



16 Marzo 2017

Società

Le variazioni condizionate al prezzo di trasferimento aziendale

Dott. Fabio Ceroni - Studio Palmeri Commercialisti Associati

Dott. Alessandro Tentoni - Studio Palmeri Commercialisti Associati,

articolo pubblicato sulla rivista "Guida alla contabilità e bilancio" il 7/3/2017

Di frequente in caso di trasferimento d'azienda o dei corrispondenti pacchetti di titoli sociali, in qualsiasi contesto professionale, viene sollevato il problema della valorizzazione di particolari potenzialità o minacce prospettiche insite nel compendio produttivo ma che possono sfuggire alla logica della stima eseguita con le metodologie tradizionali. In questi casi è possibile determinare un controvalore economico positivo o negativo, che tenga conto delle probabilità di manifestazione, in sede di valutazione dell'impresa e quindi prima di conoscere l'esito di tali eventi, qualificabili "opzioni reali", ovvero stabilire un ammontare a favore del cedente (*earn out*) o del cessionario (*claw back*) da liquidare in seguito previa verifica positiva della situazione probabilistica considerata.

1. Valore aziendale e fatti gestionali incerti

La **stima del valore di un'azienda**, richiesta da disposizioni normative o esigenze conoscitive, dovrebbe includere i possibili riflessi futuri di **profili gestionali potenzialmente capaci di influire sui risultati economici**, nel quadro della complessità e aleatorietà che contraddistinguono l'attività imprenditoriale. Si tratta di **qualità e leve** a disposizione dell'imprenditore o, per converso, di **minacce** di effetto opposto in grado rispettivamente di incrementare e comprimere i flussi reddituali e le correlate grandezze patrimoniali oggetto della valutazione in un orizzonte temporale successivo alla data di riferimento adottata. L'elemento che accomuna tali fattori è il **carattere probabilistico**, che rende oltremodo incerta la manifestazione e il conseguente impatto sul reddito. Assumono evidentemente rilievo, in quest'ottica, quegli eventi o peculiarità non già considerate nella misura del capitale economico definita con l'ausilio di uno dei metodi diffusi nella prassi (patrimoniali, reddituali, finanziari, misti, empirici).

Sono due gli approcci per affrontare la presente tematica in sede di valutazione aziendale e contrattazione del prezzo di trasferimento, ad integrazione o rettifica del valore determinato.

Secondo una prima impostazione è necessario procedere alla stima dell'elemento potenziale alla data di riferimento fissata dal perito, e dunque prima che si concretizzino le eventuali ripercussioni sulla gestione. In questo caso si assiste alla valorizzazione delle cosiddette **“opzioni reali”**, individuate tra breve nel solco di una ricorrente classificazione.

In alternativa il fenomeno aleatorio **può concorrere alla valutazione, secondo una misura prefissata, solo in un'epoca posteriore**, una volta appurato se in effetti si sia verificata la situazione monitorata. Percorrendo questa soluzione, sensata solo in caso di effettiva negoziazione di un complesso aziendale, le parti dell'operazione sanciscono una clausola di incremento condizionato del prezzo (*earn-out*) o di decremento (*claw-back*). Passiamo in rassegna singolarmente, di seguito, le due modalità evidenziate per la traduzione monetaria di questi profili gestionali connotati da particolare aleatorietà.

2. Le opzioni di valore

Come poc'anzi accennato, è possibile valorizzare le *chances* derivanti dalle prospettive aziendali favorevoli, e per converso determinare disvalori, **a monte dei fenomeni probabilistici** in esame.

La formula che rappresenta il ruolo delle opzioni è dunque la seguente:

$$CE = V + O$$

dove,

CE = capitale economico aziendale

V = valore dell'impresa determinato con metodologie tradizionali sorvolando sugli aspetti a base dell'opzione

O = valorizzazione delle opzioni

L'argomento è stato sviluppato in dottrina a proposito del rendimento degli investimenti industriali¹ e ripreso nella tecnica di valutazione delle imprese.

La classificazione che compendia le possibili manifestazioni degli eventi in parola considera le opzioni **di sviluppo o ampliamento, di abbandono, di differimento e di flessibilità**².

