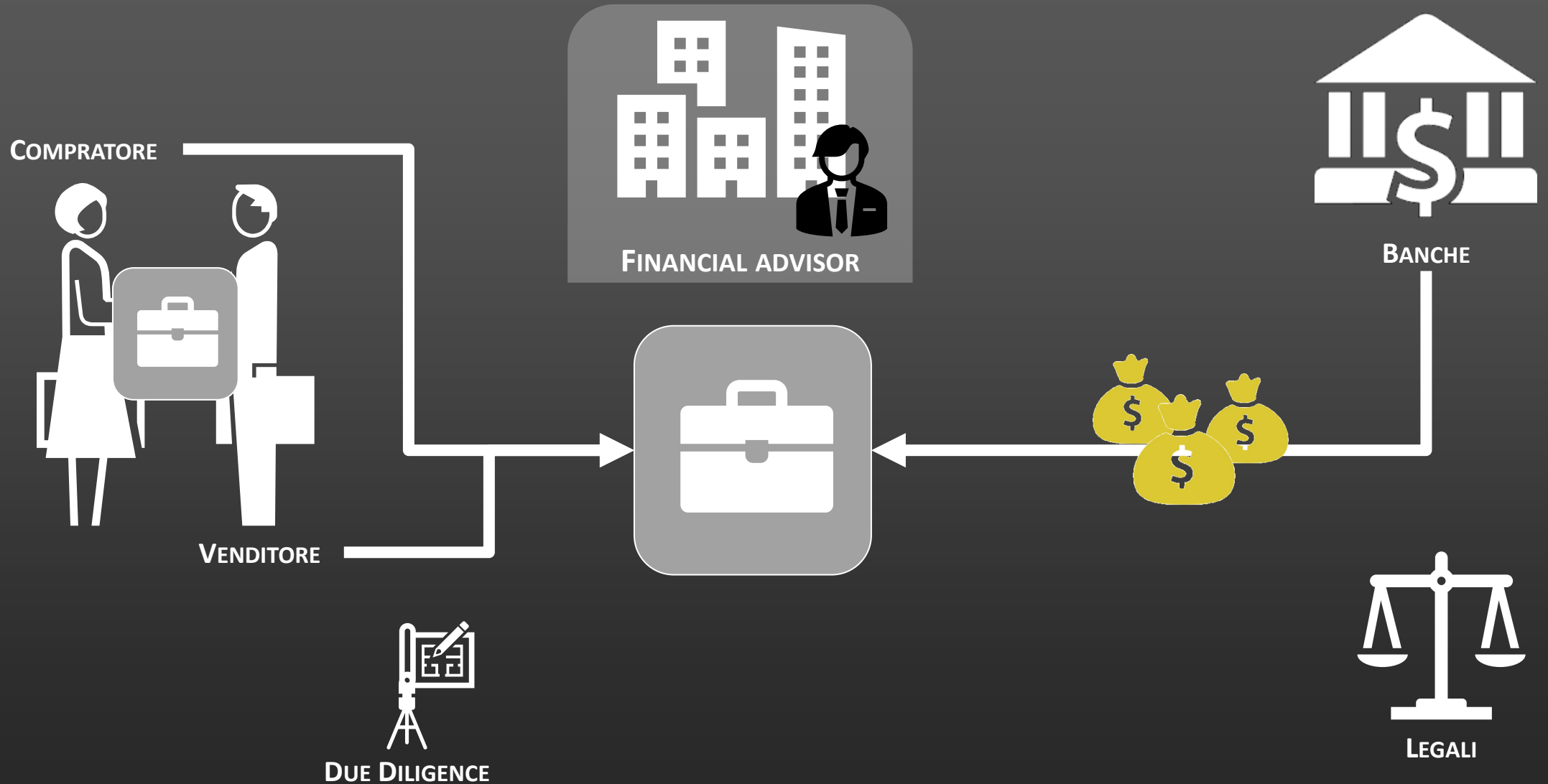
La fase della due diligence



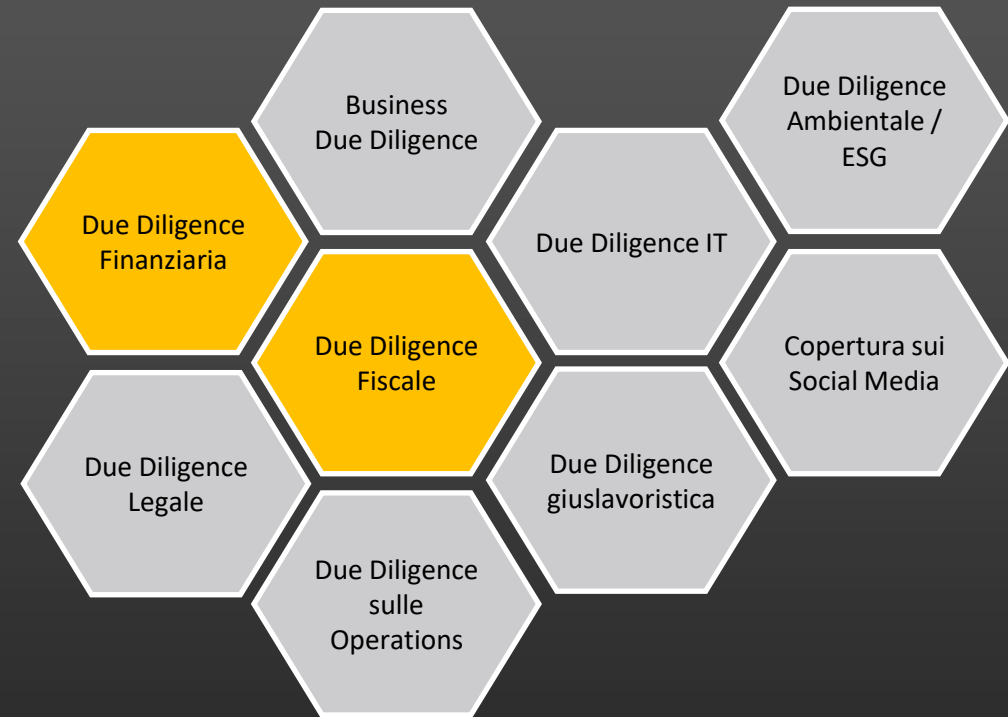
Comprare una casa...



