

# PARTECIPAZIONI, PREMI ANCHE SENZA IL CONTROLLO

di **Antonio Salvi e Filippo Troisi**



Qual è il premio che un potenziale acquirente è disposto a pagare per assicurarsi i cosiddetti benefici privati del controllo? È questo uno dei quesiti analizzati dall'Osservatorio di Ricerca di finanza straordinaria, denominato "Progetto Finlab", istituito da **Legance** - Avvocati Associati con la supervisione del Prof. Antonio Salvi, di cui qui vorremmo dare brevemente cenno.

L'acquisizione del controllo di una società consente all'investitore di poter imprimere una svolta alla capacità di creazione di valore della società acquisita. L'ingresso nella compagine societaria con poteri di controllo permette infatti di poter avviare una serie di miglioramenti gestionali "interni" - cambiamento del management, rifocalizzazioni strategiche, efficientamenti organizzativi - che, qualora coronati da successo, possono contribuire ad aumentare significativamente il valore dell'azienda controllata. Non solo. Un acquirente strategico o industriale potrebbe inoltre mettere in atto sinergie industriali e finanziarie derivanti dall'associazione con altre attività reali o finanziarie

già detenute dall'acquirente. Sia i miglioramenti interni che la realizzazione di sinergie rappresentano incrementi di valore che, ancorché messi in atto dal soggetto controllante, producono benefici a vantaggio di tutti i soci (si è pertanto soliti definirli benefici "divisibili").

Tuttavia l'acquisizione del controllo può assicurare al soggetto acquirente anche una seconda tipologia di benefici, definibili come "indivisibili", di esclusivo vantaggio del soggetto acquirente e che, anzi, di norma sottraggono valore agli altri soci non di controllo. Si tratta in primo luogo di vantaggi di natura monetaria, riconducibili ad esempio alla possibilità di stabilire il compenso degli amministratori, di intraprendere specifiche politiche di *transfer pricing*, di acquisire e cedere attività aziendali a valori arbitrari ad acquirenti con cui si intrattengono particolari rapporti di contiguità, e così via. È evidente che tali comportamenti avvantaggiano in via esclu-

siva il socio controllante, espropriando al contempo ricchezza a danno degli altri azionisti. È certamente vero che esistono presidi di tutela degli azionisti non di controllo che limitano la concreta attuazione di comportamenti opportunistici

da parte dei soci controllanti, ma è pur vero che ristretti "margini di manovra" continuano a persistere. I benefici indivisibili del controllo possono anche essere di natura non monetaria, come ad esempio la possibilità di ottenere vantaggi reputazionali e di gratificazione personale.

Al fine di vedersi riconosciuta tali possibilità, l'acquirente può pertanto essere indotto a corrispondere un prezzo di acquisizione che tenga conto anche di tali vantaggi aggiuntivi. Tale componente di prezzo (che si aggiunge a quelle legate ai miglioramenti interni e alle sinergie) è solitamente definita premio "puro" per il controllo.

Le tecniche di stima di tale premio elaborate nel corso del tempo sono diverse. Uno studio condotto nell'ambito del predetto Progetto Finlab di **Legance** ha esaminato un campione di transazioni di partecipazioni societarie quotate effettuate in Europa nel periodo 2011-2018, volto a esaminare l'esistenza e la rilevanza di tale componente del prezzo di acquisizione. I risultati ottenuti evidenziano come il premio tenda a essere inversamente correlato alla quota acquisita: in particolare, per quote immediatamente su-

**BASTANO QUOTE  
DI MINORANZA  
SIGNIFICATIVE  
PER INFLUIRE  
SULLA GESTIONE  
DELLE SOCIETÀ**



periori al 50% esso raggiunge il massimo valore (in media fino al 4%) per poi diminuire fino a poco più di 0,2% per quote intorno al 90%. Il coefficiente di variazione delle percentuali indicate è a sua volta influenzato – con correlazione positiva – dalla performance e dalla dimensione della società *target*.

I risultati ottenuti dalla ricerca segnalano inoltre l'esistenza di premi "puri" anche per l'acquisizione di quote societarie di minoranza, e in particolare di minoranze "significative". L'acquisizione di pacchetti di minoranza compresi tra il 20% e il 40% si caratterizzano infatti per il riconoscimento di premi compresi tra l'1% e l'1,5 per cento. Sebbene si tratti di valori in media inferiori a quelli riscontrati per pacchetti azionari che assicurano il controllo formale di una società, essi evidenziano comunque la possibilità che – anche acquisendo quote significative di minoranza – sia possibile condividere, quantomeno in parte, i benefici esclusivi legati alla possibilità di influire significativamente sulla gestione societaria.

*Filippo Troisi, senior partner Legance*  
*Antonio Salvi, Professore Ordinario*  
*di Finanza Aziendale*

© RIPRODUZIONE RISERVATA