Le prime sono collegate a **possibili espansioni produttive e penetrazioni in nuovi mercati**, in grado di incrementare l'economicità netta dell'impresa.

Si tratta indubbiamente di azioni strategiche appannaggio di un significativo numero di aziende e, di conseguenza, della tipologia di opzione più ricorrente.

¹ Come lucidamente illustrato in V. Maggioni, *Aspetti innovativi nella valutazione degli investimenti aziendali*, Padova, pagg. 165 e segg..

² cfr. M. Lacchini e R. Trequattrini, *La valutazione delle aziende coinvolte nelle procedure di amministrazione straordinaria ex d.lgs. 270/1999: profili caratteristici e proposte innovative*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, Marzo-Aprile 2003, pag. 156 e segg., per l'applicazione dell'approccio delle opzioni alla stima del capitale economico delle imprese in fase di turnaround. Si è comunque consapevoli della difficoltà nella schematizzazione di fenomeni così variegati, come si dimostrerà anche da alcuni casi proposti nel testo.

Le seconde denotano complessi produttivi che si prestano ad una **rapida conversione in denaro, a prescindere dalla modalità tecnica adottata (cessione, in parte anche affitto d'azienda, liquidazione, impiego in aree d'affari più redditizie).**

Si pensi, a quest'ultimo riguardo, ad uno stabilimento industriale operante in un settore in declino smantellato e adibito a locale di svago, con notevole afflusso di liquidità.

Inoltre in quest'ambito si possono ricomprendere le stime di pacchetti di società quotate in mercati regolamentati, di solito comprensive di uno *spread* valutativo in ragione del carattere della liquidabilità.

Le terze ricorrono in presenza di **vantaggi competitivi che consentono di primeggiare nel mercato di riferimento, difendibili per un certo arco di tempo.**

Questa fattispecie evoca i casi di imprese che svolgono attività esclusive in regime di concessione amministrativa, come ad esempio nello sfruttamento di risorse naturali in miniere, cave, regimi acquiferi, ovvero operanti in luoghi o mercati non presidiati dalla concorrenza per barriere all'ingresso di tipo economico oppure politico, o ancora che si avvalgono di risorse intangibili protette quali brevetti, formule industriali, *know-how*, ecc..

Infine, **le quarte situazioni** derivano dall'attitudine dell'apparato produttivo a **molteplici utilizzi mediante una mirata riorganizzazione, contenute innovazioni tecnologiche o limitate integrazioni di altri cespiti.**

Le ipotesi tipiche conducono quindi alla possibilità di riconversione in altre aree o settori economici, qualora il primo impiego perda convenienza.

A tutta evidenza quelle imprese dotate di risorse ad elevata specializzazione (cosiddette "*firm specific*") si dovrebbero contraddistinguere per un'accentuata rigidità, nel senso qui prospettato.

Come accennato in precedenza l'approccio alla valutazione dei fenomeni probabilistici con la tecnica in commento è l'unico, tra i due presentati, a consentire l'apprezzamento dell'evento anche in sede di stima puntuale di un complesso aziendale senza un successivo trasferimento.

Per certi versi, inoltre, questa impostazione segue una logica analoga a quella delle opzioni finanziarie, note come "*call*" per il compratore e "*put*" per il venditore, a parte naturalmente il carattere della discrezionalità nel dar corso all'acquisto e alla cessione insito nelle suddette clausole.

Infatti, la maggiorazione del valore economico dell'impresa attribuita per la prospettiva incerta consente all'acquirente di avvalersi dei benefici che dovessero effettivamente manifestarsi, sopportando peraltro il costo della correlata alea, mentre il venditore che consegue il *surplus* assume un'aspettativa ribassistica, nella speranza che l'incremento incerto non si concretizzi così da reputare conveniente il lucro concordato.

Ed in effetti alcune proposte per la valutazione delle opzioni reali seguono complesse formule di tipo stocastico riprese dalle metodologie utilizzate nel corrispondente ambito finanziario³.