...comprare una società!



Le tipologie di due diligence



Sell-side vs Buy-side Due Diligence e PE vs Corporate

BUY-SIDE DUE DILIGENCE

Buy side Due diligence supporta i potenziali compratori:

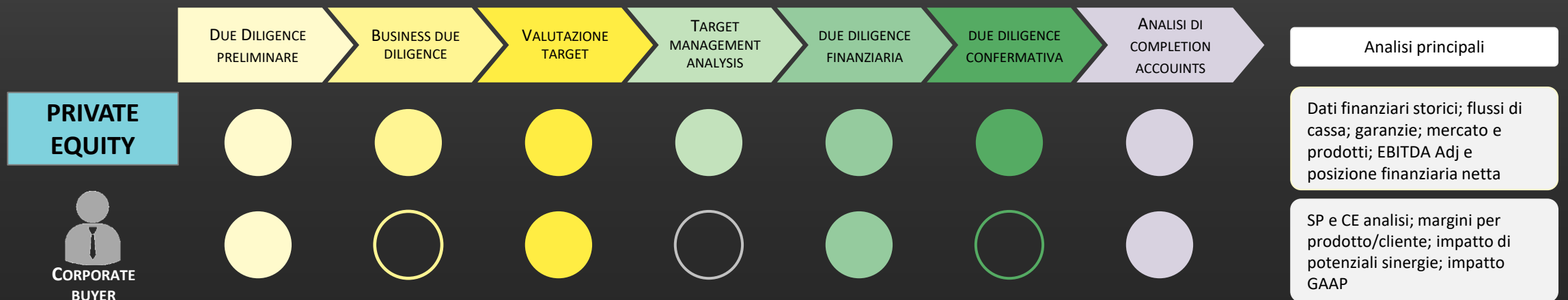
- ▶ Per comprendere l'attività della società Target
- ▶ Analizzare la performance storica
- ▶ Identificare e capire i fattori critici di successo

SELL-SIDE DUE DILIGENCE

Sell side Due diligence supporta il venditore:

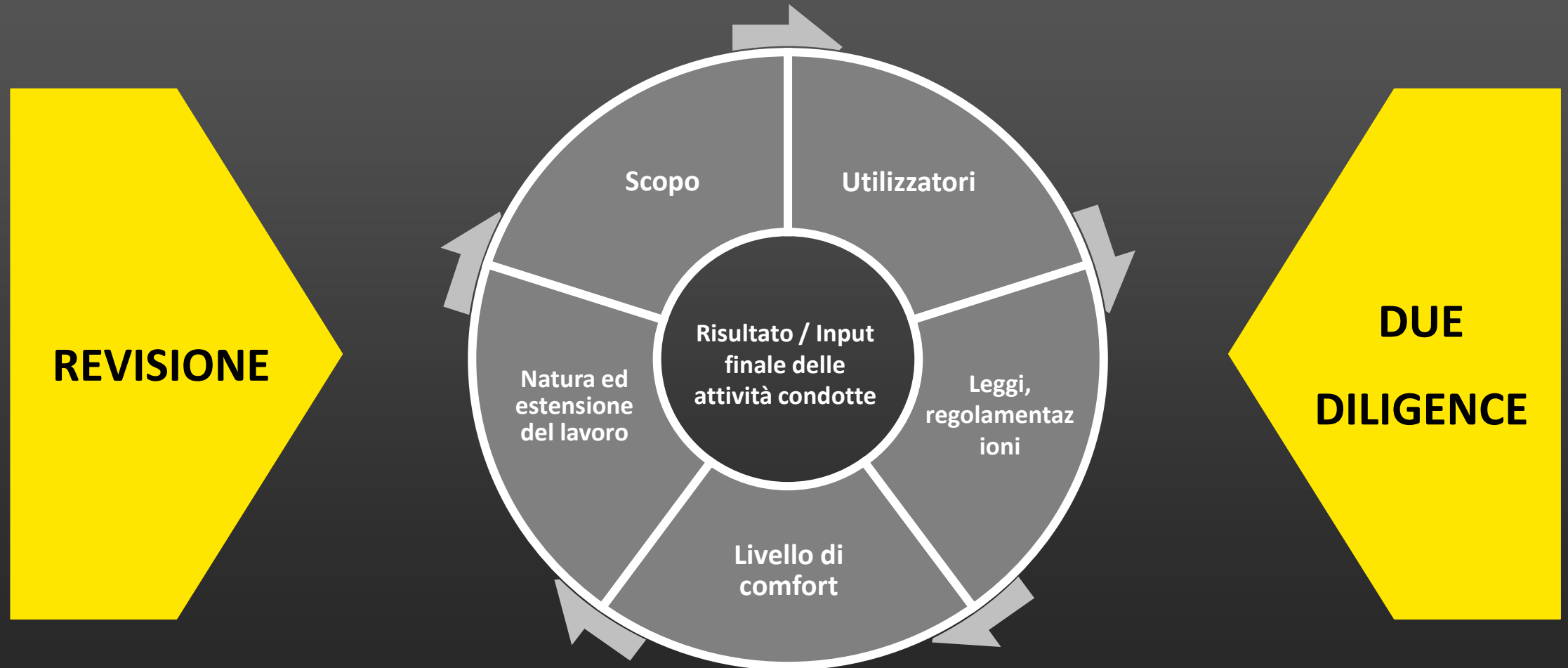
- ▶ Nella gestione del processo di vendita
- ▶ Anticipando le potenziali problematiche
- ▶ Gestendo i rischi connessi alla transazione

