

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 22 – Novembre 2024

La vendita dell'azienda e la metafora del "buon selvaggio"

Nella fase iniziale della conquista delle Americhe, i colonizzatori europei utilizzavano oggetti di scarso valore (perline di vetro o specchi) per ottenere dai nativi americani e altre popolazioni indigene risorse naturali. Si narra che gli olandesi avrebbero acquistato nel 1626 l'isola di Manhattan con mucchi di perline e altri oggetti di poco valore per un controvalore di 24 dollari.

Gli indigeni non erano ingenui o facili da ingannare, semplicemente non erano consapevoli di negoziare in condizioni di disuguaglianza di sapere: attribuivano molto valore a ciò che non ne aveva (perline) e poco valore a ciò che ne aveva (le terre). Da lì a poco se ne sarebbero accorti. Nel 1755 il filosofo svizzero Jean-Jacques Rousseau raffigurava quella situazione con la metafora del "buon selvaggio".

La metafora del buon selvaggio vale anche nelle operazioni di finanza straordinaria. I colonizzatori sono le banche d'affari, i multipli sono le perline colorate e l'attenzione ai risultati di breve termine è la distrazione dalle vere fonti di valore. Quando i professionisti della finanza – banche d'affari e fondi di *private equity* – parlano di multipli mirabolanti non sembrano far uso di eguale sfavillio?

Una volta ottenuto il mandato, fatta la due diligence, analizzati i fondamentali, lo sfavillio finisce e ci si ritrova nella stessa trappola dei nativi di Manhattan ridotti a vendere a poco ciò che vale molto.

L'errore consiste nell'affrontare la vendita o l'apertura del capitale senza una conoscenza dei fondamentali della propria azienda. Vediamo perché.

Vendere presuppone il conoscere il valore a cui si rinuncia

La vendita di qualsiasi bene ne presupporrebbe la conoscenza del valore. Infatti, se il prezzo che si ricava dalla vendita è inferiore al valore che si ricava dal detenere il bene, si trasferisce valore al compratore.

Dunque, il valore non è il prezzo, ma è il riferimento indispensabile per giudicare se un'azienda è venduta bene o male. Il prezzo lo fa il compratore, ma il valore lo stima il venditore. L'idea ingenua secondo cui una stima del valore non serve a nulla perché tanto il prezzo lo fa chi compra è la scorciatoia logica usata da chi vuol vendere senza pentirsi della vendita. Non volendo sapere a quale valore si è rinunciato, ci si consola con il fatto che si è accettato il prezzo migliore.

È questo un grave errore di prospettiva. Un'azienda non è una qualunque *commodity* negoziata su un vasto mercato. Nessuno si chiede quanto vale un barile di petrolio, il valore del barile coincide con il suo prezzo. Ma la vendita di aziende non si negozia su vasti mercati, ma in mercati a ricerca autonoma, spesso poco trasparenti, poco informati e soprattutto poco competitivi, dove i prezzi non coincidono con i valori ed i valori possono essere molto diversi per acquirente e venditore.

Nella nostra esperienza l'imprenditore che conosce il valore della sua azienda negozia sempre condizioni migliori e spunta sempre prezzi superiori.

Il valore

Spesso l'imprenditore pensa di sapere quanto valga la sua azienda, ma nella nostra esperienza nella maggior parte dei casi si sbaglia. Considera l'azienda come è senza considerare né i rischi né le potenzialità future.

L'imprenditore che vuol vendere la sua azienda si preoccupa di mostrarla al suo meglio: spinge la crescita, taglia i costi di natura discrezionale, sfrutta le risorse al massimo, nella convinzione che alla fine ciò che conta siano Ricavi, Ebitda ed Ebit, non come si formano. Il buon selvaggio è corrotto dalla logica finanziaria e perde di vista il valore industriale dell'azienda.

L'investitore sofisticato non compra Ricavi, Ebita o Ebit, ma la base clienti, le competenze, la tecnologia, il brand, il saper fare, ecc.

Invece di esprimere il valore industriale dell'azienda, il venditore si limita a migliorarne le apparenze, indebolendo invece di rafforzare gli argomenti utili nella fase di negoziazione del prezzo e di tutte le clausole accessorie.

Il prezzo

La vendita di un'azienda può avvenire o per mandato ad una banca d'affari o per contatto diretto di un investitore finanziario o strategico. Il rito è sempre il medesimo: chi è interessato ad acquistare o ad acquisire il mandato a vendere formula proposte non vincolanti fondate su multipli elevati. Lo slogan è "esagerare".

I potenziali acquirenti o gli intermediari sanno che l'imprenditore interessato a vendere ha operato per migliorare le apparenze dell'azienda e sfruttano a loro vantaggio questa prospettiva. Basta moltiplicare Ricavi o Ebitda o Ebit artificialmente elevati a multipli pompati ed il gioco è fatto. L'offerta (non vincolante) luccica di luce propria.

Ottenuto il mandato o l'esclusiva le cose cambiano. La due diligence poco a poco smonta l'operazione di abbellimento dell'azienda, i risultati una volta normalizzati scendono e con loro anche i multipli.

Si arriva così ad un prezzo molto più contenuto rispetto a quello fatto balenare all'inizio. Spesso poi non è un prezzo per cassa, gran parte del prezzo è condizionato ad aggiustamenti di prezzo da riconoscersi al verificarsi di condizioni che saranno sotto il controllo del compratore (sic!). Le clausole di aggiustamento prezzo sono le perline colorate più usate per gonfiare le speranze di prezzo a parità di reale controvalore di cassa riconosciuto.

Così si finisce per svendere l'azienda semplicemente perché ci si rende conto per quanta poca cassa sono state vendute le relazioni di clientela, le competenze, la tecnologia, il brand, ecc.

Conclusioni

La vendita di un'azienda presuppone la conoscenza del valore dell'azienda stessa. Il valore non è un multiplo dei Ricavi, dell'Ebitda o dell'Ebit. Il valore è quanto l'azienda ha creato in termini di relazioni di clientela, di conoscenza, di tecnologia, di brand, ecc. È il valore fondamentale dell'azienda a contare. Se non lo si misura, non si è in grado di rappresentarlo e nessun compratore avrà interesse a riconoscerlo.

Se la vendita è guidata dai multipli e non dai valori fondamentali, l'imprenditore è sempre perdente. Finirà per svendere la sua Manhattan in cambio di pochi euro e tante perline colorate.

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società 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 del non avvalersi di un team altamente esperto!

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>