In ogni caso il perito deve risultare consapevole **dell'estrema difficoltà nell'attribuzione di un valore attendibile a queste potenzialità**, avvalendosi a volte anche della tecnica dell'"albero decisionale", che si aggiunge alla nota soggettività di qualsiasi procedimento valutativo di aziende.

³ Per un approfondimento si rinvia a M. Lacchini e R. Trequattrini, *op. cit.*, pagg. 158-159.

Proprio perché questo primo approccio si basa sulla valorizzazione dell'aspetto probabilistico già in sede di stima dell'impresa, e dunque prima che la dinamica esaminata culmini in un risultato certo, **la determinazione dell'incremento o del decremento richiede in ogni caso l'applicazione di uno sconto rispetto al risultato massimo teorico conseguibile, o alla corrispondente perdita.**

E' poi evidente che l'evento prospettico può assumere rilevanza purché contenuto in un orizzonte temporale futuro circoscritto.

L'assenza di riferimenti certi, e a volte anche di evidenze numeriche da elaborare come nel caso in genere delle opzioni di flessibilità, suggerisce infine di **ponderare con molta cautela la valutazione dello *spread* in discorso nelle stime eseguite anche a tutela di terzi, come nel caso di conferimento o di fusioni/scissioni, ancor più se caratterizzate da compagini di soci preesistenti nelle società rispettivamente conferitarie, risultanti o incorporanti e beneficiarie.**

Le clausole rettificative

La seconda soluzione adottabile per considerare le prospettive in discorso nella determinazione del valore aziendale è quella **di prefissare un controvalore monetario da liquidare al cedente, o da rimborsare al cessionario, al momento dell'accertamento che l'evento risulti effettivamente avverato.**

Infatti, come già segnalato, questa impostazione si sostanzia con una sorta di condizione sospensiva per una parte del prezzo di trasferimento stabilito e **non può rispondere alle esigenze di valutazioni d'azienda complete eseguite a scopo meramente conoscitivo, senza una collegata negoziazione che consenta successivi conguagli.**

In questo caso, quindi, il "cono dell'incertezza" legato all'evento viene sminuito, in quanto regolato a posteriori con incassi e pagamenti solo in caso di verifica positiva.

Le clausole che disciplinano questi plusvalori e minusvalori sono conosciute, in una prassi professionale piuttosto diffusa, come "*earn out*" e "*claw back*".

Entrambe devono trovare fondamento in flussi reddituali associati alla dinamica gestionale che genera aspettative o minacce, determinabili in modo attendibile, e quindi nella maggior parte dei casi ricorrono in presenza di fattori di sviluppo o ampliamento.

Più sfuggente e complesso, oltre che per l'arduo controllo, appare invece attribuire un valore o un disvalore postergato alle possibilità di disinvestimento economicamente conveniente, di difesa prolungata di un fattore di successo dagli attacchi della concorrenza, dell'effettiva riconversione di un'unità aziendale dotata del requisito della flessibilità.

Nella pratica queste clausole si appongono quindi con riferimento a **risultati significativi di carattere straordinario conseguiti o sopportati dall'impresa nell'arco di tempo monitorato, la cui evoluzione appare incerta al momento della stima** tanto da non poter essere inclusi nella valutazione economica attribuita con le metodologie tradizionali.

Si pensi, a titolo di esempio, all'effettiva introduzione di un prodotto o servizio in fase di studio o di lancio al momento della valutazione presso nuovi mercati geografici e alla conseguente redditività ottenuta, o alla cessione programmata a terzi di una divisione, ovvero di un *asset*, nell'ambito dell'azienda trasferita con corrispettivo difficile da stabilire.

Le due clausole possono nella pratica atteggiarsi in vario modo, assecondando le esigenze delle parti.

Così, nell'ipotesi ad esempio di compravendita di un pacchetto di quote o azioni societarie, può capitare **che il raggiungimento o meno di prefissate performance in un periodo prossimo si traduca nel diritto attribuito al venditore con un *earn out* di cedere ulteriori titoli della medesima società a prezzi più elevati, o al compratore di acquisire con un *claw back* altri pacchetti a valori ribassati.**

3. Alcuni esempi

Per entrare nello specifico si offre una casistica concreta dei due strumenti illustrati per l'assegnazione di un valore economico alle fattispecie aleatorie considerate.