TIPI DI INVESTITORI



Differenze tra due diligence e revisione

Se il bilancio della target è certificato, la due diligence finanziaria è necessaria?



Obiettivi della due diligence

Con il termine “due diligence” si intende l’attività condotta dal potenziale compratore o dai suoi consulenti, con lo scopo di analizzare i principali aspetti del business della società target al fine di:

VALIDARE LA TRANSAZIONE

Confermare la validità della decisione di completare la transazione. Le conclusioni riscontrate dalla due diligence sono in linea con le supposizioni del potenziale compratore sull’attività della target e sui meccanismi principali che creano valore?

NEGOZIARE IL PREZZO

Aiutare il compratore e il venditore nella negoziazione del prezzo finale della transazione e identificare potenziali “valori aggiunti”.

STRUTTURARE LA TRANSAZIONE

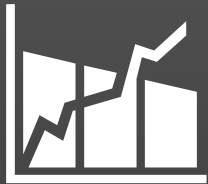
Confermare la validità del perimetro e della struttura della transazione, come prospettati nella Lettera di Intenti.

PROTEGGERSI DAI RISCHI

Identificare tutti i possibili rischi di varia natura (operativi, commerciali, legali, fiscali, ambientali, HR, etc.), che dovranno essere adeguatamente coperti da garanzie e indennità garantite dal venditore nella SPA.

OBIETTIVI E OGGETTO DELLA DUE DILIGENCE FINANZIARIA

Approccio della Due Diligence Finanziaria



Metodo dei multipli

VS



Discounted Cashflow

Bridge da EV a Equity Value

Valore
d'Impresa
(Enterprise
value «EV»)

Posizione
finanziaria
netta

Patrimonio
netto
(equity
value)

Analisi di Quality of earnings

Enterprise Value

Posizione
finanziaria
netta

Capitale
circolante

Rappresenta la capacità di generare
risultati operativi e flussi di cassa
ricorrenti

Normalizzazione dell'
EBITDA

Analisi di Quality of earnings significa
capire la sostenibilità dei risultati
operativi

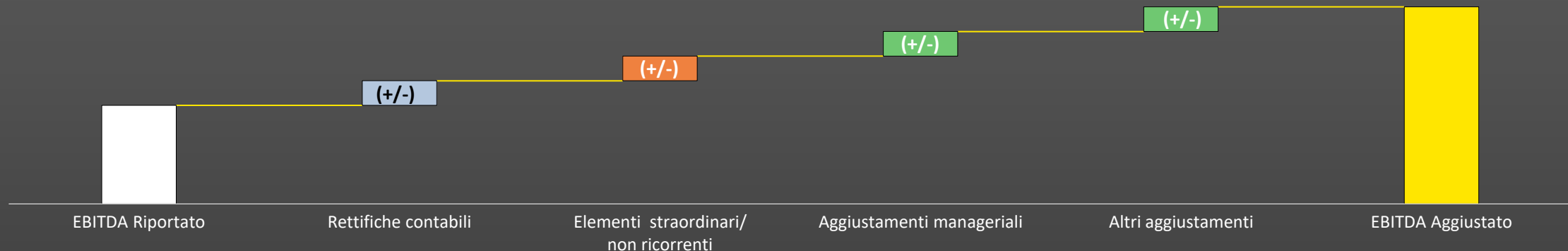
Un solido modello di previsione si basa
su risultati operativi storici ricorrenti /
normali

Perché la Quality of earnings è importante?

EBITDA Normalizzato	100
Multiplo	X 6
Enterprise value (EV)	600
Posizione finanziaria netta	(200)
Equity value	400

Dall'EBITDA Riportato a quello Aggiustato

Dall'EBITDA Riportato a quello Aggiustato: Eliminazione degli elementi che non riflettono l'abilità della società di generare risultati operativi e flussi di cassa futuri



