

Le valutazioni a fini di *Purchase Price Allocation (PPA)*

Le valutazioni a fini di bilancio – Convegno OIV 23 marzo 2026

Mauro Bini – Ordinario di Finanza Aziendale nell'Università L. Bocconi

Agenda

- Come devono essere svolte le valutazioni di bilancio
- La logica della PPA
- Elementi chiave della PPA
- Effetti su *impairment test*

Agenda

- **Come devono essere svolte le valutazioni di bilancio**
- La logica della PPA
- Elementi chiave della PPA
- Effetti su *impairment test*

Come devono essere svolte le valutazioni a fini di bilancio ?

- Gli standard contabili sono *principle based*, chiariscono cosa fare (*what to do*), ma non come fare (*how to do*) e tantomeno con quanto approfondimento fare (*how much to do*).
- Sentenza della Suprema Corte di Cassazione- Sezioni unite del 31 marzo 2016 dove è affermato: “*sussiste il delitto di false comunicazioni sociali, con riguardo alla esposizione o alla omissione di fatti oggetto di valutazione, se, in **presenza di criteri di valutazione normativamente fissati o di criteri tecnici generalmente accettati**, l’agente da tali criteri si discosti consapevolmente e senza darne adeguata informazione giustificativa, in modo concretamente idoneo ad indurre in errore i destinatari delle comunicazioni*” (enfasi aggiunta)



- Tutte le valutazioni a fini di bilancio devono adottare i PIV o gli IVS

Dovrebbe essere responsabilità degli amministratori imporli e dell’esperto di valutazione adottarli

Come devono essere svolte le valutazioni a fini di bilancio ?

I principi di valutazione insistono su due elementi principali della valutazione:

- **Dati & Input** (ed il correlato esercizio di scetticismo professionale)
- **Modelli valutativi** (come i criteri sono applicati).



La responsabilità dell'esperto consiste nel valutare la coerenza fra i dati ed i modelli e fra questi ultimi e lo scopo della valutazione.



Le conseguenze non gradite della PPA:

- nel breve: Incremento del capitale investito > incremento del reddito, diluizione dei tassi di redditività
- operazioni *accretive* (P/E bidder > P/E target) ante PPA possono diventare *dilutive*
- esigenza di ragionare in termini di Ebita anziché di Ebit.

La non neutralità della PPA può comportare *managerial bias* (eccesso di avviamento, riduzione di ammortamenti, vite contabili molto estese, ecc.).

Agenda

- Come devono essere svolte le valutazioni di bilancio
- **La logica della PPA**
- Elementi chiave della PPA
- Effetti su *impairment test*

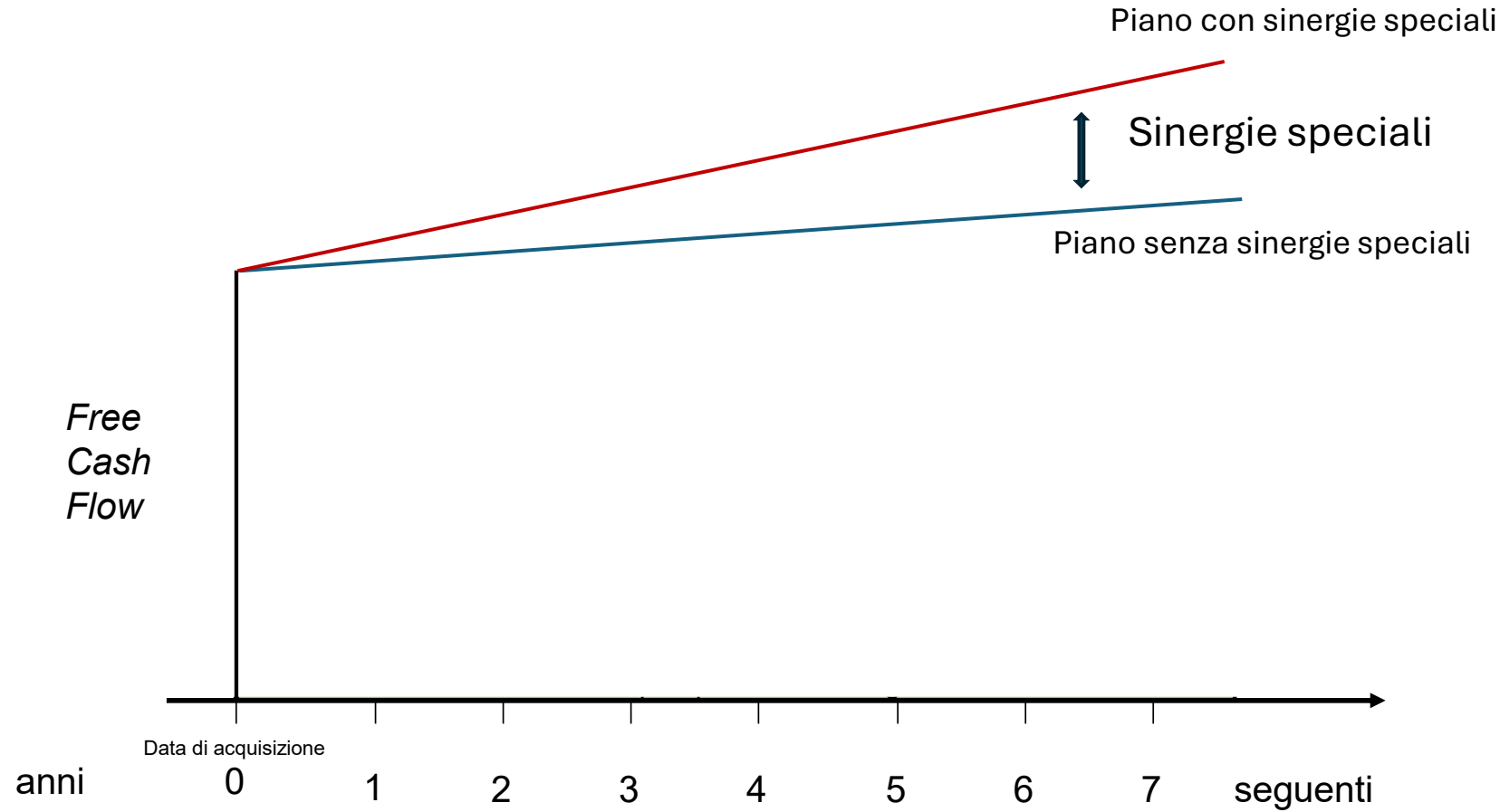
La logica della PPA

- Attraverso la PPA occorre spiegare perché si è riconosciuto quello specifico prezzo per la specifica entità acquisita:
 - quali attività sono state acquistate e quali passività sono state assunte
 - il prezzo alle quali potrebbero essere rivendute le attività o trasferite le passività (a prescindere dall'esistenza o meno di un mercato attivo)
 - l'avviamento implicito nell'acquisizione.
- La PPA dovrebbe distinguere fra il contributo della vecchia gestione e il contributo della nuova gestione:
 - Magazzino valutato al prezzo di realizzo;
 - Portafoglio ordini valutato comprendendo il margine;
 - *Customer relationships* valutate sulla base del reddito atteso,
 - ecc.
- La PPA deve distinguere fra prezzo vero e prezzo falso:
 - Es. X acquista il 100% di Y. Y è un fornitore di X che aveva fatto causa ad X.
- *Step-up acquisition*: la partecipazione nella target detenuta prima di acquisire il controllo va rivalutata a *fair value*, il maggior valore passa a conto economico (aspetti problematici, es. OPA con rilancio)

