

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 2 – Gennaio 2023

Usi ed abusi del “premio di controllo”

Con il termine premio di controllo si è soliti intendere il maggior valore per azione riconosciuto nel prezzo di un pacchetto di controllo rispetto ad un pacchetto di minoranza. Un riferimento comune è che un premio di controllo potrebbe essere compreso fra il 20%-30%; una misura ricavata da OPA aventi per oggetto azioni di società quotate (per le quali la quotazione ante OPA esprime il valore dell'azione di minoranza). L'uso di medie di premi di controllo è altamente sconsigliabile, in quanto sono medie molto disperse e funzione di condizioni specifiche.

Vediamo perché.

Il valore del controllo

Il controllo ha valore quando:

- a) l'esercizio delle prerogative del controllo consente a chi acquisisce il controllo, di godere di benefici in termini di maggiori flussi di cassa attesi o di minori rischi (i maggiori benefici che l'acquirente di un pacchetto di controllo è disposto a riconoscere nel prezzo di un pacchetto di controllo prende il nome di premio di acquisizione);
- b) la possibilità di cambiare destinazione d'uso delle attività e modificare la strategia aziendale consente di sfruttare opportunità future (il valore dell'opzione di flessibilità operativa che l'acquirente di un pacchetto di controllo è disposto a riconoscere nel prezzo di un pacchetto di controllo prende il nome di premio puro di controllo).

Di qui la relazione secondo cui:

Prezzo di un pacchetto di controllo = Valore dell'equity pro quota + premio di acquisizione + premio puro di controllo.

Entrambi i premi sono funzione del potere contrattuale dell'acquirente (maggiore è il suo potere contrattuale, minore è il premio di controllo e viceversa), in quanto nessun acquirente razionale sarebbe disposto a riconoscere nel prezzo di acquisto di un pacchetto di controllo tutti i benefici che si attende di ricavare dall'esercizio del controllo stesso. Tuttavia in linea generale vale la relazione secondo cui:

- a) maggiori sono i benefici realizzabili dall'acquirente, maggiore è il premio di acquisizione;
- b) più il settore in cui opera l'azienda è stabile, minore è il premio puro di controllo.

Le due componenti di valore richiedono di essere stimate sulla base di modelli differenti, in grado di catturare rispettivamente i flussi di cassa incrementali e le variazioni dei tassi di sconto (per quanto riguarda il premio di acquisizione) e la volatilità della domanda e le discontinuità di settore (per quanto riguarda il premio puro di controllo). Dunque, il premio di controllo va stimato con riferimento allo specifico contesto, agli specifici fatti ed alle specifiche circostanze.

Quando il premio di controllo è rilevante

I driver dei premi di controllo descritti in precedenza (volatilità del settore, benefici ricavabili dall'integrazione, potere contrattuale dell'acquirente) concorrono ad identificare i contesti in cui a parità di altre circostanze gli acquirenti sono disposti a riconoscere premi di controllo più elevati.

Un elenco non esaustivo è riportato di seguito:

- a) Settori in concentrazione. Nei settori in cui sono in atto ondate di fusioni ed acquisizioni, normalmente il venditore di un pacchetto di controllo ha maggiore potere contrattuale e quindi a parità di altre condizioni è in grado di farsi riconoscere nel prezzo di vendita un premio maggiore;
- b) Società nelle fasi iniziali del ciclo di vita. Nel caso di aziende nelle fasi iniziali del ciclo di vita – specie se operanti in settori tecnologici o *science-based* o comunque *intangible intensive* – il controllo consente di destinare le attività e le risorse immateriali anche ad altri usi e ciò si traduce in benefici che l'acquirente è più propenso a riconoscere nel prezzo di acquisto del pacchetto di controllo;
- c) Tipologia di potenziale acquirente. Un acquirente strategico o un fondo in grado di realizzare politiche di “*buy and build*” sono in genere in grado di estrarre maggiori benefici rispetto ad altre categorie di potenziali acquirenti e ciò si traduce a parità di condizioni in un maggiore premio di controllo;
- d) Tipologia di target. Se l'impresa target gode di risorse (clienti, canali, tecnologia, competenze) sfruttabili su base più ampia, nel senso che risponde alle caratteristiche di *platform firm* alla quale sono aggregabili altre imprese con significativi risparmi di costi, il premio di controllo riconosciuto dall'acquirente è più elevato¹;
- e) Dimensione relativa dell'acquirente. Normalmente acquirenti di maggiori dimensioni riconoscono premi per il controllo maggiori, per via di un minore *Shareholder Value at Risk*²;
- f) I multipli di borsa dell'acquirente. Qualunque acquirente quotato è in genere maldisposto a riconoscere nel prezzo di acquisto di un pacchetto di controllo della target un multiplo (ad esempio Prezzo/Utili) superiore a quello che il mercato applica alla società stessa, in quanto riconoscere un multiplo più alto significa diluire l'utile per azione dell'acquirente post acquisizione;
- g) La forma di pagamento. Un pagamento per cassa in genere vede il riconoscimento di un premio maggiore rispetto ad un'acquisizione per carta per

¹ Per le *platform firms* non sono riconosciuti premi più elevati rispetto alle successive acquisizioni (*add-on*).

