

### Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 7 – Giugno 2023

## Tenere o vendere?

In molte occasioni un imprenditore può essere tentato di vendere la propria azienda. Le ragioni possono essere le più disparate. Possono essere minacce: il passaggio generazionale è difficile; sono necessari investimenti rilevanti per mantenere il posizionamento competitivo; il settore si sta concentrando e vi è il rischio di rimanere fuori scala, ecc. Oppure possono essere opportunità che l'azienda rischia di non cogliere: la tecnologia a disposizione dell'azienda può essere utilizzata in altri settori, l'accelerazione della domanda spinge le imprese di grandi dimensioni ad acquisire competenze in specifiche nicchie di mercato, ecc. Si creano così delle finestre - di opportunità e di minacce - che portano a riflettere sull'opportunità di tenere o di vendere l'azienda. Si tratta di decisioni in gran parte strategiche, legate alla continuazione dell'azienda, alle sue possibilità di continuare a svilupparsi e competere, ma in parte legate anche ai valori in gioco (il valore del tenere l'azienda ed il prezzo che potrebbe essere riconosciuto da un terzo). Qualunque decisione in merito al tenere o al vendere l'azienda non può che fondarsi sul confronto fra valori e prezzi.

### Valori e prezzi

Il valore di qualunque attività può essere realizzato o dal suo uso (nel caso di un'azienda dei redditi che ci si attende genererà nel futuro) o dallo scambio (il prezzo realizzabile con la vendita). Se il compratore avesse le medesime attese di reddito del venditore, valore e prezzo coinciderebbero. Ma medesime attese di reddito significano anche medesima capacità di reddito (in termini di efficienze, economie di scala) e stesse prospettive di crescita (opportunità di mercato, disponibilità di risorse da investire). Dunque, valori e prezzi divergono tanto più quanto più venditore e compratore sono diversi in termini di capacità, dimensioni, disponibilità finanziarie, ecc.. oppure quanto più l'acquisto consente al compratore di acquisire competenze, dimensioni, presenza sul mercato che non potrebbe ricostruire in casa partendo da "prato verde". In breve, se la diversità del compratore rispetto al venditore allontana le minacce che gravano sull'impresa e/o valorizza le potenzialità di crescita, il prezzo non può che essere superiore al valore.

La presunzione di poter realizzare un prezzo elevato nella cessione della propria azienda – a seguito di interessamenti da parte di potenziali acquirenti industriali o finanziari o da transazioni già realizzate sul mercato per aziende simili – rassicura l'imprenditore e normalmente lo induce a rimandare la decisione se tenere o vendere la propria azienda, convinto che, quando la situazione divenisse più complessa, potrebbe sempre vendere a buon prezzo.

Nella nostra esperienza, nessun ragionamento è più sbagliato. La bella ragazza in età da marito corteggiata da molti, con il passare del tempo vede ridursi i corteggiatori. Allo stesso modo difficilmente nel futuro l'azienda potrà contare sugli stessi acquirenti potenziali che oggi manifestano interesse. Per due ragioni principali:

- a) i potenziali acquirenti avranno assunto altre decisioni (acquistato altre aziende, o modificato le proprie strategie);
- b) la concorrenza nel settore si sarà modificata anche per via delle decisioni assunte da altri.

Dietro alla convinzione che le condizioni di vendita rimangano sempre sostanzialmente le stesse, vi è l'idea che il rischio attenga esclusivamente al "fare" (assumere la decisione

di vendere) e mai al “non fare” (rinviare la decisione). Idea giusta in un ambiente statico, ma errata in un ambiente dinamico. Come quotidianamente l'imprenditore sperimenta in ambito competitivo dove la dinamica è la norma, sono proprio le decisioni non prese o assunte in ritardo ad esporre ai rischi maggiori.

Esattamente come accade all'imprenditore chiamato a cogliere finestre di opportunità sul proprio mercato, lo stesso accade sul mercato del controllo delle aziende, dove alcune finestre possono consentire di spuntare prezzi che non si ripresenteranno facilmente nel futuro.

### Le finestre di opportunità

Cogliere un'opportunità presuppone essere al posto giusto nel momento giusto con il prodotto giusto. Nel mercato del controllo ciò si traduce in un perfetto *strategic fit*, ossia una perfetta complementarità strategica con i bisogni del momento del potenziale acquirente e con le sue disponibilità ad acquistare.

Le opportunità talvolta sorgono spontaneamente, ma più spesso si creano. Esattamente come l'imprenditore studia come posizionare il proprio prodotto all'interno del mercato per creare opportunità d'acquisto da parte dei clienti, allo stesso modo occorre lavorare per posizionare la propria azienda rispetto ai bisogni dei potenziali acquirenti. Così come l'imprenditore parte dai bisogni del mercato per posizionare il prodotto e non viceversa, allo stesso modo nel mercato del controllo bisogna partire dai bisogni dei potenziali acquirenti e non invece dalle esigenze del venditore.