La logica della PPA

- Il prezzo di acquisto è un *entry price*, mentre il valore delle attività e delle passività nella PPA è il *fair value (exit price)*. Pertanto è molto importante ai fini di successivi *impairment test*, effettuare la calibrazione del prezzo sulla base degli input alla data dell'acquisizione del controllo.
 - Es. il prezzo di acquisto esprime un multiplo dell'Ebitda pari a 8x quando le società comparabili esprimono un multiplo 10x. Vi è la presunzione - nei successivi *impairment test* - che il valore recuperabile mantenga lo stesso sconto (20%) rispetto ai multipli di società comparabili.
- Il *fair value* delle attività è un valore puntuale che, in presenza di una pluralità di metodi, va identificato all'interno di un *range*. Lo stesso criterio di scelta all'interno del range andrebbe adottato ai fini dei successivi *impairment test*.

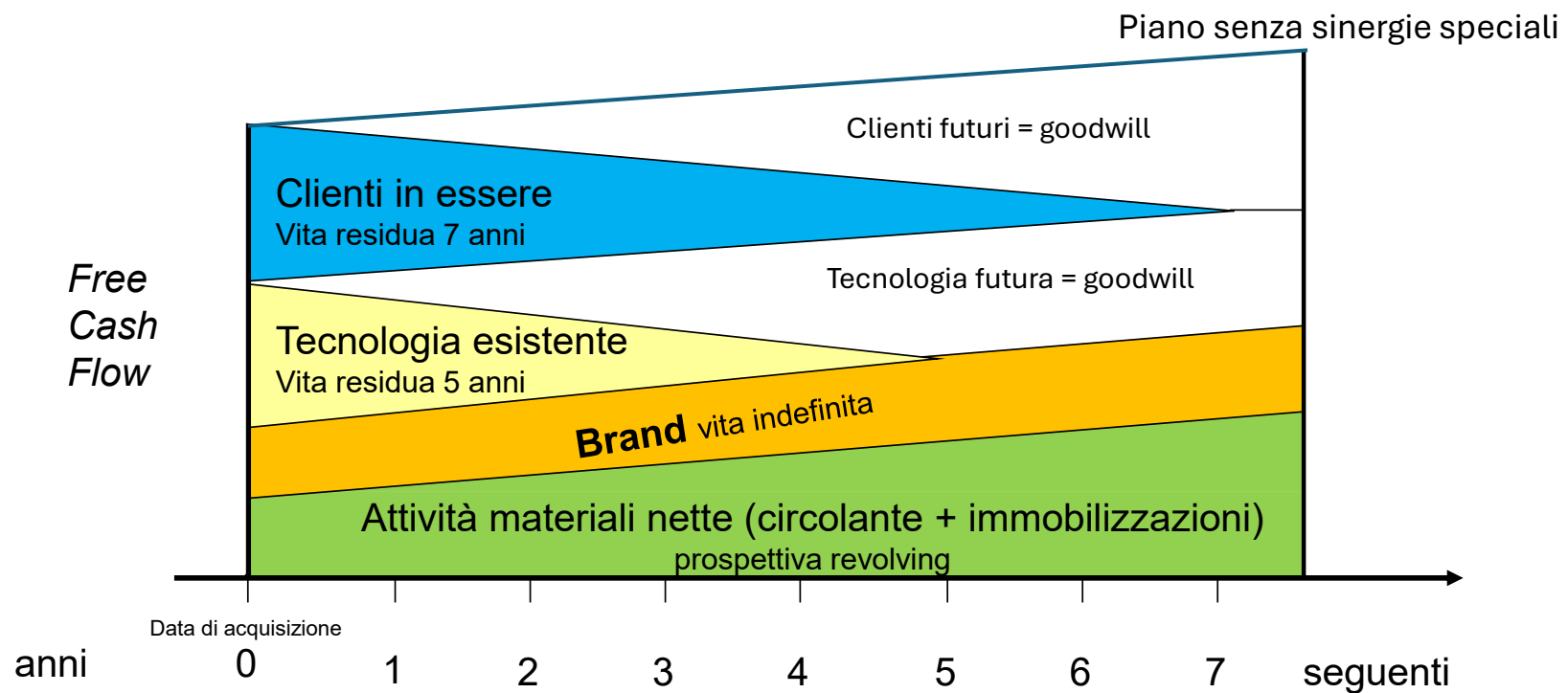
Un esempio di allocazione dei free cash flow alle attività



La logica della
PPA

La logica della PPA

Un esempio di allocazione dei free cash flow alle attività



La logica della PPA

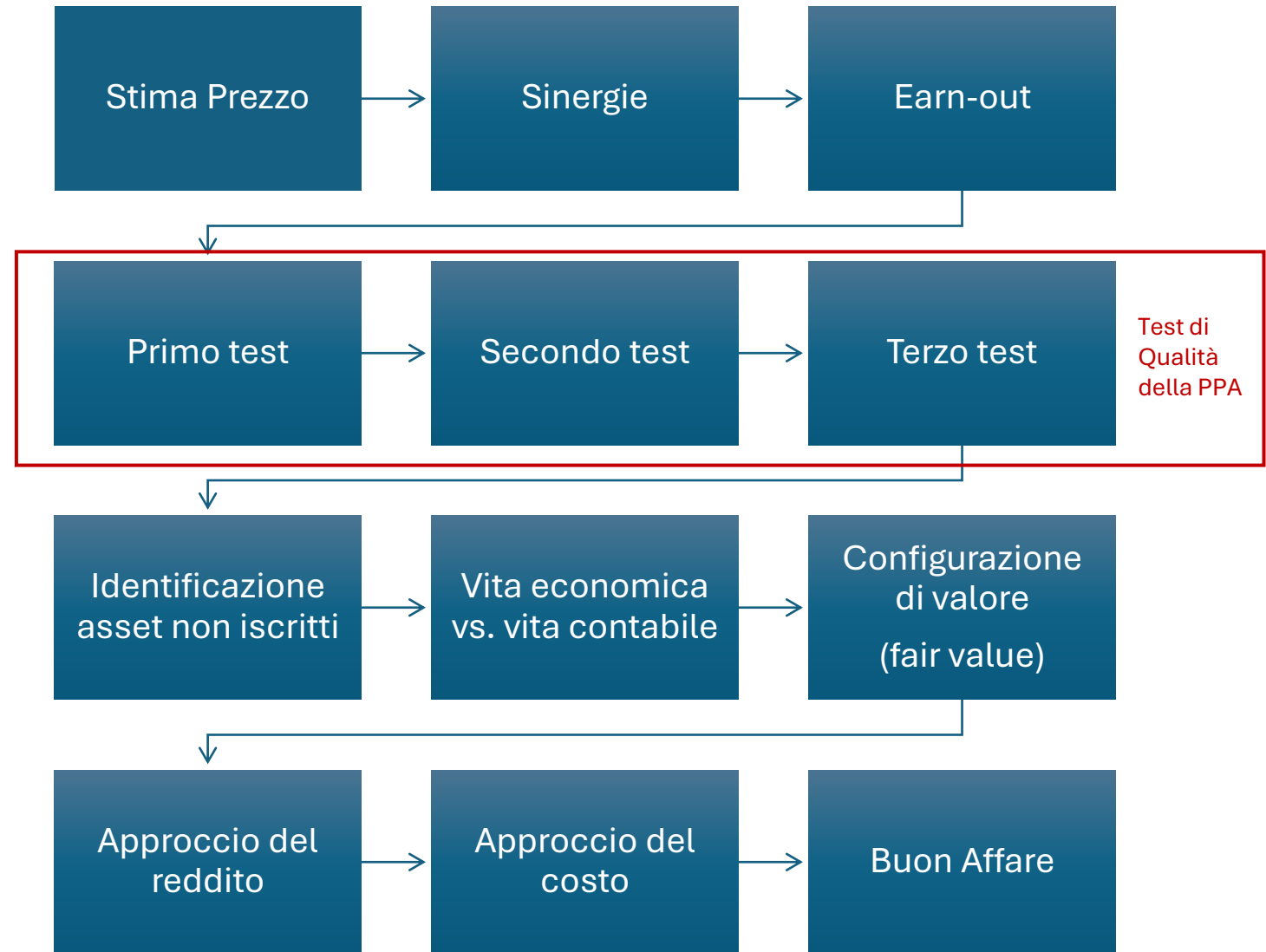
E' un processo che coinvolge molte funzioni aziendali, perché non si tratta solo di valutare le attività, ma anche di identificarle (gli intangibili formati internamente dalla target non sono iscritti in bilancio)

