

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 12 – Dicembre 2023

Partecipazioni di minoranza

Quanto vale una partecipazione di minoranza (non qualificata) in una società non quotata? E' pari al valore del 100% dell'equity espresso pro-quota, oppure è un valore inferiore? Quante volte chi si occupa di valutazioni di azienda si è sentito porre queste domande. Come abbiamo spiegato in precedenti *newsletter* la risposta va ricercata nella finalità della valutazione, la quale definisce l'unità di valutazione rilevante. Le situazioni più frequenti in cui si è chiamati a stimare il valore di azioni di minoranza fanno riferimento al recesso oppure all'investimento o disinvestimento; situazioni che riguardano unità di valutazione diverse, rappresentate rispettivamente dal valore del 100% dell'equity da esprimersi pro-quota (nel caso di recesso) e dalla quota oggetto di acquisto/dismissione nel caso di investimento/disinvestimento.

In questa *newsletter* ci occupiamo dei casi di acquisto o di dimissione di una partecipazione di minoranza. In una prossima *newsletter* affronteremo la stima del valore di liquidazione a fini di recesso.

Nei casi di acquisto o di vendita di una partecipazione di minoranza la configurazione di valore è il valore di mercato. Al di fuori dei casi particolari nei quali la cessione della partecipazione di minoranza avviene fra soci ed è in grado di far acquisire il controllo ad altro socio, oppure consente all'altro socio di disporre dell'intero capitale sociale (*squeeze out* delle minoranze), il valore di mercato di una partecipazione di minoranza in una società non quotata è funzione di due principali elementi: a) il valore ricavabile dal detenere la partecipazione (valore fondamentale) e b) lo sconto per la mancanza di liquidità (ossia lo sconto in cui si incorre quando si intende cedere la partecipazione).

Vediamo come si compongono queste due componenti di valore.

Il valore fondamentale del detenere la partecipazione

Un azionista che detiene una partecipazione di minoranza non qualificata in una società non quotata riceve dal suo investimento dividendi. Il criterio principe per stimare il valore fondamentale di una partecipazione di minoranza è dunque rappresentato dal *Dividend Discount Model (DDM)*. La caratteristica del DDM è che:

- a) considera la struttura finanziaria effettiva della società;
- b) esclude i *surplus asset* che non contribuiscono a formare utili distribuibili;
- c) riflette l'efficienza/inefficienza gestionale di chi controlla l'azienda.

Pertanto, un'azienda molto indebitata, dotata di molti *surplus asset* e con carenze gestionali mostrerà un valore inferiore al valore di mercato del 100% dell'equity espresso pro-quota, in quanto quest'ultimo considera la possibilità di: ottimizzare la struttura finanziaria, di cedere i *surplus asset* e di efficientare la gestione, atteso che il 100% dell'equity consente di realizzare tutte e tre le azioni precluse all'azionista di minoranza.

Lo sconto per la mancanza di liquidità

Un azionista che adotta un orizzonte di investimento definito (ad esempio un fondo di *private equity*) trae dal proprio investimento in una partecipazione di minoranza non qualificata in una società non quotata un rendimento che è funzione oltre che degli eventuali dividendi distribuiti, anche del *capital gain* (ossia dalla differenza fra il prezzo di vendita a termine ed il prezzo di acquisto a pronti). Poiché l'investimento

azionario in una società non quotata è un investimento illiquido, l'investitore si espone al rischio di non riuscire a vendere a termine la partecipazione nei tempi ed al valore che una stima di natura fondamentale come il DDM giustificerebbe. Per tutelarsi da questo rischio qualunque investitore razionale acquisterebbe una partecipazione di minoranza solamente se fosse offerta ad un prezzo inferiore rispetto al valore fondamentale della partecipazione stessa. La differenza fra il prezzo ed il valore fondamentale esprime il c.d. sconto per mancanza di liquidità.

Vi sono molti diversi criteri di stima dello sconto per mancanza di liquidità, ma quasi tutti sono riconducibili al criterio delle opzioni. Il criterio fa perno sulla legge del prezzo unico, secondo la quale in un mercato razionale, due beni identici dovrebbero avere lo stesso prezzo. Ciò significa che il prezzo (valore di mercato) di una partecipazione di minoranza in una società quotata (liquida) ed il prezzo di un paniere composto da una partecipazione in una società non quotata (illiquida) con medesimo valore fondamentale rispetto a quella quotata e da una opzione put scritta sulla partecipazione (diritto a vendere la partecipazione ad una data futura) dovrebbero essere eguali. Di conseguenza, la differenza di prezzo fra due partecipazioni di minoranza con il medesimo valore fondamentale, di cui una liquida e l'altra illiquida, corrisponde al valore della opzione put. Stimando la opzione put si ricava lo sconto per la mancanza di liquidità.

I diversi criteri di stima adottano diverse ipotesi con riguardo al possibile prezzo di esercizio della put (il valore intrinseco corrente della partecipazione, un valore medio lungo la durata dell'opzione, il massimo valore che la partecipazione potrebbe assumere nel periodo) e quindi diversi possibili valori della put, ma al di là di questi tecnicismi, ciò che rileva è che tutti i criteri conducono lo sconto per la mancanza di liquidità al costo di uno strumento derivato in grado di rendere liquido ciò che non lo è.

Da cosa dipende lo sconto per mancanza di liquidità?