Rettifiche contabili	Fattori straordinari/non ricorrenti	Rettifica degli aggiustamenti manageriali	Altri aggiustamenti
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Elementi di riconciliazione da conti gestionali a manageriali ▶ Sottostima dei costi operativi ▶ Fondo svalutazione crediti (e.g. mancanza) ▶ Fondo svalutazione obsolescenza di magazzino (e.g. mancanza) ▶ Spese capitalizzate ▶ Leasing finanziario (IFRS 16) ▶ Cambiamenti nelle politiche contabili ▶ Cut-off ▶ Eliminazione dei profitti intercompany ▶ Conformità agli IFRS (e.g., ITA GAAP, cash basis, etc.) 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Business Unit dismesse, acquisizioni e vendita/acquisto di una linea di business ▶ Oneri di ristrutturazione/liquidazione ▶ Costi di start-up ▶ Storni di rilasci di fondo ▶ Costi legali o di consulenza non ricorrenti ▶ Spese personali dell'imprenditore ▶ Utili/perdite sulla vendita di immobili ▶ Altre componenti straordinarie 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Rettifiche di VDD ▶ Aggiustamenti dei run-rate stimati dal Management ▶ Aggiustamenti dell'EBITDA inclusi nei dati gestionali ▶ Aggiustamenti proposti dall'advisor finanziario nell'Information Memorandum 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Impatti cambio ▶ Iniziative di risparmio costi ▶ Transazioni tra parti correlate ▶ Riconoscimento dei ricavi ▶ Interessi di minoranza ▶ Sinergie/dissinergie ▶ Rettifiche di true-up di fine anno ▶ Rettifiche derivanti dalla revisione ▶ Costi stand-alone ▶ Ricavi e costi non monetari ▶ Accordi TSA



Determinazione della posizione finanziaria netta

Enterprise Value

Posizione
finanziaria
netta

Capitale
circolante

Perché la Posizione Finanziaria Netta è così importante?

EBITDA Normalizzato	100
Multiplo	X 6
Enterprise value (EV)	600
Posizione finanziaria netta	(200)
Equity value	400

Voci incluse nella posizione finanziaria netta

La posizione finanziaria netta include il netto tra le passività e i debiti finanziari e le disponibilità liquide della società

$$\text{Posizione finanziaria netta} = \text{Passività finanziarie} - \text{Disponibilità liquide}$$

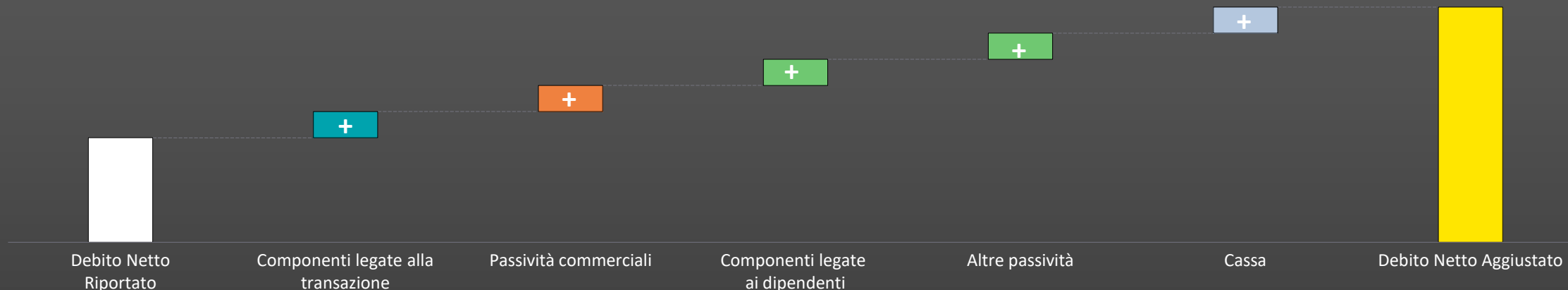
La posizione finanziaria deve includere:

- ▶ Obbligazioni
- ▶ Debiti bancari
- ▶ Debiti vs altri finanziatori
- ▶ Crediti/debiti verso soci
- ▶ Attivo liquidabile (eg cassa)
- ▶ Altre attività finanziarie (titoli azionari negoziabili, crediti finanziari a breve termine)



Posizione finanziaria netta aggiustata

Dalla posizione finanziaria riportata a quella aggiustata: gli elementi di debito e di cassa inclusi nel bilancio della società o derivanti da altre analisi e considerazioni



- Componenti legate alla transazione**
- ▶ Costi d'uscita (bonus, altri incentivi)
 - ▶ Incentivi connessi alla transazione
 - ▶ Costi dei consulenti
 - ▶ Costi di estinzione anticipata del debito
 - ▶ Costi post-chiusura

- Passività commerciali**
- ▶ Incassi differiti
 - ▶ Debiti commerciali anomali
 - ▶ Anticipi da clienti e depositi
 - ▶ Reclami dei clienti
 - ▶ Factoring

- Componenti legate ai dipendenti**
- ▶ TFR / TFM
 - ▶ Bonus dipendenti
 - ▶ Costi di cessazione del rapporto di lavoro
 - ▶ Ferie arretrate
 - ▶ Ritenute, contributi previdenziali scaduti / rateizzati

- Altre passività**
- ▶ Fondi rischi
 - ▶ Earn out relativi a precedenti operazioni
 - ▶ Capex rispetto al budget
 - ▶ Debiti per investimenti
 - ▶ Debiti per imposte sul reddito
 - ▶ Costi di ristrutturazione
 - ▶ Contratti in perdita
 - ▶ Dividendi
 - ▶ DTA/DTL
 - ▶ Interessi di minoranza