	Sales/ Marketing	Produzione	R&D Engineering	Acquisti	Legale	Amministrazione/ Finanza
Marchi	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>			<input checked="" type="checkbox"/>	
Brevetti	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Tecnologia non brevettata		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>			
Registrazioni e disegni		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>
Copyrights		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>
Contratti con clienti	<input checked="" type="checkbox"/>			<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>
Contratti con fornitori	<input checked="" type="checkbox"/>			<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
Customer relationships	<input checked="" type="checkbox"/>					

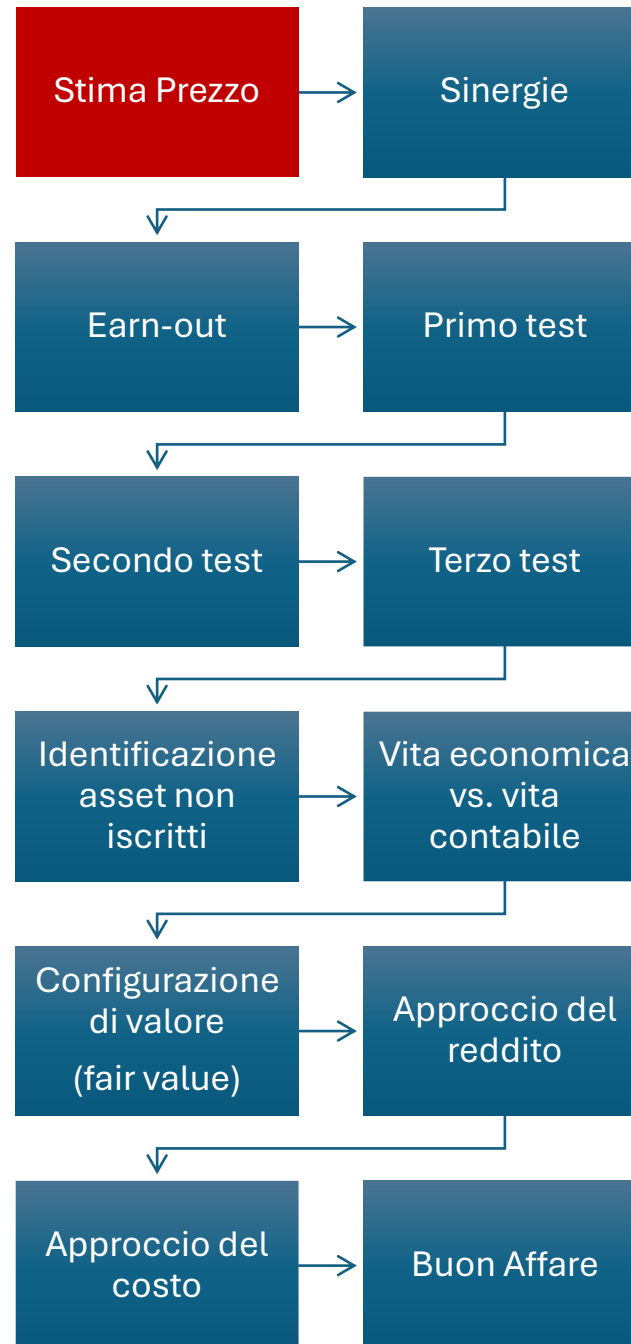
Agenda

- Come devono essere svolte le valutazioni di bilancio
- La logica della PPA
- **Elementi chiave della PPA**
- Effetti su *impairment test*