Se l'imprenditore ha necessità di vendere l'azienda, il processo non può che partire dai suoi bisogni, ma quando invece l'imprenditore vuole verificare l'esistenza di finestre di opportunità per la vendita o la valorizzazione del proprio business il processo deve partire dalla domanda e non dall'offerta.

Questo approccio, rovesciato rispetto al tradizionale mandato di vendita, è in grado di generare enormi opportunità di guadagno per il venditore. “Prezzi ai quali non è possibile dire di no”, non nascono per caso, ma sono il frutto di un'attenta profilazione dei bisogni e delle capacità di spesa dei potenziali acquirenti che si traduce in una valorizzazione dei profili dell'azienda potenzialmente in vendita in grado di farne la target perfetta.

L'idea che le finestre di opportunità vadano coltivate, non è sufficiente. Bisogna in concreto saperle gestire: creando appunto la target perfetta.

### La target perfetta

Qualsiasi venditore tende a sopravvalutare i lati positivi di ciò che vende e a minimizzare i lati negativi, di converso qualsiasi compratore si comporta all'opposto.

Tuttavia, lati negativi e positivi hanno un diverso peso in relazione ai bisogni del compratore: alcuni lati negativi possono essere ostacoli a qualunque trattativa per il compratore ed alcuni lati positivi possono non essere di interesse per il potenziale acquirente in quanto già dispone di competenze, risorse o capacità simili (*overlapping asset*). Pertanto, profilare la target perfetta significa anche identificare il perimetro ideale o la forma per valorizzare al meglio ciò di cui il potenziale acquirente necessita. Anche i compratori possono manifestare dei vincoli. Ad esempio, se l'acquirente è una società quotata, difficilmente sarà disposta a riconoscere un prezzo a multipli superiori a quelli che la borsa pratica all'acquirente stesso; vincolo che invece non sussiste nel caso di società non quotate.

La costruzione della target perfetta presuppone la identificazione dei profili rilevanti per i potenziali acquirenti che di norma riguardano ciò che questi ultimi difficilmente

possono riprodurre in casa. Normalmente si tratta di competenze chiave e/o di beni intangibili che godono della caratteristica di poter essere facilmente scalabili, ossia sfruttabili su base più ampia senza alcun “consumo”.

Nella nostra esperienza l'imprenditore non conosce di quali intangibili realmente l'impresa dispone e se li conosce, difficilmente è in grado di valutarli. Spesso confonde le performance (la quota di mercato) con gli intangibili (la quota di mercato non è un intangibile) e gli intangibili con le performance (il vintage). Non distingue la differenza fra asset intangibili (ossia trasferibili separatamente rispetto all'azienda) e risorse intangibili (non trasferibili separatamente rispetto all'azienda e come tali parte del *goodwill*).

In breve, costruire un ottimo target presuppone la conoscenza dei bisogni dei potenziali acquirenti in termini di competenze chiave e di beni intangibili disponibili presso l'impresa target.

### Un esempio

Un caso recente può servire a comprendere la dinamica di valori e prezzi nel tempo e la profilazione della target perfetta. La target è un'azienda che dispone di una tecnologia utilizzabile nel campo dell'*automotive* elettrico. Lo sviluppo della tecnologia ha richiesto massicci investimenti, ma la domanda di prodotto è ancora contenuta, ancorché si tratti di una tecnologia destinata a divenire fra pochi anni abilitante in virtù della sempre più stringente regolamentazione anti-inquinamento. Il valore d'uso della tecnologia è oggi inferiore al costo di riproduzione. Poiché tuttavia si tratta di una tecnologia abilitante (di cui tutti gli operatori del settore avranno bisogno) la domanda è molto elevata. Il prezzo di mercato rappresenta un multiplo del costo di rimpiazzo ed ancor più del valore d'uso. Tuttavia, il prezzo di mercato è destinato a rimanere elevato ancora per poco tempo. Quando i nuovi requisiti regolamentari entreranno in vigore, tutti gli operatori del settore si saranno procurati le tecnologie abilitanti necessarie (e quella della società target è una delle tecnologie disponibili) ed il valore di mercato della tecnologia dapprima convergerà sul valore d'uso (che nel frattempo si sarà riallineato al costo di rimpiazzo), per poi scemare progressivamente in quanto i potenziali acquirenti saranno disposti ad acquistare la tecnologia solo a sconto rispetto al valore d'uso.

Il prezzo che i potenziali acquirenti sono disposti a riconoscere oggi è funzione del vantaggio competitivo in termini di tempo che l'acquisto della tecnologia e la sua pronta implementazione consentono di guadagnare rispetto ai concorrenti. Per questa ragione i potenziali acquirenti non sono interessati all'acquisto della tecnologia in sé, ma anche della capacità e dell'esperienza produttiva legata alla nuova tecnologia. È stata così profilata e creata la target perfetta, conferendo in una newco la nuova tecnologia, la capacità produttiva e competenze necessarie ad adattare la tecnologia agli sviluppi normativi. Il venditore ha mantenuto le attività più tradizionali della sua azienda ed ha allacciato un accordo commerciale con la newco.

### 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, 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 di un ventiquattrenne con un foglio di excel !

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