

ORGANIZZAZIONE STUDI E M&A

Operazioni M&A studi professionali: la valutazione di studi dentistici

di **Riccardo Conti di MpO & Partners**



WEBINAR - MARTEDÌ 13 OTTOBRE 2020 - ORE 15:30

**AGGREGAZIONI: UN AFFARE PER LE
IMPRESE, UN'IMPRESA PER I
PROFESSIONISTI**

REGISTRATI PER PARTECIPARE GRATUITAMENTE AL WEBINAR

Negli ultimi anni si è assistito ad una crescita del mercato delle operazioni di cessione, acquisizione e aggregazione di studi dentistici. Le motivazioni alla base di questo sviluppo sono interconnesse alle esigenze delle parti coinvolte.

Dal lato della domanda, infatti, sono sempre più numerosi i professionisti che manifestano interesse in progetti di acquisizione o aggregazione, interesse dettato dalla possibilità di espandersi in relazione alla posizione geografica o alla specializzazione dell'attività. Dal lato dell'offerta, invece, le principali motivazioni che spingono i professionisti al cambiamento possono essere legate all'avanzare dell'età e dunque alle diverse esigenze di programmazione del passaggio generazionale ma anche ad esigenze di natura diversa legate ad esempio alla necessità di riorganizzare la struttura professionale e acquisire nuove competenze e specializzazioni.

Il punto di partenza per raggiungere l'incontro tra le parti è rappresentato dall'attribuzione di un valore all'attività professionale, sulla base del quale intavolare una trattativa. Obiettivo di questo articolo è dunque illustrare una panoramica sul metodo più idoneo da utilizzare per valutare correttamente uno studio dentistico.

Si può facilmente comprendere come le sopra riportate motivazioni inneschino una serie di dinamiche di mercato molto complesse, che coinvolgono numerosi soggetti e negozi giuridici, per cui diviene indispensabile l'intervento, a sostegno delle parti coinvolte, di un soggetto esperto, specializzato e competente in materia di M&A di studi professionali che sia in grado di orientare tali dinamiche offrendo attività consulenziale e assistenziale in tutte le fasi di un'operazione di cessione di studi dentistici.

Occorre premettere che l'attribuzione di un valore ad un'attività professionale è un'operazione

strettamente connessa alle caratteristiche dello studio nonché all'elemento personale soggettivo costituito dal rapporto fiduciario professionista-cliente. Come già ampiamente descritto nell'articolo pubblicato su EC news il 06/02/2020 intitolato "[Studi professionali: un modello valutativo tagliato su misura](#)", i principali metodi valutativi utilizzati nella prassi per gli studi professionali sono i metodi reddituali e i metodi finanziari. Nel primo caso la stima del valore economico avviene mediante l'attualizzazione, a un opportuno tasso, dei flussi di reddito attesi, nel secondo caso invece si calcola il valore dell'attività come valore attuale dei suoi flussi di cassa futuri attesi.

Il valore dell'attività professionale così ricavato risulta essere funzione di tre elementi:

1. Flussi di cassa/reddito futuri attesi;
2. Orizzonte temporale della loro manifestazione;
3. Tasso di attualizzazione (costituito dal compenso per il trascorrere del tempo e per il rischio).

All'attualizzazione dei flussi di cassa/redditi attesi nell'arco temporale di riferimento, di norma viene aggiunta una componente residuale rappresentata dal valore che i flussi di cassa/redditi assumeranno successivamente all'orizzonte temporale considerato (c.d. Terminal Value).

Una valutazione che impiega l'utilizzo di questi metodi esprime una misura caratterizzata da un elevato livello di razionalità, vale a dire derivante da un procedimento logico, chiaro e condivisibile, che limiti il più possibile il relativo margine di soggettività del valutatore, in modo tale da risultare neutrale sia verso gli interessi delle parti coinvolte sia agli effetti della successiva fase negoziale.

Fatta questa fondamentale premessa, la valutazione di un'attività odontoiatrica deve tenere conto del fatto che, tale attività, può essere esercitata sia nella forma individuale sia nella forma di studio associato o ambulatoriale e che le principali categorie di operazioni che coinvolgono gli studi dentistici riguardano:

- la cessione dello Studio nella sua interezza (pacchetto clienti + attrezzature)
- la cessione della sola "pazientela"

Va inoltre ricordato che, nel caso in cui sia presente una società professionale che affianca l'attività del titolare per lo svolgimento di alcune mansioni, i negozi giuridici utilizzati per realizzare le suddette operazioni di cessione possono essere rappresentati alternativamente da cessione di partecipazioni, cessione d'azienda o affitto d'azienda.