Elementi chiave: PPA



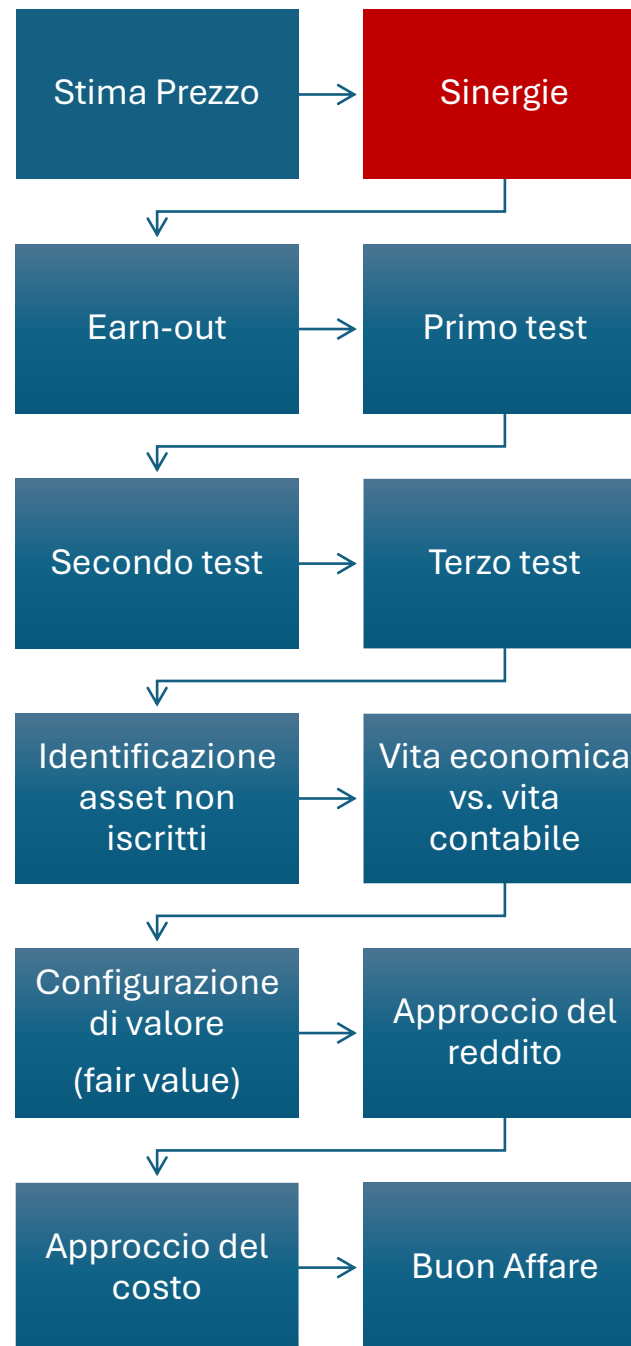
Elementi chiave: PPA



STIMA PREZZO

- *Price consideration = Fair value* di quanto è stato consegnato o promesso.
- Nelle operazioni carta contro carta si deve effettuare la valutazione dell'acquirente e non dell'acquisita, perché la *price consideration* è $P_{\text{acquirente}} \times N$. azioni consegnate.
- Quando non c'è un prezzo. La *price consideration* è il *fair value* dell'acquisita (*full goodwill*) o il *fair value* della partecipazione di controllo (*partial goodwill*).

Elementi chiave: PPA



SINERGIE

Esistono due tipologie di sinergie:

- Sinergie speciali vs. universali
- Sinergie divisibili vs. indivisibili

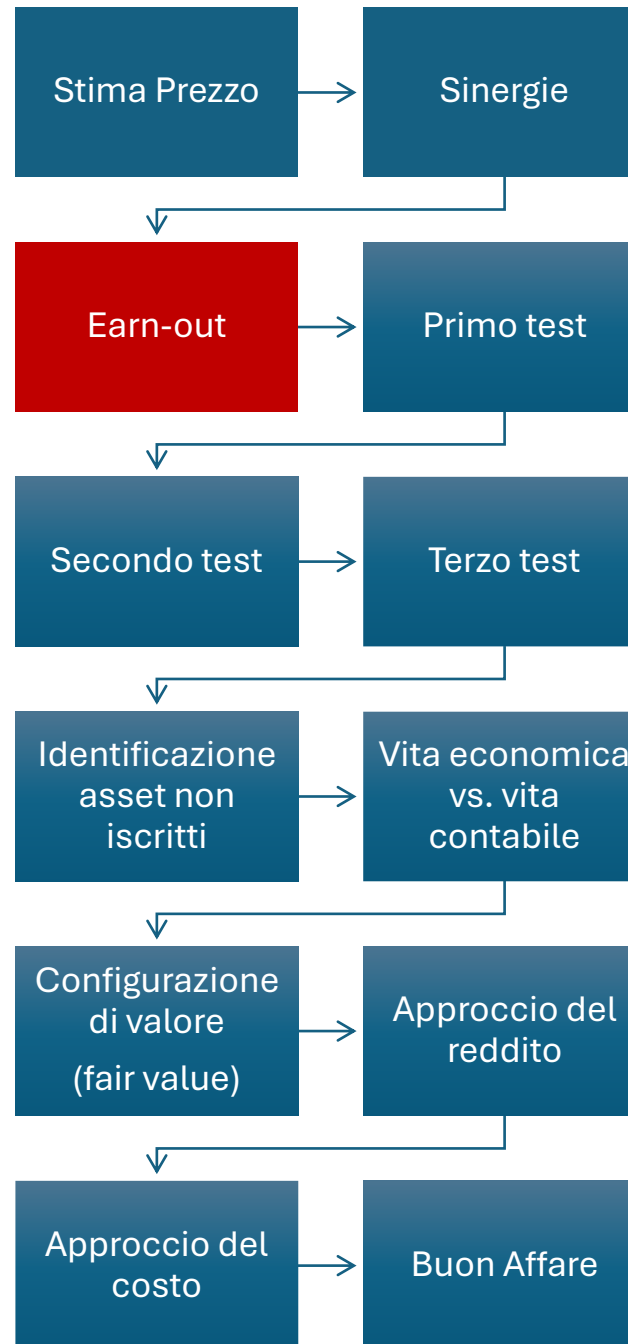


- Non tutte le sinergie attese sono riconosciute nella *price consideration*



L'allocazione dell'avviamento a CGU che non hanno ricevuto *asset* dalla *business combination* deve riflettere le sinergie indivisibili riconosciute nel prezzo.

Elementi chiave: PPA



EARN-OUT

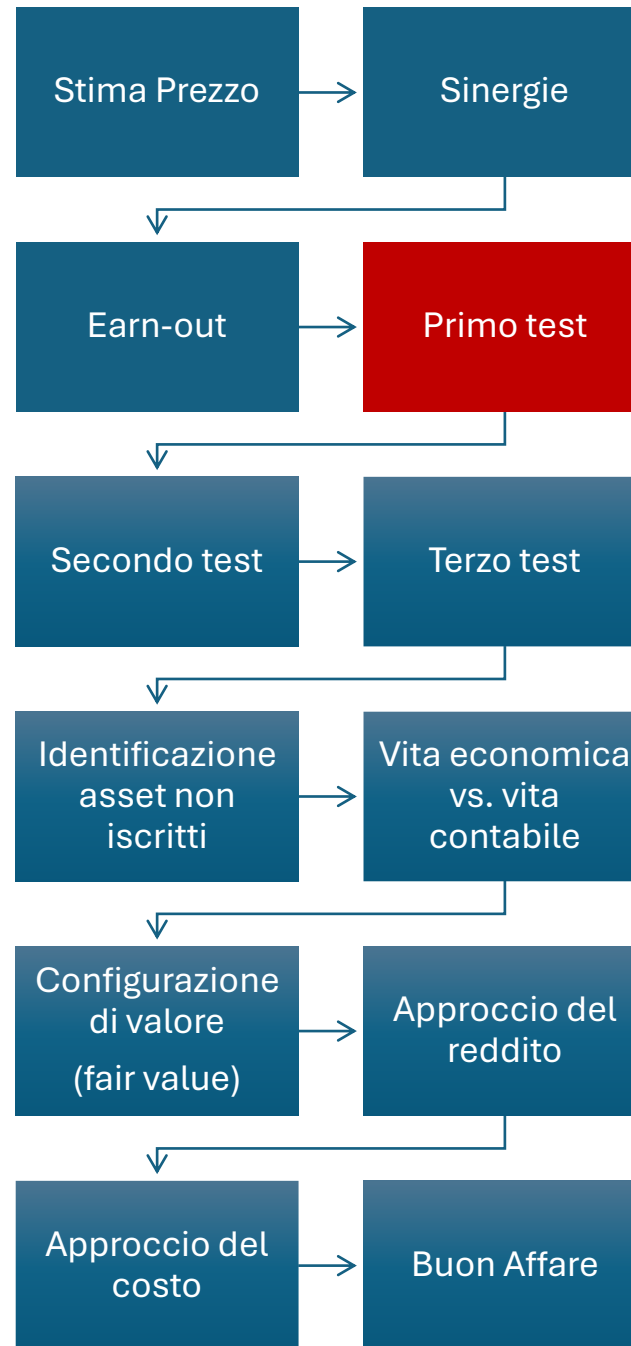
E' una passività quando vi è impegno regolare l'*earn-out* con cash o con un numero variabile di azioni. E' equity se l'impegno è a consegnare un numero fisso di azioni.

