

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 10 – Ottobre 2023

Il premio di controllo

Quanto vale il controllo di una società? Molti fanno riferimento a misure forfetarie: percentuali comprese fra il 20% ed il 30%, spesso senza chiarire a cosa applicano quelle percentuali (il valore delle azioni di minoranza? il valore del 100% dell'equity espresso per azione?) e quale siano i fondamenti di tale premio. Domina in questo campo la più totale confusione.

La circostanza non sarebbe preoccupante se i premi per il controllo fossero effettivamente sintetizzabili in percentuali medio normali. Tuttavia, così com'è: ci sono casi in cui il premio di controllo è nullo e casi in cui assume valori superiori al 100%. Applicare misure forfetarie non ha alcuna ragione logica.

Proviamo allora a gettare chiarezza sul tema, grazie ad un approccio fondamentale.

Il premio di controllo è funzione di tre elementi:

A) il valore che il ricambio del controllo permette di generare. Valore che a sua volta è funzione di:

- come è gestita l'azienda da chi oggi detiene il controllo;
- quali nuove opportunità l'azienda può cogliere dopo il trasferimento del controllo;
- come cambia il profilo di rischio dell'azienda dopo il trasferimento del controllo.

Quanto più l'azienda è efficientabile, quanto maggiori sono le sinergie e quanto più l'integrazione con l'acquirente può ridurre i rischi, tanto maggiore è il valore generato dal ricambio del controllo;

B) l'interesse ad acquisire il controllo dell'azienda da parte di investitori strategici o finanziari. Ci possono essere due casi estremi: il premio si forma in un mercato del compratore (non ci sono altri contendenti) o in un mercato del venditore (ci sono molti altri contendenti). Poiché il prezzo lo stabilisce sempre il lato corto del mercato, nel primo caso (mercato del compratore) difficilmente il compratore sarà disposto a riconoscere nel prezzo il valore che il ricambio del controllo permette di generare, nel secondo caso (mercato del venditore) invece il compratore dovrà riconoscere nel prezzo una parte rilevante del valore che si attende di generare con il ricambio del controllo;

C) la volatilità delle condizioni di ambiente. Il soggetto che detiene il controllo delle attività può deciderne la destinazione d'uso. In un ambiente molto stabile la destinazione d'uso delle attività è destinata a rimanere immutata e dunque il potere di modificare la destinazione d'uso delle attività non ha valore. Se invece l'ambiente è molto instabile, la possibilità di modificare la destinazione d'uso delle attività è un'opzione di flessibilità che ha valore. Maggiore è la volatilità delle condizioni di ambiente, maggiore è il valore dell'opzione.

Vediamo come questi tre elementi concorrono a formare il premio per il controllo.

Valore creabile con il ricambio del controllo

Il valore creabile con il ricambio del controllo è riconducibile a tre principali fonti:

- a) i miglioramenti di efficienza;

- b) sinergie universali;
- c) sinergie speciali.

La prima fonte riguarda la gestione precedente, quanto più la gestione dell'azienda è migliorabile tanto maggiore è il valore che il ricambio del controllo è in grado di generare.

La seconda fonte (sinergie universali) è rappresentata dalle sinergie che qualunque partecipante al mercato (generico acquirente del controllo) sarebbe in grado di realizzare. Ad esempio, in un settore che si concentra gli acquirenti sono rappresentati di norma da *strategic buyer* (concorrenti attuali o potenziali) che attraverso un adeguato processo di integrazione potranno realizzare sinergie di costo, semplicemente tagliando le duplicazioni di funzioni e di strutture o comunque razionalizzandole. Nel caso di *financial buyer* (fondi di *private equity*, *family office*, ecc.) le sinergie universali riguardano soprattutto l'ottimizzazione della struttura finanziaria, la possibilità di rifinanziare la società permettendo di realizzare investimenti a valore attuale netto positivo.

La terza fonte (sinergie speciali) è rappresentata dalle sinergie aggiuntive rispetto a quelle realizzabili da un generico partecipante al mercato che uno specifico soggetto è in grado di realizzare.

Se vi è competizione nel mercato del controllo, l'acquirente non potrà limitarsi a riconoscere i benefici da ottimizzazione e le sinergie universali, ma dovrà anche riconoscere parte delle sinergie speciali.

Mercato del controllo

Con il termine mercato del controllo si identifica la platea dei potenziali acquirenti che potrebbero essere interessati all'acquisizione del controllo della società.

Quanto più l'azienda di cui si trasferisce il controllo è attrattiva, tanto più vasta sarà la platea dei potenziali acquirenti e tanto maggiore sarà la competizione che si innesca fra loro per acquisirne il controllo. Un'azienda poco attrattiva al contrario può trovare con difficoltà anche un solo potenziale acquirente.

Ma cosa si intende per azienda attrattiva? L'attrattività è funzione della dimensione dei vantaggi che è possibile ricavare dal ricambio del controllo. I vantaggi sono tuttavia funzione della/e categoria/e di partecipanti al mercato, in quanto ciascuna categoria può estrarre valore in forma diversa. Uno *strategic buyer* può essere interessato alla tecnologia dell'azienda di cui vuole acquisire il controllo, un altro invece alle relazioni di clientela e così via. Nel senso che il primo potenziale acquirente grazie al ricambio del controllo potrà meglio sfruttare la tecnologia, mentre il secondo la base clienti, ecc. Ed ancora, un fondo di *private equity* può essere interessato ad acquisire un'azienda che goda di un solido vantaggio competitivo e che possa fungere da *platform company* per successive aggregazioni di aziende dello stesso settore (strategia "*buy and build*"). In linea generale l'azienda è tanto più attrattiva quanto maggiore è il valore generabile dall'acquirente con il ricambio del controllo e maggiore attrattività si traduce inevitabilmente in maggiore competizione fra potenziali acquirenti, a tutto vantaggio del venditore.

