

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 40 – Giugno 2026

Deal fatigue? Non c'è stato deal design!

Perché si verificano divari di valutazione nelle operazioni di M&A? La risposta più naturale va ricercata negli interessi divergenti fra compratore e venditore. Il primo vuole pagare il prezzo più basso possibile, il secondo punta invece a massimizzarlo. Entrambe le prospettive sono legittime, ma spesso sono anche fonte di equivoci destinati a generare una contrapposizione che impedisce di giungere ad un accordo *win-win*. Con la conseguenza che il venditore perde l'opportunità di vendere a un buon compratore e quest'ultimo perde l'opportunità di realizzare un investimento in grado di generare valore.

Diversi fattori possono contribuire a divaricare le posizioni del venditore e del potenziale acquirente:

- *l'uso di modelli di valutazione differenti*. Il termine modello di valutazione si riferisce a come un criterio di valutazione è applicato. Acquirenti e venditori possono utilizzare gli stessi criteri, ma applicarli in modo diverso. Ad esempio, si può ricavare il valore dell'azienda sulla base del DCF (Valore attuale dei flussi di cassa attesi), ma con opinioni diverse su tassi di crescita, margini e tassi di sconto. Oppure si può adottare un approccio di mercato (multipli) basato su aziende o transazioni comparabili, ma le parti potrebbero non concordare sul campione di riferimento o sul tipo di multiplo. Inoltre, fattori intangibili come la reputazione e la fedeltà dei clienti sono difficili da misurare e influenzano il valore.
- *una diversa percezione del rischio*. Gli acquirenti tendono ad avere un approccio più prudente rispetto ai venditori, che spesso hanno una visione ottimistica sulla stabilità e prevedibilità del business. La percezione del rischio influisce direttamente sulla valutazione, da entrambe le parti.
- *una diversa visione delle condizioni di mercato*. Se le parti non condividono la stessa visione sull'economia generale, sulle tendenze del settore o sul contesto competitivo, diventa difficile trovare un accordo sul valore equo.
- *fattori emotivi e vincoli alla vendita*. La vendita della propria azienda - costruita in molti anni - genera in capo al venditore una forte tensione emotiva che ne rende difficile una valutazione oggettiva ed al contempo porta a chiedere garanzie: per i dipendenti, per la conservazione del nome, ecc. L'acquirente può trovare queste richieste d'intralcio rispetto alla strategia di integrazione post acquisto.

Tutti questi fattori alimentano ciò che in gergo viene chiamata la fatica a chiudere il deal (*deal fatigue*). Prima di intervenire su come colmare il divario di valori, è necessario lavorare per porre le premesse per ridurre la *deal fatigue*.

Come ridurre la *deal fatigue*

Il confronto tra venditore e compratore in un'operazione di M&A deve fondarsi innanzitutto su un chiaro allineamento circa il perimetro della transazione e gli obiettivi strategici delle parti, esplicitando sin dalle prime fasi le rispettive priorità non negoziabili. È essenziale garantire un elevato livello di trasparenza informativa, attraverso una *data room* completa e un processo strutturato di Q&A, così da ridurre le asimmetrie informative e il rischio percepito. La negoziazione deve distinguere chiaramente tra valore, struttura dell'operazione e allocazione dei rischi, facendo leva su strumenti di *deal design* per colmare eventuali disallineamenti sul prezzo. Un'efficace governance del processo, con ruoli definiti, *milestone* chiare e meccanismi di *escalation*, consente di mantenere il controllo delle tempistiche. Il

dialogo deve essere orientato alla risoluzione dei problemi più che a posizioni contrapposte, favorendo soluzioni condivise basate su ipotesi e scenari. Infine, una comunicazione continua e realistica è fondamentale per evitare sorprese nelle fasi avanzate e prevenire fenomeni di *deal fatigue*, preservando così le condizioni per il successo dell'operazione.