Il *Fair Value* della passività è maggiore del valore attuale del pagamento atteso (*risk load*)

Post *Business Combination* se lo scenario migliora il *fair value* della passività aumenta, se lo scenario peggiora la passività diminuisce.

Massimizzare il valore dell'*earn-out* alla data della PPA significa aumentare l'avviamento

Elementi chiave: PPA

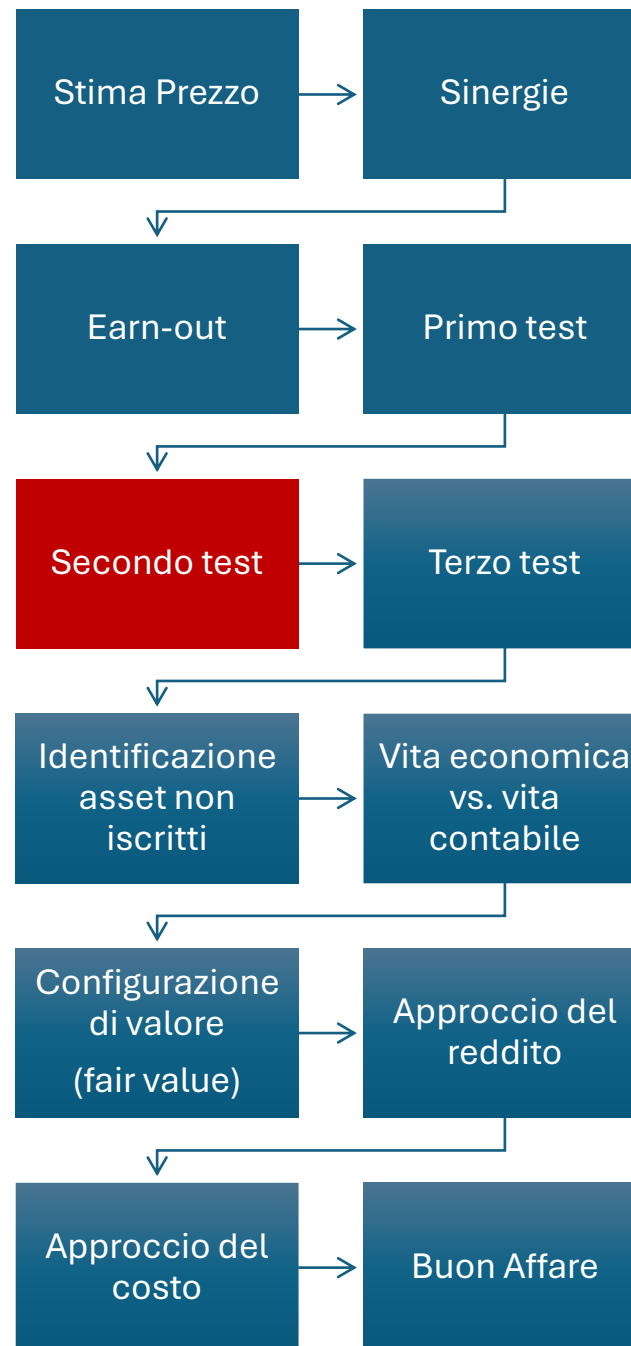


PRIMO TEST

Occorre verificare che non ci sia stato *overpayment*.
Business combination deve corrispondere ad un investimento con NPV positivo o al limite pari a zero

Ciò presuppone $IRR \geq Wacc$,
ossia
 $VA(\text{Piano con sinergie anche non riconosciute nel prezzo}) \geq Price\ consideration$

Elementi chiave: PPA



SECONDO TEST

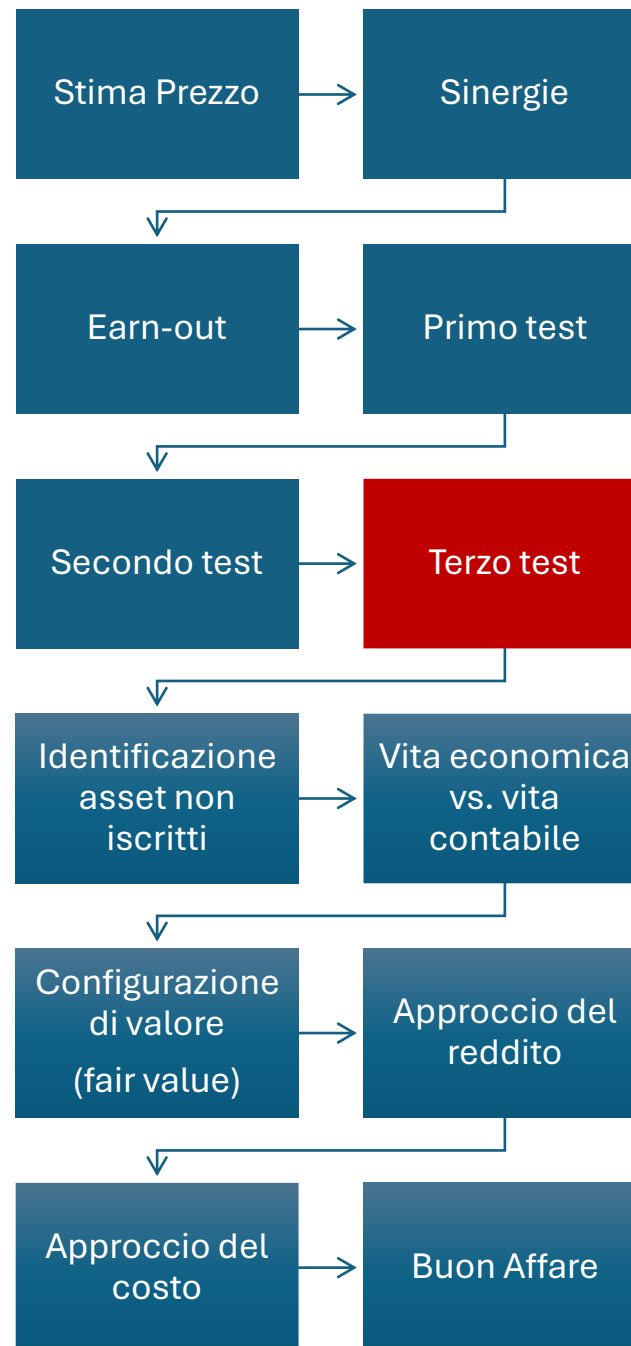
Tutto il reddito del primo anno post *business combination della target* deve essere allocato alle attività identificate.

Reddito primo anno di piano = $\sum \text{CAC}$ dei diversi asset

Dove:

CAC = *contributory asset charge* = costo di noleggio o di smobilizzo dell'attività.