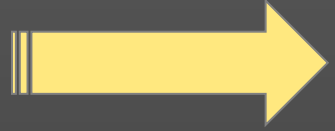
- Cash e cash like**
- ▶ Liquidità intrappolata
 - ▶ Depositi
 - ▶ Depositi a garanzia
 - ▶ Giurisdizioni estere



Analisi del capitale circolante netto

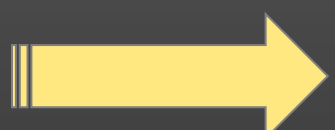
L'analisi del capitale circolante netto è importante principalmente per due ragioni

Valore della transazione



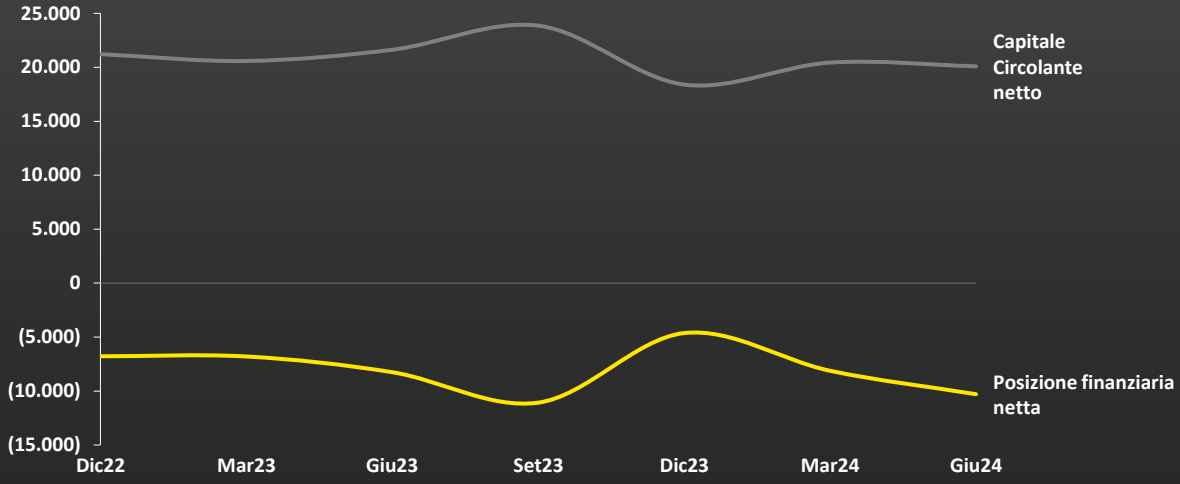
La differenza tra il capitale circolante netto medio e il capitale circolante netto alla data del Closing viene inclusa nel prezzo di acquisizione

Requisiti finanziari

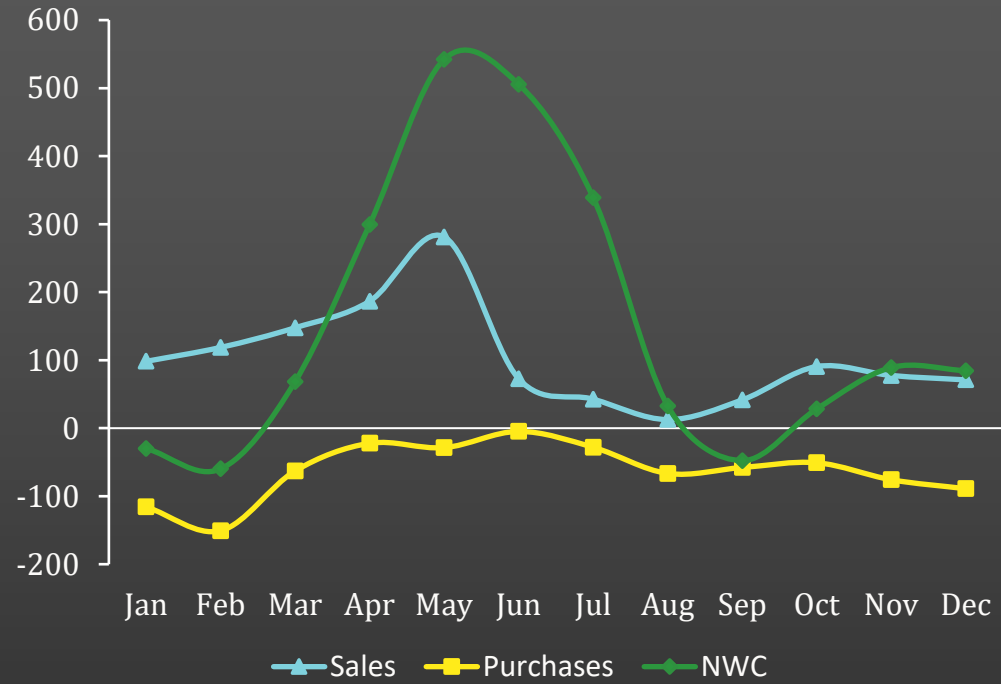


Comprendere la stagionalità del business per definire le fonti di finanziamento post closing

Valuta: € 000	Dic21A	Dic22A	Dic23A
Rimanenze	99	95	90
Crediti commerciali	85	84	83
Debiti commerciali	(56)	(47)	(70)
Capitale circolante comm.	128	132	103
Altre componenti NWC	(2)	8	9
Capitale circolante netto	126	140	112



Impatto stagionalità del NWC sul prezzo



Stagionalità di acquisti e vendite:

- ▶ Certi business sono influenzati da chiari trend di stagionalità (e.g. Stagioni estive e invernali nei settori del fashion o nella produzione di cibo).
- ▶ La stagionalità del business è strettamente collegata ai flussi di cassa in entrata e in uscita conseguenza delle dinamiche del capitale circolante.