Se lo sconto per la mancanza di liquidità corrisponde al valore di una opzione put (diritto a vendere), la dimensione dello sconto è funzione di ciò che attribuisce valore all'opzione. Si tratta:

- a) della volatilità del valore intrinseco della partecipazione (maggiore è la volatilità, maggiore è il valore dell'opzione e quindi dello sconto);
- b) della durata dell'orizzonte di investimento (maggiore è la durata, maggiore è il valore dell'opzione e quindi dello sconto);
- c) del livello dei tassi di interesse (maggiore è il livello dei tassi di interesse maggiore è il valore dell'opzione e quindi dello sconto)
- d) del *dividend yield*, ossia il rendimento corrente offerto dalla partecipazione attraverso la distribuzione di dividendi (maggiore è il *dividend yield*, minore è il valore dell'opzione e quindi dello sconto).

Questi elementi permettono di comprendere perché non abbia alcun senso applicare misure di sconto medie. La partecipazione di minoranza in una società affermata che opera in un settore stabile (poca volatilità) e che distribuisce dividendi elevati in un contesto di tassi di interesse contenuti si caratterizza per uno sconto per la mancanza di liquidità minimo, mentre la partecipazione di minoranza in una società in un settore ad elevata competizione e ciclico (alta volatilità) che distribuisce magri dividendi in un contesto di tassi elevati si caratterizza invece per uno sconto per la mancanza di liquidità molto elevato.

Attenzione agli errori di *double counting*

Il valore di mercato della partecipazione di minoranza in una società non quotata è dunque ottenuto per differenza fra il valore fondamentale e lo sconto per mancanza di liquidità. Nel caso di una società quotata lo sconto per la mancanza di liquidità è nullo e dunque il valore di mercato corrisponde al valore fondamentale della partecipazione stessa.

Un errore frequente che si incontra nelle valutazioni di partecipazioni di minoranza è rappresentato nel considerare due volte l'illiquidità della partecipazione, deprezzandone eccessivamente il valore di mercato. Una prima volta maggiorando il tasso di sconto dei flussi di dividendi attesi ed una seconda volta applicando uno sconto per la mancanza di liquidità. L'errore è evidente se si considera la legge del prezzo unico citata in precedenza.

Il valore fondamentale di una partecipazione non è funzione della liquidità, ma della capacità di reddito dell'azienda e della distribuzione di dividendi ai soci di minoranza. Il valore attuale dei flussi di dividendo ricavati da una partecipazione liquida non può essere superiore al valore attuale dei dividendi ricavati da una partecipazione illiquida, essendo i dividendi per definizione una fonte di liquidità per l'azionista. Non è il valore fondamentale, ma il valore di mercato delle due partecipazioni ad essere diverso.

Pertanto nella stima del valore fondamentale, applicando il DDM, occorre considerare un tasso di attualizzazione che esclude qualsiasi elemento per il rischio di illiquidità.

Il minore valore derivante dall'illiquidità è invece catturato dallo sconto (desunto dal valore della opzione put corrispondente), che permette di tradurre il valore fondamentale in valore di mercato.

Aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione

Un caso particolare di acquisizione di partecipazione di minoranza è rappresentato dalla sottoscrizione di un aumento di capitale con rinuncia al diritto di opzione. Se con la sottoscrizione dell'aumento di capitale il nuovo socio diventa azionista di minoranza, nei fatti è come se avesse acquistato una partecipazione di minoranza nella società. Con la differenza, tuttavia, che la partecipazione di minoranza ottenuta con la sottoscrizione dell'aumento di capitale esprime un valore *post money*, mentre l'acquisto di una partecipazione prima dell'aumento di capitale esprimerebbe un valore *pre-money*. La eventuale differenza di valore *pre-money* vs. *post-money* – dovuta ad esempio al fatto che grazie ai nuovi fondi l'azienda può realizzare investimenti a valore attuale netto positivo, altrimenti preclusi - spetta (pro-quota) ai nuovi soci che hanno sottoscritto l'aumento di capitale, consentendo all'azienda di realizzare gli investimenti che altrimenti non avrebbe potuto realizzare.

Conclusioni

Il valore di mercato di una partecipazione di minoranza non qualificata in una società non quotata deve considerare il valore fondamentale della partecipazione ed uno sconto per la mancanza di liquidità. Poiché lo sconto per la mancanza di liquidità è funzione di quattro principali parametri della specifica azienda, non ha alcun senso fare riferimento a sconti medi. Ci possono essere casi in cui lo sconto per la mancanza di liquidità è trascurabile, altri invece in cui assume dimensioni molto rilevanti.

La funzione dello sconto consiste nell'adeguare il prezzo di mercato della partecipazione al rischio di illiquidità cui è esposto l'investitore in sede di dismissione della partecipazione. Come è noto, minore è il prezzo, maggiore è il rendimento; pertanto, nella stima del valore di mercato di una partecipazione di minoranza bisogna sempre interrogarsi quale rendimento sarebbe richiesto da un partecipante al mercato dall'investimento nella specifica partecipazione illiquida comparativamente ad

investimenti simili ma liquidi. Questa analisi comparativa permette di comprendere perché nelle recenti fasi di tassi di interesse negativi gli sconti per mancanza di liquidità fossero minimi (gli investitori a caccia di rendimenti positivi preferivano attività illiquide alle attività liquide con rendimenti negativi) mentre oggi, in una fase di rialzo dei tassi, gli sconti per la mancanza di liquidità sono tornati di piena attualità.

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società neocostituita che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle 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 di un ventiquattrenne con un foglio di excel !

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».