Nel campo delle opzioni, un'impresa immobiliare presentava possibili fattori di sviluppo e vantaggi da differimento. I primi per un'area edificabile di proprietà valutata con il metodo patrimoniale semplice al costo di acquisto; i secondi, di riflesso, per un canone locatizio percepito da una struttura sanitaria avviata in un settore notoriamente caratterizzato da barriere all'entrata di tipo amministrativo e di mercato.

Il perito chiamato alla valutazione dell'impresa propendeva per l'applicazione di una **maggiorazione forfetaria del 5% al capitale economico** risultante dal richiamato criterio analitico.

In un altro caso, una società edilizia decideva di apportare un ramo d'azienda in una conferitaria di nuova costituzione, imperniato su un complesso costituito da oltre cento unità immobiliari.

La stima in sede di relazione peritale ex art. 2465, co. 1, c.c., nel seguire la logica patrimoniale, assegnava un valore corrente all'immobile sulla base di una perizia tecnica rivalutando di circa il 43%, al netto della fiscalità latente, il saldo contabile.

Nell'analisi concernente le opzioni veniva evidenziata la presenza di due fattori di disvalore, non contemplati nello svolgimento del procedimento valutativo, riferiti all'*asset* in oggetto che rappresentava l'unico elemento attivo conferito: uno per difficoltà nell'abbandono dell'investimento vista la mole immobiliare da smaltire in una località non eccessivamente attrattiva, l'altro riconducibile all'estrema rigidità del ramo scorporato per la problematica riconversione tecnica ed economica del bene.

Tali connotati suggerivano una **riduzione del 20% del capitale economico** della divisione apportata. Si noti che, nel caso del conferimento, anche ragioni di particolare prudenza estimativa a tutela dei terzi creditori possono militare a favore del calcolo di minusvalori potenziali.

Un ultimo esempio in tema di opzioni può essere presentato a proposito della stima del valore di una società calcistica di serie A.

In questo settore è noto il divario tra livelli di fatturazione da un campionato all'altro, oltre che nel caso dell'accesso alle competizioni europee riservato ai *club* che si classificano nelle prime posizioni, per il diverso ammontare dei proventi di provenienza federale e per la trasmissione televisiva degli eventi.

Pur assistendo ad una variabilità dei costi di acquisizione e della retribuzione dei calciatori correlata ai ricavi, non può nascondersi l'effetto economico significativo che può essere indotto dai menzionati successi e insuccessi sportivi. Pertanto, nella ricordata valutazione venivano enunciate *chances* di sviluppo collegate all'ingresso nelle manifestazioni internazionali e disvalori per l'ipotesi di retrocessione nel campionato di serie B. Nel primo caso si ricostruiva lo

spread di valore economico correlato alla partecipazione alla *Champions League* e alla *Europa League* applicando **un multiplo estrapolato dalle quotazioni di borsa di altre società calcistiche ai ricavi differenziali associati alle due manifestazioni, con ponderazione per la probabilità di conseguire tali risultati nell'arco di tempo di un quinquennio.**

Nel secondo, muovendo da **un valore economico di base ritenuto accettabile e scontato del 60% per l'ipotesi della discesa nel campionato inferiore, la perdita potenziale conseguiva da un coefficiente che esprimeva l'alea di retrocedere nel medesimo lustro.**

In definitiva, la somma algebrica di opzioni positive e negative rappresentava l'effetto netto sul capitale economico degli eventi di questa tipologia.

Tra i casi di **clausole rettificative del prezzo**, si può annoverare quello di un'impresa gestore di servizi aeroportuali che in fase di trattativa di cessione presentava nel passivo, al momento della stima del capitale economico con metodo patrimoniale, un fondo rischi ed oneri appostato per contenziosi relativi a cause civili in corso. Nella relazione peritale svolta per la parte cedente si rifletteva sull'opportunità di prevedere un *earn out* nel caso di decisioni giudiziali favorevoli, pervenendo alla conclusione di **sopprassedere sia per la riduzione della posta operata in sede di procedimento estimativo e conseguente aumento del valore aziendale complessivo, sia per prevenire di riflesso eventuali richieste di *claw back* dalla controparte acquirente.**

Un altro esempio proviene da una società operante nella produzione di *software* gestionali, in fase di notevole espansione sul mercato.