La correlazione tra la stagionalità delle vendite e degli acquisti e il trend del capitale circolante netto sono da tenere in considerazione nella creazione del modello di business plan finanziario



Quali sono i bisogni finanziari di una società caratterizzata da un trend nel capitale circolante rappresentato dal grafico soprastante?



LA DUE DILIGENCE FISCALE

Obiettivi della Due Diligence Fiscale



Oggetto

Analisi della situazione fiscale della Target al fine di individuare i rischi, le opportunità e pianificare l'acquisizione.



Rischi

Valutazione qualitativa e quantitativa delle passività potenziali (conosciute o meno anche al cedente) di cui l'acquirente o la Target possa essere chiamato a rispondere al fine di definire il prezzo e le clausole di garanzia.



Opportunità

Identificazione dei benefici fiscali di cui l'acquirente potrebbe fruire (es., perdite fiscali, eccedenza di interessi passivi deducibili) ovvero che potrebbero venire meno per effetto dell'acquisizione.



Pianificazione

Valutazione della migliore struttura per l'acquisizione della Target tenuto conto della posizione fiscale dell'acquirente e di eventuali riorganizzazioni che il compratore intenda effettuare.

ASSET DEAL

- Nell'ipotesi di **acquisto di aziende il cessionario risponde solidalmente** per *“il pagamento dell'imposta e delle sanzioni riferibili alle violazioni commesse nell'anno in cui è avvenuta la cessione e nei due precedenti, nonché per quelle già irrogate e contestate nel medesimo periodo anche se riferite a violazioni commesse in epoca anteriore”* (art. 14, c. 1, D. Lgs. 472/1997). Si tratta di una responsabilità operante entro i limiti del valore dell'azienda trasferita, con riferimento ai debiti risultanti *“dagli atti degli Uffici dell'Amministrazione finanziaria”* alla data dell'atto di cessione. E' prevista la possibilità di chiedere agli uffici competenti un **certificato** per limitare l'esposizione della responsabilità per i debiti tributari risultanti dallo stesso. Il certificato, se negativo, ha pieno effetto liberatorio del cessionario o conferitario. L'analisi viene pertanto usualmente limitata alle eventuali fattispecie risultanti dal certificato entro una soglia di materialità preventivamente concordata => **Limited Due Diligence**

SHARE DEAL

- L'acquirente risponde integralmente di tutti gli obblighi tributari e delle passività di natura tributaria riferibili alla Target => **Due Diligence**

Tipologie di Due Diligence Fiscale – Definizione del Perimetro

Nella pianificazione del lavoro è necessario definire alcuni aspetti che peraltro hanno un impatto sul costo dell'attività richiesta.

- Estensione dell'analisi:
 - ❖ **Full Due Diligence**: analisi completa sulla posizione fiscale della Target
 - ❖ **Limited Due Diligence**: l'analisi viene limitata o in termini di periodi d'imposta o di fattispecie da analizzare (es., un contenzioso fiscale significativo)
 - ❖ **Questionnaire**: la Target compila, con l'aiuto dei propri consulenti, un questionario avente ad oggetto la posizione fiscale della società; non viene fatta una verifica documentale
 - ❖ **Desk review**: analisi delle informazioni pubblicamente disponibili
- Definizione del perimetro dell'analisi ed impatto di **operazioni straordinarie** che comportino un trasferimento della responsabilità in capo alla Target
- Possibilità di concordare un approccio differenziato in ipotesi di acquisizione di un gruppo di società
- La **soglia di materialità**
- Tipologia di documento emesso: **Full Report** vs **Red Flag Report** vs **Databook**
- Committente: **Sell Side** vs **Buy Side**

Oggetto dell'Analisi

Key objective	EY Work
Imposte dirette (IRES e IRAP)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Analisi (formale) delle dichiarazioni dei redditi presentate, al fine di verificare la correttezza e la tempestività di presentazione delle dichiarazioni. ▶ Analisi dei bilanci (d'esercizio e di verifica) al fine di individuare le principali tematiche fiscali d'attenzione ▶ Analisi (sostanziale) dei conteggi operati ai fini IRES ed IRAP (correnti e differite) sulla base delle informazioni/documentazione rese disponibili ▶ Verifica dei versamenti delle imposte dovute in acconto ed a saldo ▶ Colloqui con i consulenti fiscali e/o responsabili amministrativi e/o amministratori delle società Target
Tax Attributes	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Analisi e commento delle posizioni fiscali soggettive (es. perdite fiscali, eccedenze di interessi passivi o di ACE) oltreché di eventuali crediti d'imposta ▶ Analisi della documentazione relativa all'eventuale beneficio cd. Patent Box ▶ Analisi crediti d'imposta. Tale analisi riguarderà gli aspetti fiscali e non verrà estesa alla sussistenza dei requisiti tecnici richiesti dalla normativa applicabile.
IVA e Ritenute d'imposta	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Verifica della tempestiva presentazione delle dichiarazioni IVA e dei modelli 770 ordinario ▶ Analisi dei principali-flussi internazionali di dividendi, interessi e royalties ▶ Verifica a campione dei versamenti effettuati (escluse le ritenute dei redditi di lavoro dipendente)
Relazioni con parti correlate e transfer pricing	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Analisi delle principali operazioni con parti correlate al fine di verificare che le stesse siano state poste in essere alle normali condizioni di mercato ▶ Analisi (formale) dell'ultima documentazione di transfer pricing disponibile.
Accertamenti fiscali e contenzioso	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Valutare se sono stati notificati accertamenti fiscali, processi verbali o questionari e se vi sono verifiche fiscali in corso ▶ Analizzare se vi sono contenziosi fiscali pendenti e lo status degli stessi e stimare la passività massima potenziale ▶ Analizzare l'eventuale corrispondenza intercorsa tra le società e l'Amministrazione finanziaria (es. istanze di interpello)
Operazioni straordinarie	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Analisi delle operazioni straordinarie effettuate nel periodo di riferimento.