Ciò significa che quanto maggiori sono i vantaggi che gli acquirenti possono realizzare, tanto più facilmente il mercato del controllo sarà un mercato del venditore e viceversa.

Premio puro di controllo

Con il termine premio puro per il controllo si indica il premio che un soggetto che acquisisse il controllo di un'impresa ottimamente gestita (senza possibilità di ulteriore efficientamento) e per la quale sono già state sfruttate le migliori sinergie, sarebbe disposto a riconoscere per il potere che il controllo attribuisce relativamente alla

destinazione d'uso delle attività. Il premio corrisponde idealmente al valore di una opzione *call*, il cui valore è tanto maggiore quanto maggiore è la volatilità del valore dell'attivo aziendale. Questa è la ragione per cui nei settori più esposti a discontinuità (tecnologico, farmaceutico, ecc.) i premi per il controllo sono più elevati ed al contempo nei settori più stabili (alimentare, utilities, ecc.) i premi per il controllo sono più contenuti. La conseguenza è che, se l'azienda fosse ottimamente gestita, avesse sfruttato tutte le sinergie realizzabili dai partecipanti al mercato ed operasse in un settore stabile, il premio per il controllo sarebbe tendenzialmente nullo (perché anche il premio puro del controllo non avrebbe valore).

Conclusioni

Non esiste una misura medio-normale di premio per il controllo. Infatti, il premio per il controllo è funzione della combinazione di tre elementi necessariamente diversi da azienda ad azienda: (i) l'attrattività della società misurata in termini di valore generabile con il ricambio del controllo; (ii) la competizione sul mercato del controllo e (iii) la discontinuità ambientale. Tutti questi elementi concorrono a determinare un valore assoluto del premio di controllo, non una percentuale.

La percentuale non ha alcun senso in quanto necessariamente varia in relazione alla dimensione del pacchetto azionario che trasferisce il controllo. Minore è la dimensione del pacchetto che permette di trasferire il controllo, maggiore è il premio di controllo espresso in percentuale e viceversa. Un esempio permette di chiarire.

Un'azienda ha un valore (*stand alone*) dell'*equity* di 100 mln. di euro e con il ricambio del controllo può essere ricavato un valore aggiuntivo di 10 mln. di euro (fra efficientamenti, sinergie, opzioni di flessibilità). L'azienda ha tre soci: due detengono il 49% ed uno il 2%. Uno dei due soci vuole acquistare il 2% ed acquisire il controllo con il 51% delle azioni. Il valore pro quota del 2% dell'*equity* è pari a 2 mln., ma il socio può essere disposto a pagare il pacchetto fino a 12 mln. di euro (2 +10), con un premio rispetto al valore *stand alone* del pacchetto acquistato del 500% (= 10/2). Se invece la stessa società avesse un unico socio che cede tutte le azioni ad un potenziale acquirente, quest'ultimo dovrebbe riconoscere un prezzo di 110 (= 100 + 10) che incorpora un premio del 10%. Il premio in valore assoluto non cambia nelle due transazioni, ma la percentuale muta drammaticamente.

ACB

Valutazioni

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società neocostituita che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle dei titolari di 12 studi professionali di commercialisti di grande rilevanza a livello nazionale tutti con più di 30 anni di esperienza (veterani), dedicata alle valutazioni ed alle attività complementari alle valutazioni (riorganizzazioni societarie e ristrutturazioni fiscali, due diligence, attestazioni di piani, ecc.). La missione di ACB Valutazioni consiste nel colmare un vuoto di offerta nel nostro paese nelle valutazioni di alta qualità da parte di soggetti indipendenti, coniugando fra loro tre elementi qualificanti: le competenze *best in class* nel campo delle valutazioni, anni di esperienza di professionisti qualificati nella soluzione di problemi societari complessi e l'energia imprenditoriale di una struttura societaria.

Come lavoriamo

ACB Valutazioni assiste le aziende in tutti i percorsi di crescita esterna, di razionalizzazione della compagine azionaria, di cambio di governance, di vendita, di aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione. Partiamo dall'analisi fondamentale dell'azienda, individuamo i percorsi in grado di valorizzarla al meglio in relazione agli scopi del management e forniamo assistenza qualificata in tutte le fasi dei processi di acquisto, di vendita, di ricapitalizzazione.

La nostra peculiarità è che utilizziamo solo professionisti senior, perché crediamo che quando la posta in gioco è alta non ci sia nulla di più pericoloso di un ventiquattrenne con un foglio di excel !

MODULO DI ISCRIZIONE ALLA NEWSLETTER

Per ricevere direttamente la newsletter mensile "Idee di Valore" e altre informazioni riguardanti il mondo delle valutazioni potete registrarvi al seguente link

<https://mailchi.mp/acb-valutazioni/iscriviti>