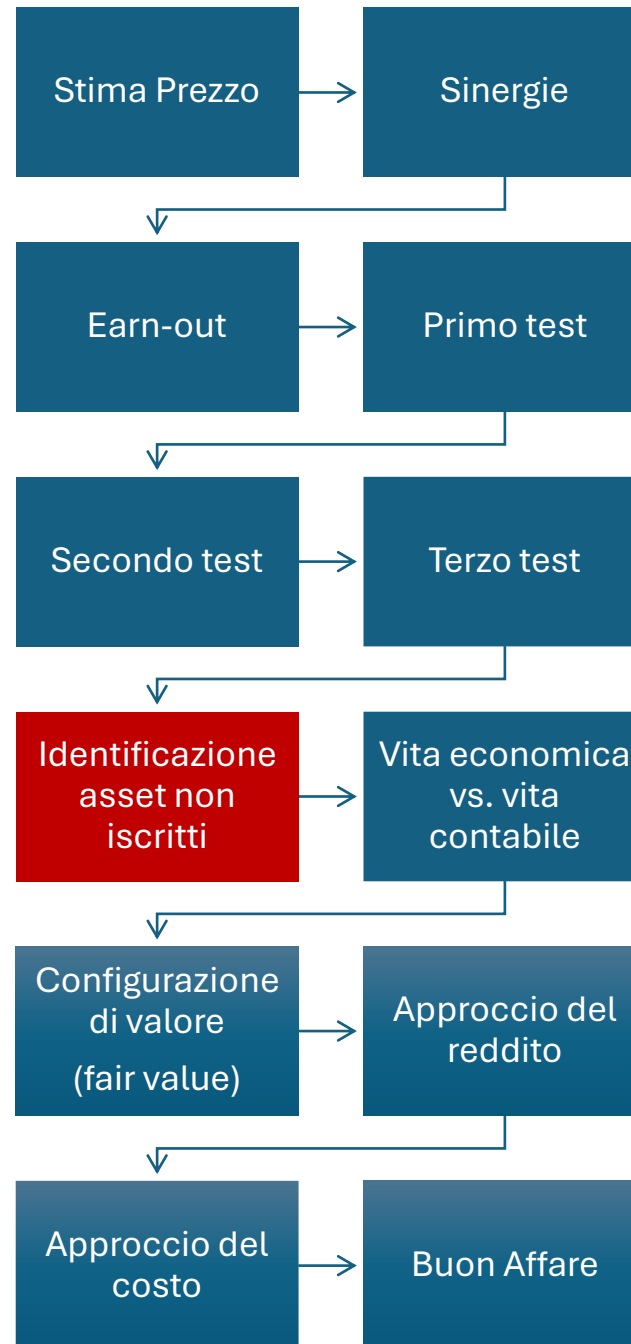
Elementi chiave: PPA



TERZO TEST

- L'avviamento corrisponde al valore dei redditi degli intangibili di futura formazione.
- Gli intangibili futuri sono più rischiosi degli intangibili esistenti. Il tasso di sconto implicito nell'avviamento deve essere superiore del tasso di sconto applicato all'intangibile più rischioso identificato in PPA.
- Il costo medio ponderato del capitale (WACC) deve corrispondere al rendimento medio ponderato delle attività (WARA) e ciò presuppone che il tasso di sconto delle singole attività sia commisurato al loro *loan-to-value*.

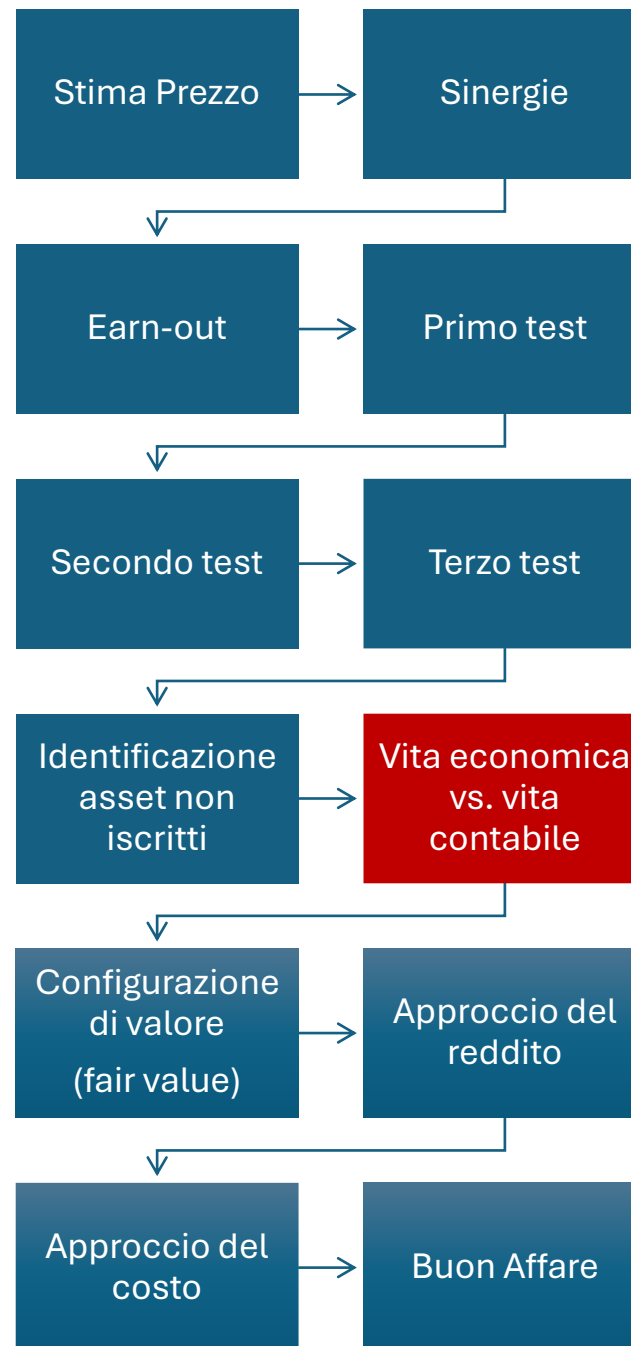
Elementi chiave: PPA



IDENTIFICAZIONE ASSET NON ISCRITTI

- L'identificazione degli intangibili della target richiede la comprensione del modello di business. Tutte le società hanno un nome o un logo (ma non è un brand), tutte le società hanno clienti (ma non tutti i clienti configurano una *customer relationship*), ecc.
- Molta attenzione è necessaria per l'analisi dei contratti. Un contratto può essere:
 - un intangibile, quando garantisce benefici;
 - Nulla, quando non comporta benefici ;
 - una passività, quando comporta costi superiori alle condizioni correnti di mercato .

