

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 28 – Maggio 2025

Perché un'azienda è più vendibile di un'altra a parità di performance?

Quando si acquista un'azienda il prezzo è ciò che si paga ed il valore è ciò che si ottiene, e dunque tutta l'attenzione è (o dovrebbe essere) concentrata sulla differenza fra valore e prezzo. Nel caso di vendita, invece, l'attenzione riguarda il prezzo (ciò che si ricava dalla vendita) e il valore dell'azienda finisce per essere considerato un riferimento superfluo. Ma si sbaglia, perché:

- la differenza fra valore e prezzo è una misura della vendibilità dell'azienda. Minore è la vendibilità dell'azienda così com'è, maggiore è lo sconto che occorrerà riconoscere nel prezzo di vendita;
- la vendibilità può essere migliorata fino al punto di colmare o superare la differenza fra valore e prezzo.

I fattori che in genere definiscono la vendibilità di un'azienda - a parità di solidità di performance e di potenziale di crescita - sono:

- 1) il grado di indipendenza dall'imprenditore fondatore e/o da specifiche figure chiave;
- 2) la quota di ricavi ricorrenti sui ricavi totali;
- 3) l'equilibrio fra capitale circolante e leva finanziaria;
- 4) il controllo del mercato di sbocco (in termini di competenze chiave, capacità di innovazione, ecc.);
- 5) il tasso di *retention* dei clienti;
- 6) la presenza di processi operativi in grado di facilitare l'integrazione.

Perché è critico curare il profilo della vendibilità?

Le principali ragioni sono tre:

Adottare la prospettiva dell'acquirente

Un acquirente pensa in termini di rischi post-acquisizione e di "fit" strategico, non necessariamente di multipli.

Tradurre il valore in prezzo

Un "valore" elevato scritto in un report non garantisce che qualcuno riconoscerà quel valore in un prezzo, se l'azienda non soddisfa alcuni profili rilevanti di vendibilità.

Pianificare l'exit

Intervenire in anticipo sui *driver* di vendibilità permette di aumentare il prezzo realizzabile in una cessione ed abbreviare i tempi di disinvestimento.

Una migliorata vendibilità si traduce in multipli più elevati

Migliorare la vendibilità dell'azienda significa:

- un minore rischio percepito da parte dell'acquirente;
- una maggiore scalabilità del business;
- minori costi e tempi di integrazione.

Si tratta di elementi che incidono direttamente sulle determinanti del multiplo che l'acquirente è disposto a riconoscere nel prezzo di acquisto. Il minor rischio percepito si traduce in minore rendimento richiesto dall'investitore e quindi - a parità di *performance* e di prospettive di crescita - in un prezzo più elevato. La maggiore scalabilità del business si traduce in economie di scala e quindi a parità di rischio in maggiori *performance* attese. I minori costi e tempi di

integrazione si traducono in maggiori benefici per l'acquirente e favoriscono quindi il riconoscimento di un prezzo maggiore.

Imprenditore speciale e imprenditore universale

Qualsiasi stima di valore deve innanzitutto rispondere alla domanda: "valore per chi?" La ragione va ricercata nel fatto che una stessa azienda può esprimere valori diversi per l'attuale imprenditore e per i potenziali acquirenti, in quanto ciascuno attribuisce maggiore o minore peso ad alcuni profili. L'imprenditore bada principalmente alla performance dell'azienda così com'è (*as is*), alla dinamica dei risultati nel tempo, ecc. (in breve a ciò che ha realizzato) mentre i potenziali acquirenti sono interessati al futuro dell'azienda (*azienda to be*), ossia alla sostenibilità del business senza l'imprenditore, ai rischi di integrazione, ecc.

Rendere l'azienda vendibile significa innanzitutto preparare la successione all'imprenditore, ridurne il ruolo, investire nei processi operativi, coltivare le competenze chiave e -in termini più generali - strutturare il business in forma adeguata affinché il passaggio di controllo non sia un trauma. Un'azienda solidamente strutturata vale di più di un'azienda a stretto controllo imprenditoriale, semplicemente perché è in grado di affrontare le sfide competitive in autonomia. Nella prospettiva dell'acquirente, le capacità dell'azienda vengono trasferite con l'azienda stessa, al contrario delle capacità dell'imprenditore che non sono trasferibili. Accrescere la vendibilità dell'azienda significa tradurre l'avviamento personale dell'imprenditore (*personal goodwill*) in avviamento d'impresa. Fino a che l'imprenditore rimane il "mago della pioggia" (ossia il vero detentore dei *driver* di valore, siano essi competenze tecniche o commerciali, visioni o capacità specifiche), l'azienda non solo è poco vendibile, ma è anche esposta ad un rischio rilevante. La scomparsa dell'imprenditore farebbe precipitare l'azienda in uno stato di difficoltà.

Accrescere la vendibilità dell'azienda significa ridurne i rischi ossia aggiungere una dimensione nuova di analisi delle performance: non più limitata ai risultati ma anche a come si raggiungono quei risultati (grazie a chi?).

Il funzionamento della "macchina" - dai processi operativi al reporting - è nella nostra esperienza l'elemento "soft" di maggiore importanza in grado di spiegare buona parte della differenza fra i prezzi realizzati nella vendita di aziende simili quanto a performance e prospettive di crescita. Fra i *driver* dei prezzi non ci sono solo le performance e le prospettive di crescita, ma anche il rischio ed il rischio non ha solo una dimensione esterna all'azienda (il mercato, i concorrenti, ecc.) ma anche una dimensione interna (la mancanza di attitudine a risolvere problemi da parte della struttura operativa) Il timore di introdurre burocrazia (e costi) nella vita aziendale può spingere l'imprenditore verso un modello di gestione troppo accentrato e non trasferibile a terzi, quantomeno così come esso è. L'impresa è vendibile se il controllo è trasferibile senza traumi e ciò accade solo se l'imprenditore assume già prima della vendita il ruolo di azionista, riducendo il proprio coinvolgimento manageriale diretto. È un salto culturale che non trasforma solo l'imprenditore da speciale a universale, ossia da figura dedita alla gestione a figura di governo dell'azienda, ma che trasforma anche l'azienda in soggetto veramente autonomo.

Lo score di vendibilità

I sei fattori di vendibilità citati in introduzione possono essere tracciati e tradotti in un punteggio (*score*) che permette all'imprenditore di comprendere quanto la sua azienda sia vendibile. Lo *score* di vendibilità aiuta l'imprenditore ad assumere consapevolezza della rilevanza di alcuni profili della propria azienda in precedenza trascurati, ma che nella prospettiva dell'investitore-acquirente costituiscono un *vulnus* alla sostenibilità del business post *deal*.

Lo *score* apre gli occhi su ciò che veramente conta nella riduzione del gap fra valore e prezzo, accrescendo la consapevolezza di dove intervenire per colmare eventuali debolezze. Nella nostra esperienza per imprenditori concentrati a lavorare sodo a testa bassa, lo *score* è stato una vera rivelazione.

Conclusioni

C'è una nuova generazione di imprenditori (universali) che crea aziende e le vende per poi crearne di nuove. Sono opportunità che nel passato non esistevano in quanto il mercato del controllo delle aziende di dimensioni non grandi era molto più limitato. Questi imprenditori universali sanno che un'azienda di successo non necessariamente comporta sempre una vendita di successo se non se ne coltivano i profili di vendibilità. Sono proprio questi imprenditori a coltivare con attenzione "maniacale" i profili di vendibilità dell'azienda, consci che una buona azienda non significa necessariamente un buon *deal*.

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle proprie 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!

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».