Il Processo della Due Diligence Fiscale

Eventuale Q&A con i consulenti di controparte

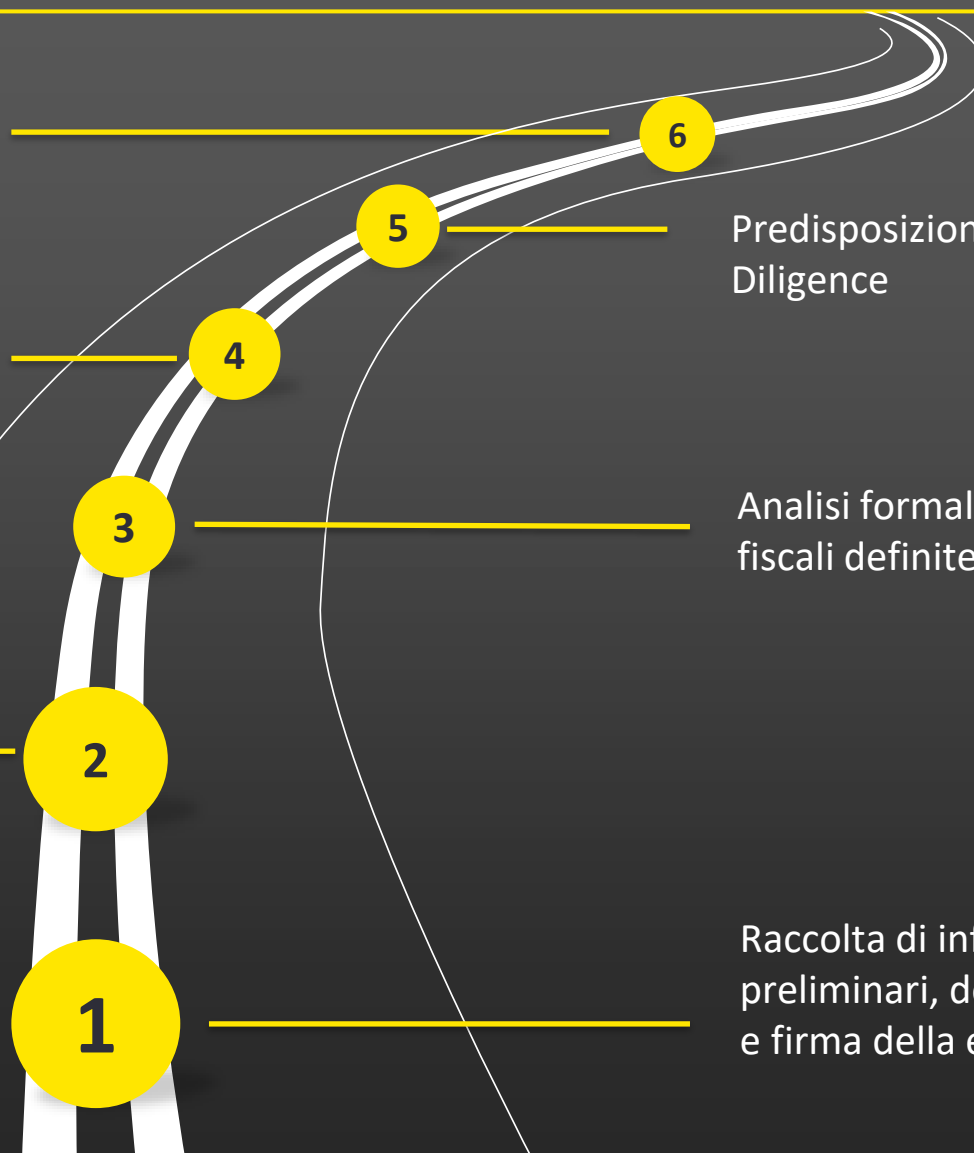
Q&A con la direzione amministrativa ed i consulenti fiscali della Target