² Lo *Shareholder Value at Risk* è dato dal rapporto fra premio pagato e valore dell'equity dell'acquirente.

la semplice ragione che il venditore nel caso di pagamento per cassa non partecipa ai benefici dell'integrazione, mentre nel caso di pagamento per carta rimane azionista della *combined entity* beneficiando di tali benefici;

- h) La struttura finanziaria della target. Una struttura finanziaria squilibrata (ma non di dissesto) può essere facilmente riequilibrata da parte dell'acquirente realizzando importanti sinergie di natura finanziaria (minore costo del debito, minore costo del capitale, migliore sfruttamento dello scudo fiscale sul debito) che possono tradursi in un maggior premio di controllo.

Controllo non significa maggioranza

Si è portati a ritenere che il controllo coincida con una partecipazione di maggioranza. Ma il controllo può essere anche di fatto.

Pensiamo ad un caso limite, ma molto frequente fra le imprese familiari del nostro paese. La società ha tre azionisti: madre (l'imprenditrice o la vedova dell'imprenditore) e due figli. Ognuno dei due figli detiene il 49% del capitale della società. La madre il 2%. I figli sono spesso in disaccordo. In questa compagine societaria è la madre ad avere il controllo: la scelta finale sulle proposte di un figlio o dell'altro spetta sempre a lei.

In questo specifico caso, il pacchetto del 2% garantisce alla madre il controllo di fatto della società.

Questo semplice esempio permette di comprendere come il controllo possa essere svincolato dalla dimensione del pacchetto azionario (la madre possiede un pacchetto di azioni molto inferiore a quello dei figli). Infatti il controllo è funzione di come è distribuito l'azionariato della società e a parità di azionariato di come è distribuita la governance della società (statuto, accordi parasociali, sindacati di voto, ecc.).

Naturalmente nella stima del valore di mercato di un pacchetto azionario, vanno esclusi quei poteri o diritti che – in forza di accordi parasociali - decadono con il trasferimento delle azioni a terzi.

Controllo e non controllo: un continuum

Fin qui abbiamo considerato il caso di pacchetti di controllo. Tuttavia, occorre considerare che non esiste una netta distinzione fra controllo e non controllo, nel senso che vi sono molte situazioni intermedie che conferiscono alcuni diritti e poteri su scelte aziendali, che possono avere valore anche rilevante per un potenziale acquirente.

Un elenco non esaustivo dei diritti/poteri che potrebbero giustificare il riconoscimento di premi è il seguente:

1. Nominare o modificare il top management
2. Eleggere membri del consiglio di amministrazione
3. Determinare la retribuzione delle figure chiave
4. Definire la strategia e le politiche operative dell'azienda
5. Acquisire, locare o liquidare beni aziendali
6. Selezionare fornitori e subappaltatori

7. Negoziare fusioni e acquisizioni
8. Determinare con il trasferimento del pacchetto l'OPA obbligatoria
9. Liquidare, sciogliere, vendere o ricapitalizzare la società
10. Vendere o acquistare azioni proprie
11. Influenzare la politica dei dividendi
12. Modificare la struttura del capitale
13. Modificare lo statuto
14. Selezionare i partner di joint venture o altri partner commerciali
15. Assumere decisioni sull'offerta di prodotti e servizi
16. Assumere decisioni di marketing e di prezzi dei prodotti/servizi
17. Stipulare licenze e/o altri accordi in materia di proprietà intellettuale
18. Bloccare una o tutte le azioni di cui sopra

Ciascuno di questi profili andrebbe attentamente valutato e valorizzato nello specifico contesto.

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, dedicata alle valutazioni ed alle attività complementari alle valutazioni. 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, individuiamo 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 del non avvalersi di un team altamente esperto!

Nel caso non si voglia più ricevere la presente newsletter è sufficiente inviare una email a info@acb-valutazioni.it indicando nel campo oggetto «disiscriviti».