A prescindere dalla natura giuridica dello studio dentistico in cessione, **qual è il metodo valutativo più adatto per la determinazione del corretto valore di un'attività odontoiatrica?**

Il metodo più congruo da utilizzare qualora l'oggetto dell'analisi valutativa sia un'attività odontoiatrica è il risultato di un sistema di valutazione misto, che combina da un lato la

metodologia reddituale sopra esposta, quale metodo principale e dall'altro il metodo dei multipli di mercato, quale metodo di confronto.

Si tratta quindi stimare le variabili sopra citate che incidono sul valore determinato tramite l'utilizzo del metodo reddituale. Operativamente si procede con la normalizzazione dei conti economici del periodo di riferimento (di norma gli ultimi tre anni), al fine di determinare il reddito ante imposte, depurato dai ricavi e costi non inerenti all'attività oggetto di analisi (es. costi straordinari, gestioni accessorie, ricavi non ripetibili ecc.), sulla base del quale ricalcolare l'impatto fiscale. Il reddito così calcolato costituisce la grandezza da attualizzare nel breve/medio periodo, eventualmente allineato tenendo conto di possibili evoluzioni future (investimenti, prospettive di crescita adeguatamente motivate ecc.). Per calcolare il tasso di attualizzazione è consigliato l'utilizzo del modello CAPM (Capital Asset Pricing Model), sulla base del quale il tasso di attualizzazione risulta pari al costo del capitale proprio (c.d. Cost of Equity, Ke):

$$K_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta + SSP$$

Dove:

- r_f è il tasso privo di rischio (risk-free): solitamente si fa ricorso ai rendimenti dei titoli di Stato a lunga scadenza (BTP a scadenza decennale).
- $r_m - r_f = ERP$ è il premio per il rischio di mercato azionario (Equity Risk Premium), con r_m rendimento dell'indice di mercato azionario: tale quantità fornisce una misura di quanto gli investitori, in media, domandano in aggiunta al r_f per accettare di investire nel portafoglio azionario di mercato.
- β è il coefficiente per misurare i cosiddetti rischi non diversificabili con il portafoglio di mercato. È specifico per ogni entità ed è funzione di una serie di fattori quali: dimensione dell'impresa, ciclicità del settore, prospettive di crescita e grado di leva operativa.
- SSP: è una maggiorazione applicata al K_e per tenere conto sia della minore classe dimensionale (SSP1) rispetto alle realtà quotate e del maggior rischio di stabilità dei flussi reddituali attesi in caso di trasferimento della sola paziente (SSP2).

Nel caso l'oggetto della cessione fosse la sola paziente è opportuno apportare una maggiorazione al K_e , dovuta ad un maggior rischio di stabilità dei flussi reddituali attesi che invece non è prevista nel caso di cessione dell'intera struttura.

L'ultimo elemento da prendere in considerazione per la valutazione è il valore finale dell'attività. A tal fine si rende necessaria una normalizzazione dei conti economici previsionali in modo tale da determinare i margini intermedi di gestione (EBITDA, EBIT, Risultato ante-imposte) e i risultati netti post-imposte da attualizzare nel periodo successivo a quello di riferimento per la stima del terminal value.

Una volta ottenuto il valore dell'attività attraverso la metodologia reddituale, si procede alla

determinazione del multiplo da applicare al fatturato dell'attività al fine di confrontare i valori derivanti dalle due metodologie di valutazione. La stima del moltiplicatore dovrà essere fondata su un'analisi congiunta degli elementi contabili (fatturato, costi e margini) ed extra-contabili (organizzazione, localizzazione, brand) che caratterizzano l'attività oggetto di analisi.

In conclusione, si può affermare che, tra i metodi utilizzati nella prassi per valutare l'attività degli studi dentistici, quello appena esposto consente di pervenire ad un valore finale dell'attività odontoiatrica quanto più razionale possibile, in considerazione di tutti gli elementi caratterizzanti l'attività oggetto di analisi. Con riferimento al valore dei beni strumentali presenti nello studio, a seconda che l'operazione abbia per oggetto lo studio nella sua interezza o la sua sola componente di paziente, il valore finale così ottenuto potrà comprendere o meno il valore dei cespiti, e nella prima ipotesi potrebbe rendersi necessario evidenziare il valore aggiunto di determinate attrezzature dovuto, ad esempio, a particolari tecnologie innovative.