Information Request List e Virtual Data Room

Predisposizione del report di Due Diligence

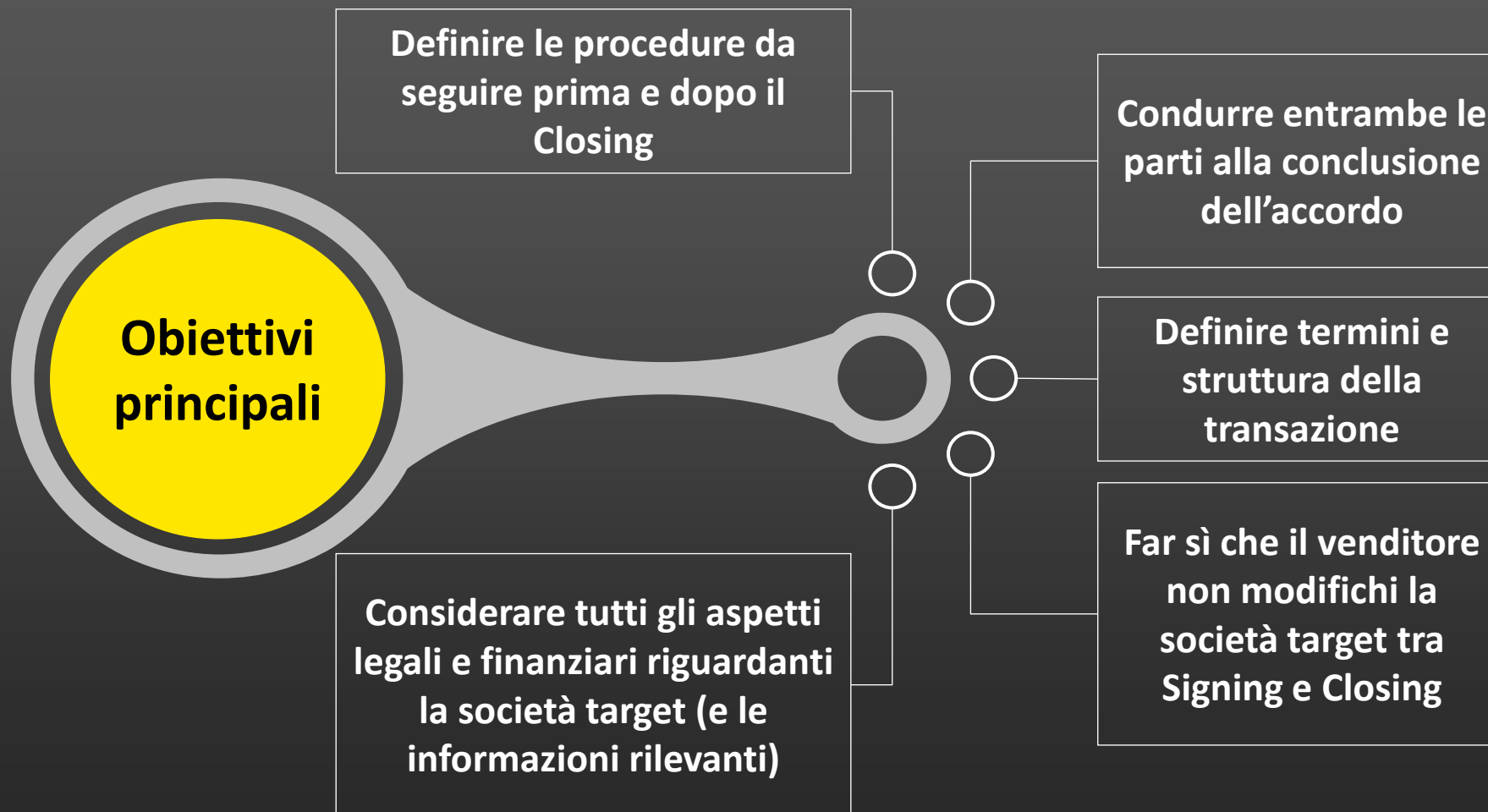
Analisi formale e sostanziale delle aree fiscali definite nel SoW

Raccolta di informazioni preliminari, definizione dello SoW e firma della engagement letter



IL CONTRATTO DI COMPRAVENDITA

Il Contratto di Compravendita (“SPA”)



Il Contratto di Compravendita (“SPA”)

Il venditore e il compratore hanno due obiettivi differenti:

Il compratore ha lo scopo di

- ▶ Minimizzare il rischio della transazione comprendendo le potenziali passività che nascono dall’acquisizione (finanziarie, operative e legali)
- ▶ Identificare fattori critici e rischiosi relativi al management, alle operations e alla struttura finanziaria della target

Il venditore ha lo scopo di

- ▶ Ridurre la distanza temporale tra il Signing e il Closing
- ▶ Assicurarsi che non si verifichino eventi successivi alla chiusura, che possano implicare una riduzione del prezzo

Esiste un “trade off” tra prezzo e garanzie

Prezzo

Garanzie

SPA – Closing accounts vs Locked Box



Closing Accounts

- ▶ Il Prezzo di acquisto viene aggiustato sulla base dei risultati al Closing
- ▶ I dati al Closing sono solitamente soggetti a due diligence e lo SPA stabilisce un meccanismo per adeguare il prezzo di acquisto
- ▶ Il prezzo di acquisto è principalmente aggiustato per considerare:
 - i. il tempo trascorso tra il Signing e il Closing,
 - ii. eventi accaduti durante questo periodo, e
 - iii. altri elementi che potrebbero non essere stati identificati nella due diligence



Locked box

- ▶ L'acquirente pagherà al venditore il prezzo di acquisto, basato sulla sua valutazione ad una certa data (la 'data di locked box'), più un interesse (la 'remunerazione del capitale') dalla data di locked box alla data del Closing
- ▶ Non c'è nessun aggiustamento prezzo al Closing
- ▶ Il meccanismo del locked box sta diventando comune soprattutto nelle transazioni con Private Equity

Domande

