

22 febbraio 2023

Notizie dal Web n. 278



La Negoziazione del Prezzo nelle Operazioni di M&A



“Il prezzo è quello che paghi. Il valore è quello che ottieni.”

Warren Buffett

Si assiste spesso anche nelle operazioni di M&A a una differenza tra la richiesta del venditore e quanto il potenziale acquirente è disposto a pagare. Questa “forbice” tra domanda e offerta, talvolta anche marcata, può derivare sia dall’atteggiamento negoziale di ciascuna parte, sia da una differente percezione del valore economico della transazione.

Come viene determinato il prezzo nelle operazioni di M&A?

Il **prezzo** di una compravendita societaria è la risultante della combinazione di un ampio ventaglio di elementi.

La dottrina prevalente in tema di valutazione aziendale sostiene che il **valore** attribuibile a ogni impresa è generale, razionale e dimostrabile. In altre parole, il valore teorico di un’azienda sarebbe univoco. La realtà è, tuttavia, ben diversa!

L'esperienza quotidiana è costellata di situazioni in cui diversi operatori valutano in maniera anche sostanzialmente difforme la stessa azienda. La ragione è semplice: l'oggettività totale del processo valutativo è impossibile! La scelta e l'applicazione degli strumenti forniti dalla teoria valutativa, infatti, presuppongono e richiedono ipotesi, giudizi, intuizioni e contesti che, nei fatti, sono sovente di natura soggettiva e diversi tra acquirenti e venditori.

Va detto però che la valutazione, lungi dall'essere l'unica determinante del prezzo nelle transazioni, è, in effetti, solo uno strumento impiegato da acquirente e venditore per determinare la soglia, rispettivamente massima e minima, oltre la quale lo scambio non risulta remunerativo per ciascuna parte. Il **prezzo minimo** dipenderà dal valore che i venditori attribuiscono all'impresa. Tale prezzo, di solito definito "**stand alone value**", corrisponde alla somma di denaro che il venditore è disposto ad accettare per privarsi delle rendite future che otterrebbe mantenendo l'impresa. Il **prezzo massimo** per il compratore corrisponde alla somma di denaro che è disponibile a pagare per ottenere, oltre alle rendite derivanti dall'impresa acquisita, quelle conseguibili da potenziali sinergie produttive, commerciali, o tecnologiche.

Se i mercati fossero perfetti il prezzo massimo per il compratore sarebbe almeno pari al prezzo minimo del venditore. Nella realtà, i mercati sono imperfetti, le informazioni asimmetriche, le propensioni al rischio diverse, le previsioni future dell'andamento dei mercati soggettive e pertanto si generano spesso in prima istanza notevoli differenze tra i due valori. Tali divergenze in molti casi vengono superate durante le negoziazioni che frequentemente si rivelano lunghe, difficili e complesse.

Come facilitare l'incontro tra domanda e offerta durante la negoziazione?

L'incontro tra domanda e offerta diviene possibile solo se si instaura un flusso di informazioni tra venditore e acquirente volto a superare l'asimmetria valutativa e a trovare una sintesi che sia vincente per entrambi. In questo "gioco delle parti", chi vende avrà interesse a evidenziare (sempre in maniera onesta e trasparente) e valorizzare le

potenzialità di crescita e le sinergie generate per il compratore in caso di buon esito dell'operazione. Dall'altro lato, chi compra tenderà maggiormente a spostare l'attenzione anche sui possibili rischi legati all'operazione e all'investimento che essa comporta, con particolare riferimento alla complessa fase di "digestione" post-acquisizione, in cui i risultati attesi potrebbero non arrivare nei tempi e nei modi previsti. L'incontro di queste due posizioni diverse rappresenta il momento in cui scambiare informazioni e interessi tra le parti coinvolte, al fine di raggiungere un allineamento e una sintesi anche (e soprattutto!) su prezzo e condizioni di vendita.

Un ulteriore elemento fondamentale durante la negoziazione è rappresentato dalla definizione precisa e condivisa della tipologia e del perimetro dell'operazione che si intende realizzare. In tal senso, ad esempio, una possibile soluzione (abbastanza diffusa) per ridurre l'esborso che un compratore deve pagare senza penalizzare il venditore consiste nell'esclusione dal perimetro acquisitivo della parte immobiliare e di altre attività non strategiche per l'acquirente.

Un'altra modalità efficace (ma non semplice da gestire) per ridurre il divario di valore tra venditore e acquirente consiste nel rimandare la determinazione finale del prezzo al momento successivo in cui saranno disponibili ulteriori informazioni consuntive su alcune grandezze e sui risultati dell'azienda acquisita (schemi di *earn-out*). In tutte le numerose varianti di questo schema, il prezzo finale viene in qualche modo ancorato agli obiettivi previsti in un piano previsionale che copre un periodo solitamente compreso fra uno e tre anni. Tali meccanismi di **compensazione differita** sono frequenti nei casi in cui il venditore/imprenditore continua a gestire il target anche successivamente al closing (come si riscontra nelle operazioni di private equity) o quando vi è scarsa certezza circa i dati storici del target e la loro futura persistenza.

Benedetti&Co, grazie ad un team di esperti, è in grado di supportare gli imprenditori e il management di un'azienda durante tutto il processo di crescita per acquisizioni: dalla definizione della strategia di crescita per M&A fino alla gestione dell'integrazione post-acquisizione. Benedetti&Co assiste l'azienda nella ricerca e nel contatto del possibile Target; costruisce il piano industriale per valutare l'operazione e le sue sinergie; assiste l'imprenditore nella negoziazione con la controparte e nella redazione dei contratti necessari alla definizione dell'acquisizione e se necessario interviene per assistere l'imprenditore nel reperimento delle fonti finanziarie.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Milano

Via S. Giacomo Zanella 41
20133 Milano
tel. +39 02 805 057 74
info@benedetti-co.it

Brescia

Via Oberdan 5/7
25128 Brescia
tel. +39 030 205 48 03
info@benedetti-co.it

Mumbai

INDIA - 400006 Mumbai,
Ajanta Building Flat 1.
LD Ruparel -
Marg. Malabar Hill
tel. +91 - 9820088817
tel. +91 022 23698254