



Davide Tedeschi
Consulente d'azienda

La valutazione delle quote sociali di minoranza

Il passaggio dalla stima del valore del capitale economico nel suo complesso, alla stima del valore delle quote parziali non si può risolvere semplicemente nella moltiplicazione del valore complessivo dell'azienda per la percentuale di partecipazione.

La letteratura (M. Massari- L. Zanetti, Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, McGraw-Hill, 2008, Milano Seconda Edizione, pag.415 e segg.) ha avuto modo di evidenziare che il minor pregio di un pacchetto di minoranza può essere fatto risalire a due fattori distinguibili sul piano logico:

- a) impossibilità di definire gli indirizzi strategici e di partecipare alle scelte di gestione, con la definizione di uno sconto in funzione della mancanza del controllo;
- b) difficoltà di negoziare partecipazioni di scarso rilievo ai fini del controllo, con la definizione di uno sconto in funzione della mancanza di liquidità.

Come sottolineato dalla medesima dottrina, anche se sul piano logico la distinzione appena proposta è condivisibile, in pratica mancanza di controllo e mancanza di liquidità sono due facce della stessa medaglia (M. Massari- L. Zanetti, Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, McGraw-Hill, 2008, Milano Seconda Edizione, pag. 416).

Per tale ragione, per il caso di società non quotate, come quello che qui si discute, la migliore letteratura (L. Guatri, Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea Milano, 1997, pag. 410) ha avuto modo di mettere in evidenza che quello che effettivamente incide in maniera



Davide Tedeschi
Consulente d'azienda

significativa sul valore della partecipazione e', appunto, la carenza di liquidità, piuttosto che il suddetto sconto di minoranza.

Se, dunque, non esistono dubbi particolari circa la necessità di considerare uno sconto di liquidità per le partecipazioni di minoranza, specie in società non quotate, incertezze ne esistono per quanto riguarda la sua puntuale quantificazione.

A tal riguardo negli Stati Uniti sono state condotte numerose ricerche empiriche, le quali hanno tentato di stimare lo sconto di liquidità essenzialmente attraverso due approcci:

- a) restricted share study;
- b) pre-IPO (Initial Public Offering) study.

Con il primo approccio - restricted share study - si confrontano i prezzi delle cosiddette restricted share, ossia delle azioni assoggettate a particolari e temporanee limitazioni per la loro circolazione (di solito un periodo tra i 24 ed i 36 mesi), con i prezzi delle stesse azioni una volta ammesse alla quotazione nei mercati ufficiali.

Le ricerche empiriche indicano, a tal riguardo, un valore dello sconto di liquidità compreso in un intervallo che secondo alcuni autori va dal 25% al 35% (R.F. Reilly-R.P. Schweihs, *The advanced business valuation*, McGraw Hill, 2000, pag. 84), secondo altri (G. Zanda-M. Lacchini-T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2001, pag. 490) dal 30% al 35%.



Davide Tedeschi Consulente d'azienda

Con il secondo approccio - pre-IPO study - lo sconto di liquidita' viene stimato mettendo a confronto i prezzi di alcune azioni prima dell'IPO con i prezzi dell'IPO delle stesse azioni.

Le ricerche empiriche condotte secondo il suddetto approccio hanno stimato un valore dello sconto in questione in un intervallo compreso tra il 40% ed il 46% (G. Zanda-M. Lacchini-T. Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli, Torino, 2001, pag. 491; R.F. Reilly-R.P. Schweihs, The advanced business valuation, McGraw Hill, 2000, pag. 85).

L'esistenza della differenza tra l'entita' dello sconto con i due approcci sopra menzionati, come e' stato correttamente evidenziato (R.F. Reilly-R.P. Schweihs, The advanced business valuation, McGraw Hill, 2000, pag. 85), non deve sorprendere, in quanto il primo approccio e' basato sulle cosiddette restricted share, ossia su azioni di societa' di cui si sapeva con certezza che la mancata quotazione era solo un fattore temporaneo, mentre gli studi sulle pre-IPO erano condotti su azioni in relazione alle quali c'era incertezza sia sulla data della loro quotazione, sia sulla possibilita' dell'esito positivo della stessa.

Questa maggiore incertezza si e' riflessa in un differente e maggiore ammontare dello sconto di liquidita' che, come abbiamo visto, per le restricted share e' stato stimato in un intervallo tra il 25% ed il 35%, mentre per le pre-IPO in un intervallo tra il 40% ed il 46%.

Altri autori americani, pur non facendo esplicito riferimento alla tipologia di analisi svolta, stimano detto sconto in un intervallo compreso tra il 25% ed il 30% (A. Damodaran, The Dark Side of Valuation, trad. it.



Davide Tedeschi
Consulente d'azienda

La valutazione delle aziende, Apogeo, Milano, 2002, pag.211), oppure lo pongono mediamente pari al 35%, con un intervallo che va dal 14% per le società piu' grandi e piu' solide al 50% per le società piu' piccole e maggiormente esposte da un punto di vista finanziario (W.L. Silber, Discount on Restricted Stock; the impact of illiquidity on stock prices, Financial Analysts Journal, vol. 47, 1997).

Per prenotare un check up aziendale gratuito, contattami :

Dott. Davide Tedeschi
tedeschi@davidetedeschi.com
tel. 393-994 28 27