

# I FATTORI MENO NOTI NELLA VALORIZZAZIONE DELLE PMI

a cura di  
Guidalberto Gagliardi\*

È curioso rilevare che molti imprenditori dedicano più tempo alla pianificazione delle loro vacanze con la famiglia, piuttosto che alla preparazione della loro società per la cessione. Che intendiate trovare nuovi soci o un nuovo proprietario per la vostra società entro tre mesi o tre anni, dovrete preoccuparvi già oggi di massimizzare il valore. E anche se non avete ancora pensato a queste eventualità, sarebbe meglio che foste comunque preparati a rispondere a offerte non sollecitate provenienti da concorrenti, operatori stranieri o fondi di *private equity*.

Vediamo qualche suggerimento tratto dall'esperienza su come sia possibile ottimizzare la cessione di quote di una PMI.

Le maggiori società e i gruppi multinazionali sono valutati in larga misura sulla base dei loro risultati economico-finanziari e dei loro piani industriali. In questi casi, in effetti, abbiamo normalmente a che fare con imprese ben organizzate, con sistemi di controllo di gestione completi gestiti da *team* altamente professionali dell'area contabilità e finanza, con bilanci da anni certificati da primari revisori, con *governance* definita e, solitamente, con una lunga esperienza nella pianificazione di lungo periodo. Gli analisti che seguono queste grandi entità sono magari specializzati su uno o pochi settori industriali e seguono da tempo la stessa società, potendo così capire (o almeno presumere) come essa si stia comportando rispetto ai concorrenti e quanto sia preparata nei confronti dell'insieme di minacce e opportunità che gravitano intorno. Questi fortunati investigatori avranno a disposizione dei piani industriali ben strutturati e ricchi di dettagli e, soprattutto, sapranno quanto in passato la società indagata abbia effettivamente conseguito gli obiettivi pianificati. In questa situazione ottenere una valutazione (abbastanza) affidabile è (relativamente) agevole, anche solo basandosi sull'imperfezione ma rapido metodo dei multipli di mercato.

Tutt'altra la storia quando ci si trova a formulare la valutazione per un possibile compratore o per il proprietario di una società di medio-piccola taglia. Qui abbiamo a disposizione meno informazioni storiche sistematiche, normalmente mai as-

sogettate a serie verifiche esterne e raramente integrate in un collaudato sistema di programmazione e pianificazione. I multipli di mercato, desunti notoriamente dalle quotazioni di società quotate, sono poco attinenti a realtà del genere. Sono comodi da impiegare ma normalmente inadatti a definire il valore economico del capitale di una PMI.

Quali parametri dunque influenzeranno il prezzo in questo contesto?

La redditività innanzitutto. Secondo la prospettiva di un acquirente, la capacità dimostrata di produrre profitto e il potenziale di reddito futuro sono le qualità più attraenti. Risulta particolarmente importante il MOL, margine operativo lordo, per quanto esso sia frequentemente letto alla luce degli investimenti che l'eventuale acquirente dovrà effettuare affinché la società risponda correttamente agli obblighi normativi oppure abbia una produttività sufficiente. Un venditore accorto dovrà quindi essere in grado di documentare una storia pluriennale di generazione di redditi e cassa, mostrando dati credibili, che siano stati depurati da qualsiasi effetto straordinario, positivo o negativo che sia. Dovrà anche delineare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo e produttivo rispetto a quanto prevedono le leggi applicabili, nonché le prassi di settore.

Il posizionamento competitivo è altrettanto importante delle *performance* passate. La società deve avere un assetto strategico coerente con il mercato in cui si muove e le sue prevedibili evoluzioni. Dovranno essere chiaramente definiti i vantaggi che l'azienda ha o che sta creando rispetto ai concorrenti. Di solito anche le prospettive del settore sono un fattore che pesa sul valore aziendale.

Un possibile acquirente è particolarmente sensibile a un paio di rischi: la dipendenza da individui chiave e la concentrazione delle vendite o degli acquisti. Se la gestione è affidata a una o poche persone e lo stile direzionale è accentratore, un investitore pauperà che il cambio di controllo possa influire sulla stabilità aziendale. Lo stesso avviene quando i ricavi sono realizzati con un parco clienti ristretti o se le forniture provengono da poche

fonti, magari difficili da rimpiazzare. In entrambi i casi il valore dell'azienda cala e, nei casi estremi, la cessione può sfumare. Ci sono diverse tecniche contrattuali per tranquillizzare un acquirente rispetto a questi rischi: sono però complesse e onerose per il venditore. Meglio sarebbe se queste situazioni fossero corrette ben prima dell'avvio dei negoziati con il potenziale acquirente, rinforzando il team manageriale e aumentando il livello di delega, come pure cercando di diversificare il portafoglio clienti e il parco fornitori.

L'organizzazione può sembrare un elemento meno rilevante nel determinare il prezzo di un'impresa. L'esperienza mostra però che società che hanno tenuto una contabilità ordinata e affidabile, delle procedure documentate per la gestione del personale e una sede dall'apparenza efficiente e pulita tendono a ottenere valutazioni maggiori. La semplicità è molto apprezzata: più facile è per un possibile acquirente comprendere l'impresa-obiettivo e immaginarsi alla sua guida, minori saranno le sue perplessità e i rischi che percepisce, maggiore sarà il prezzo di cessione.

La disponibilità del proprietario della società di finanziare l'acquirente per una parte del prezzo, se non addirittura quella di legare una quota del corrispettivo ai risultati che il compratore otterrà dopo il subentro, è un elemento che può incrementare il prezzo di cessione. Certo i rischi per il venditore-finanziatore non mancano e qualsiasi meccanismo di *vendor's loan* o di *earn-out* deve essere costruito con l'ausilio di un avvocato esperto di M&A. Occorre considerare che quando i finanziamenti bancari latitano, come nell'ultimo quadriennio, la concessione di credito da parte del venditore può fare la differenza tra concludere o meno un'operazione.

Per massimizzare il valore di una PMI, rendendo anche più agevole l'eventuale conclusione di una cessione profittevole, occorre preparare l'azienda con un congruo anticipo:

- ▶ rendendola snella e profittevole;
- ▶ facendole adottare una chiara strategia di sviluppo che, una volta inquadrata minacce e opportunità settoriali prospettiche, enfatizzi i punti di forza aziendali e proponga chiari e semplici rimedi rispetto alle carenze strategiche evidenziate (per esempio un'eccessiva concentrazione di clienti o fornitori);
- ▶ dotandola di un'organizzazione definita ed efficiente, con un gruppo manageriale sufficientemente strutturato e abituato a operare in base a deleghe esplicite;
- ▶ mettendo in ordine i dati storici aziendali e rendendoli altamente affidabili.

Si consiglia di affidarsi a una società specializzata in *due diligence* che, essendo abituata ad analizzare imprese per conto dei potenziali investitori, sarà certamente in grado d'identificare le principali criticità della PMI e proporre le opportune azioni mitigatrici.

La proprietà, inoltre, dovrà essere pronta a proporre al potenziale acquirente un pacchetto completo che, tramite un'intelligente taratura di pagamenti dilazionati e condizionati, dichiarazioni e garanzie, possa spostare una parte del negoziato su temi complementari al prezzo.

Con una buona preparazione dell'azienda all'ingresso di un nuovo socio o di una nuova proprietà e con l'assistenza di un avvocato competente e flessibile, sarà più agevole ottenere il prezzo corretto.

\* Equity Factory S.A., Lugano