Il pacchetto di maggioranza viene trattato da un gruppo di investitori, che concorda oltre al prezzo base un *earn out* **da corrispondere qualora al termine dell'esercizio il margine operativo lordo (*Ebitda*) superi una determinata percentuale di incremento.**

Infine, sempre nel novero delle società calcistiche, le azioni di un *club* militante nel campionato di serie B possedute in quota di maggioranza da una *holding* venivano cedute ad altro imprenditore, per una percentuale inferiore al totale detenuto ma comunque superiore al 51%.

Le parti convenivano **due tipologie di *earn out*.**

Con il primo si stabilisce che **eventuali plusvalenze da realizzo per cessione di contratti dei calciatori conseguite nel mercato estivo, già in corso al momento del trasferimento dei titoli, venissero attribuite alla *holding* cedente**, in proporzione ovviamente alla quota complessiva di partecipazione precedente alla girata.

Con il secondo si conviene che **la residua porzione di azioni detenute venga trasferita al cessionario se nel corso dei successivi cinque anni la squadra ottenga la promozione al campionato di serie A, per un prezzo unitario fissato in misura sensibilmente superiore alla prima negoziazione.**

4. Le rilevazioni contabili

Se nel caso della valorizzazione delle opzioni le ripercussioni si limitano all'incremento del prezzo del trasferimento, o all'opposto la riduzione, l'apposizione di clausole rettificative richiede specifiche scritture in partita doppia ove si verifichi la condizione *target*.

Si veda il seguente esempio.

In data 31/08/2016 due società X e Y stipulano la cessione di un pacchetto totalitario Z al prezzo di 320 prevedendo inoltre un *earn out*, pari a *forfait* a 30,

nel caso il fatturato dell'esercizio solare 2016 riportato nel bilancio approvato di Z superi del 15% quello conseguito nel periodo precedente.

La partecipazione ceduta è iscritta nel bilancio della cedente X a 200.

Il venditore rileva nella propria contabilità generale quanto segue.

31/08/2016

CREDITI V/SOC. Y	a	<i>DIVERSI</i>	320
		PARTECIPAZIONE IN SOC.	200
		PLUSVALENZA REALIZZO PARTECIP.	120

In sede di approvazione del bilancio della partecipata Z, si accerta il superamento dell'incremento-soglia di fatturato fissato nel 15%, così da azionare la maggiorazione del prezzo di cessione delle quote di 30.

Peraltro si noti che la suddetta variazione finanziaria positiva risulterebbe da contabilizzare nell'esercizio in chiusura, in virtù del principio di competenza economica di cui all'art. 2423-bis, n.3), c.c., e dell'illustrazione fornita dalla versione vigente del principio contabile OIC 29, punto 59, lett. a).

Quindi si avrebbe:

31/12/2016

CREDITI V/SOC. Y			30
	a	PLUSVALENZA REALIZZO PARTECIP.	30

Nella contabilità generale dell'acquirente si registrano le scritture di seguito riportate, sulla base delle medesime assunzioni e considerazioni svolte.

31/08/2016

PARTECIPAZIONE IN SOC. Z			320
	a	DEBITI V/SOC. X	320

31/12/2016

PARTECIPAZIONE IN SOC. Z			30
	a	DEBITI V/SOC. X	30



www.studio-palmeri.it

BOLOGNA

Via delle Belle Arti, 8 (Palazzo Bentivoglio) 40126 Bologna ITALIA
Tel +39 051 220555 Fax +39 051 225479
bologna@studio-palmeri.it

IMOLA

Via Cavour, 47 40026 Imola (BO) ITALIA
Tel +39 0542 33448 Fax +39 0542 33384
imola@studio-palmeri.it

ROMA

Via Rubicone, 8 (scala A interno 6) 00198 Roma ITALIA
Tel +39 06 68307179 Fax +39 06 68891984
roma@studio-palmeri.it