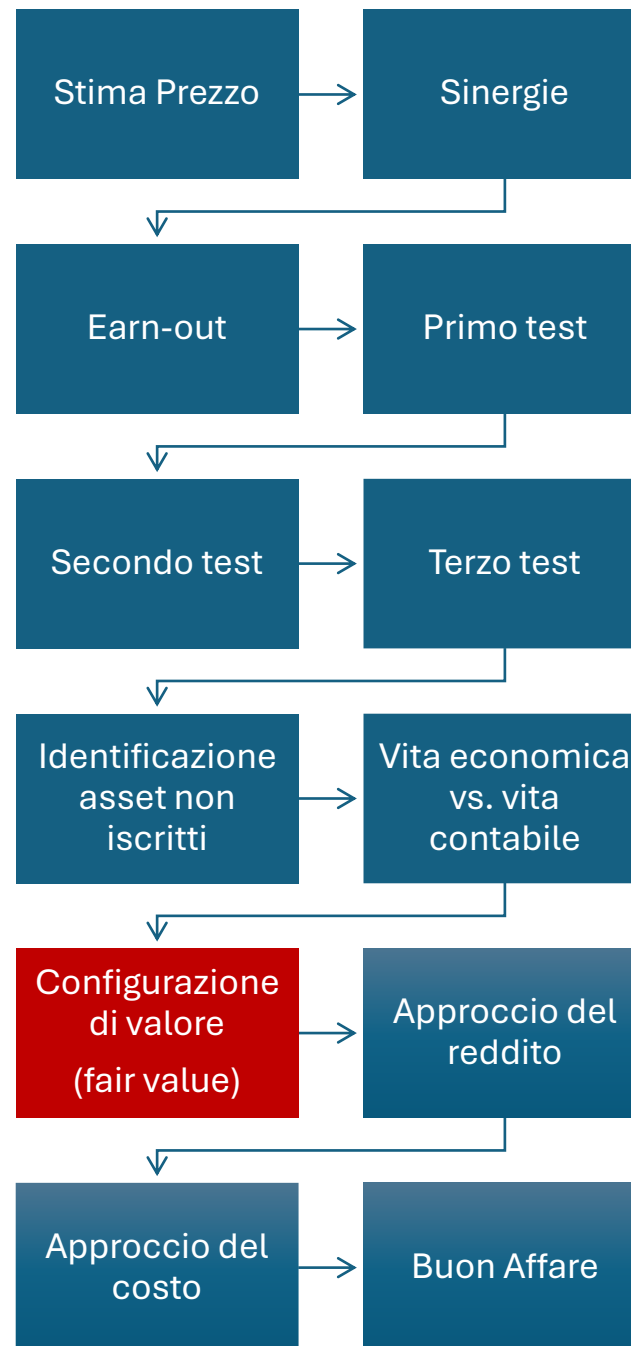
Elementi chiave: PPA



VITA ECONOMICA VS. VITA CONTABILE

- Un asset che genera flussi di cassa costanti ed ha una vita definita, si caratterizza per un ammortamento economico (perdita di valore) crescente.
- Un asset è a vita indefinita occorre quando: costo di manutenzione < ammortamento economico
- Se costo di manutenzione > ammortamento economico l'asset a vita definita vale di più dell'asset a vita indefinita.
- L'ammortamento contabile non può mai essere crescente

Elementi chiave: PPA

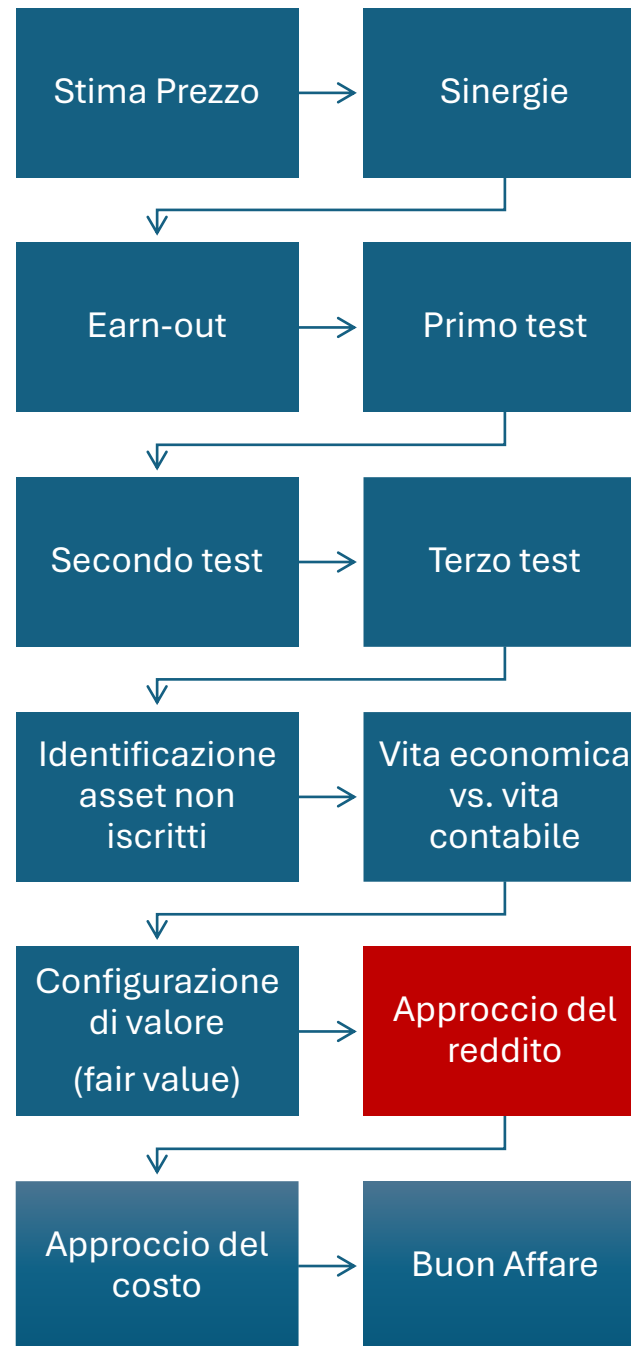


CONFIGURAZIONE DI VALORE

FAIR VALUE

- Il fair value di un asset = \sum CAC lungo la vita dell'asset
- $CAC = return\ on + return\ of$
- Il *fair value* è un *exit price* e quindi presuppone la prospettiva del partecipante al mercato.
- L'*exit price* è diverso dall'*entry price* (costo di acquisto) se il mercato di vendita è diverso dal mercato di acquisto.
- Il *fair value* per attività intangibili si riferisce a un mercato ipotetico e a partecipanti al mercato ipotetici.
- Il *fair value* presuppone l'*highest and best use* dell'attività, ma l'uso corrente può non essere l'HBU.

Elementi chiave: PPA



APPROCCIO DEL REDDITO

Occorre eliminare dal piano tutte le sinergie speciali (anche se riconosciute nel prezzo).

L'unità di valutazione può essere diversa dall'unità contabile.