Deal design

Colmare il divario di valori richiede una combinazione di negoziazione, creatività e flessibilità, che si traduce nella capacità di disegnare il *deal* in forme tali da incrociare le esigenze del venditore e del potenziale acquirente. Ecco alcune soluzioni che nella nostra esperienza ricorrono nella progettazione di un *deal* di successo:

1. *Condividere un'adeguata analisi fondamentale fin dall'inizio.* Per far sì che le parti utilizzino le stesse metriche finanziarie e le stesse assunzioni è necessario disporre di una approfondita analisi fondamentale dell'azienda che permetta di allineare le aspettative su capacità di reddito, crescita, rischio ed intensità di capitale del business. Solo così è possibile costruire una comprensione comune del potenziale dell'azienda.
2. *Sfruttare la competizione fra potenziali compratori.* Non esiste un unico valore d'azienda, ma tanti diversi valori in relazione alle sinergie che i diversi possibili compratori potrebbero generare. Poiché il venditore può conoscere quanto vale l'azienda per lui (il valore cui rinuncia con la vendita) ma non il valore che l'azienda può avere per i potenziali acquirenti, mettere in gara più acquirenti consente al venditore di ottenere una visione più chiara del valore dell'azienda per i partecipanti al mercato. Se non c'è competizione perché l'interesse da parte dei potenziali acquirenti è scarso, il venditore si può rendere conto che nelle attuali condizioni deve riconoscere uno sconto per mancanza di liquidabilità. In breve, la competizione o l'assenza di competizione sono una misura di vendibilità dell'azienda (*saleability*), da cui non si può prescindere.
3. *Andare oltre il prezzo.* Il prezzo non è sempre l'elemento più importante. Si possono negoziare altri termini: definizione di un perimetro di vendita che esclude alcune attività, diverse modalità di pagamento (carta, cassa, misto), coinvolgimento del venditore dopo l'acquisizione, tutela dei dipendenti chiave, preservazione del brand o transizione graduale verso il brand dell'acquirente, modalità di pagamento, ecc..
4. *Equity rollover.* Se il venditore mantiene una partecipazione nella nuova entità, partecipa alla crescita futura e può accontentarsi di un prezzo più contenuto. L'acquirente beneficia di un venditore ancora coinvolto e allineato agli obiettivi.
5. *Earnout* (aumenti di prezzo legati ai risultati). Quando una parte del prezzo è legata al raggiungimento di obiettivi futuri, che l'acquirente giudica difficili da raggiungere si realizzano due obiettivi: il venditore potrà ottenere un prezzo maggiore se l'azienda performerà come dalle sue attese, mentre l'acquirente riduce da subito il rischio riconoscendo un prezzo *spot* più contenuto.
6. *Finanziamento dell'acquirente.* Il venditore finanzia parte dell'acquisto tramite il pagamento con obbligazioni emesse dall'acquirente. Il venditore può ottenere una valutazione più alta e pagamenti dilazionati nel tempo e l'acquirente sfrutta la capacità di generazione di cassa del business acquisito. L'acquirente riduce l'esborso iniziale. È una soluzione utile soprattutto quando il finanziamento tradizionale è limitato, ma richiede particolare attenzione al merito del credito dell'acquirente.
7. *Valorizzare la proprietà intellettuale.* Se l'azienda possiede IP (*Intellectual Property*) di valore (brevetti, marchi, tecnologie), si può strutturare l'accordo intorno a questi *asset*. Il venditore può anche mantenerne la proprietà e concederli in licenza, preservando valore nel tempo.

8. *Garantire l'adempimento delle garanzie rilasciate dal venditore.* Ricorrere all'*escrow* (una parte del prezzo di acquisto è trattenuta al *closing* e depositata presso una banca o un *escrow agent*) permette all'acquirente di essere garantito circa l'adempimento delle obbligazioni di indennizzo del venditore legate a dichiarazioni e garanzie (*representations & warranties*). Ciò riduce il rischio per l'acquirente e favorisce il riconoscimento di un prezzo più elevato a beneficio del venditore.

Conclusioni

Il divario di valori fra compratore e venditore è una sfida ricorrente nelle operazioni di M&A, ma non è insormontabile. Muovendo da una approfondita analisi fondamentale condivisa dalle parti e comprendendo le esigenze reciproche, acquirenti e venditori possono trovare un terreno comune e concludere l'accordo. Processi competitivi, strutture flessibili, *earnout*, *rollover equity*, finanziamento del venditore e garanzie di adempimento delle obbligazioni da parte del venditore sono tutti strumenti utili per raggiungere l'obiettivo finale: costruire un'operazione in grado di creare valore per tutti.

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!

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>