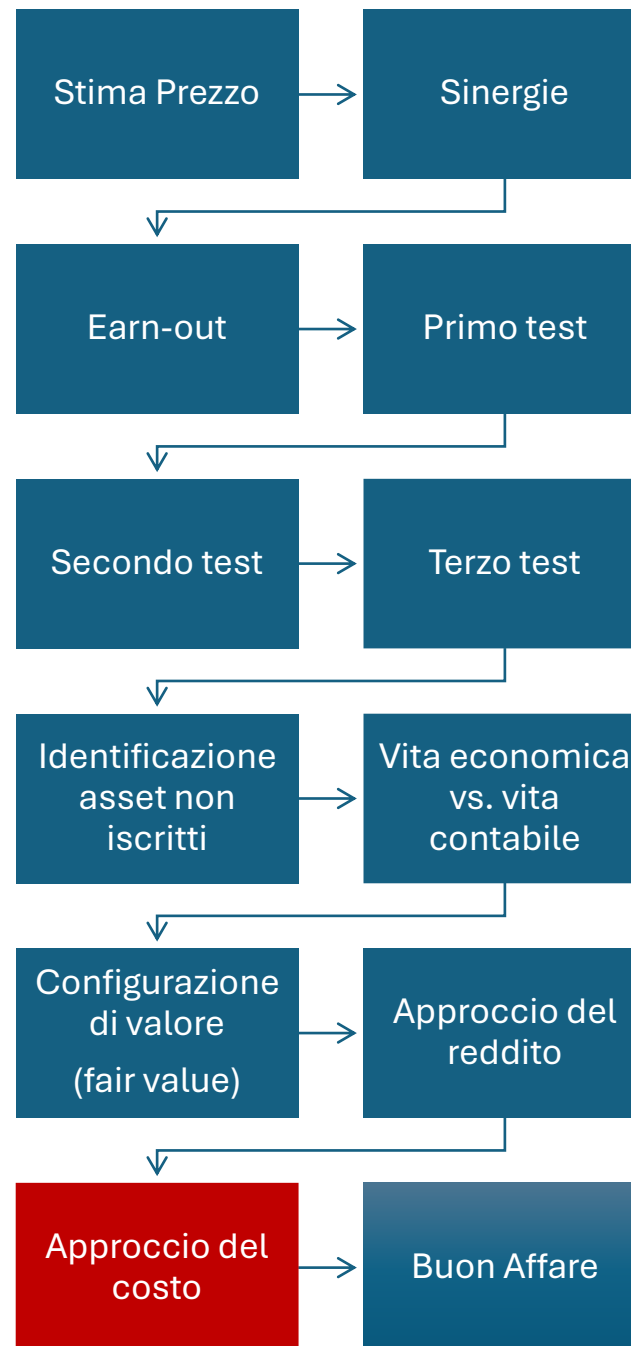
Criteria più in uso:

- Valore attuale dei flussi di cassa di pertinenza dell'attività
- Criterio *with and without*
- *Distribution Model*
- *Relief from royalty*
- *MPEEM- Multi Period Excess Earnings Model*

Attenzione a:

- isolare il flusso di cassa di pertinenza dello specifica attività;
- non usare mai il reddito dell'asset al netto del suo ammortamento.

Elementi chiave: PPA



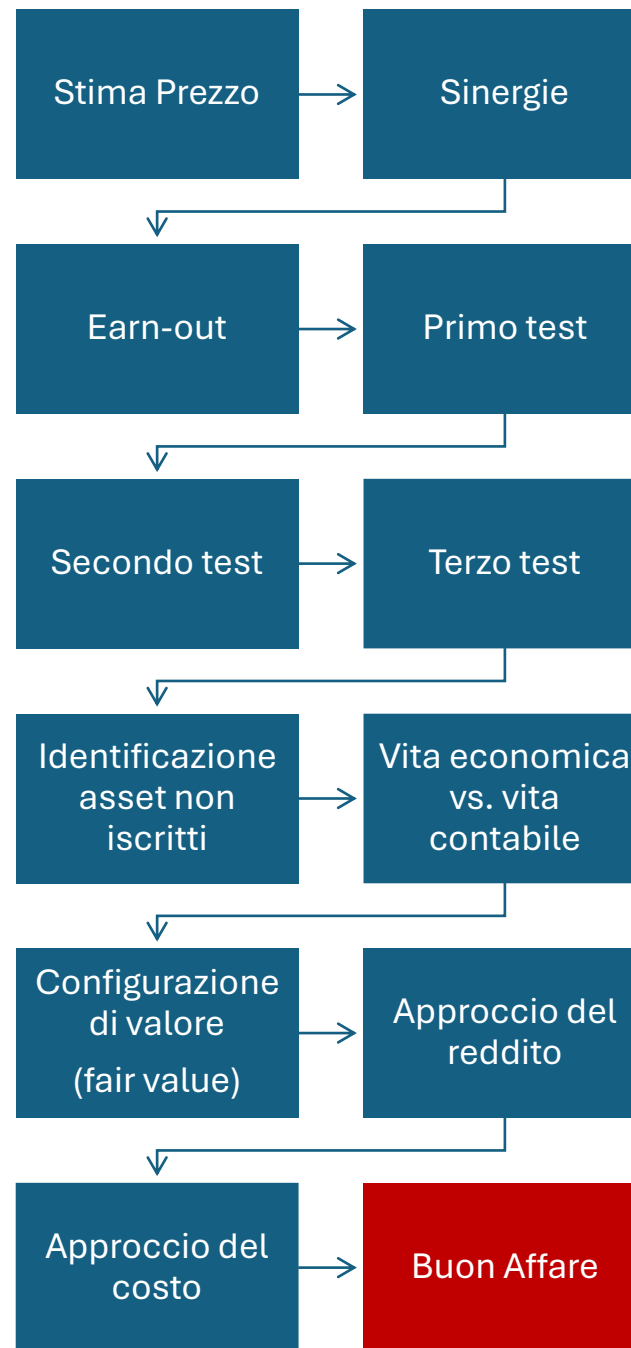
APPROCCIO DEL COSTO

- Il *fair value* corrisponde al costo di rimpiazzo (mai al costo di riproduzione). Tuttavia per stimare il costo di rimpiazzo spesso occorre muovere dal costo di riproduzione

Costo di riproduzione

- *excess costs*
- *curable costs*
- + *developer's profit*
- + *entrepreneurial incentive*
- = Costo di rimpiazzo a nuovo
- *obsolescenza*
- = **Costo di rimpiazzo nello stato corrente**

Elementi chiave: PPA



BUON AFFARE

- Avviamento negativo = *Price consideration* < *Fair Value* delle attività nette
- L'avviamento negativo, se esprime un buon affare **genuino**, va iscritto a conto economico come componente positiva di reddito
- E' giustificato solo in condizioni speciali (es. il venditore è obbligato a vendere).
- Spesso è dovuto alla sopravvalutazione di alcuni asset intangibili (es. diritto a non competere) → Buon affare **non genuino**

Agenda

- Come devono essere svolte le valutazioni di bilancio
- La logica della PPA
- Elementi chiave della PPA
- **Effetti su *impairment test***

Effetti su impairment test

Impairment test con allocazione provvisoria (12 mesi per realizzare la PPA):

- Come va svolto ?

Full goodwill o partial goodwill ?

- Conseguenze *riacquisto minorities*
- Conseguenze *impairment loss*

Conseguenze negative di una cattiva PPA:

- Rischio di impairment per:
 - Allocazione errata avviamento
 - Eccesso di avviamento
 - Errata vita utile degli intangibili

GRAZIE