

Premi di maggioranza e sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: aspetti teorici ed ambiti di applicazione

di Massimo Buongiorno – docente di Finanza Aziendale, Università Bocconi, Milano e Università Cà Foscari Venezia

Il presente lavoro si propone di evidenziare le criticità inerenti il passaggio dal valore complessivo della società a quello delle relative partecipazioni al capitale, distinguendo in particolare tra pacchetti di minoranza e pacchetti di controllo. Si investigano le ragioni sottostanti l'applicazione dei premi e degli sconti e le modalità di calcolo all'interno di un modello generale. Nella seconda parte dell'articolo si dedica invece spazio all'applicazione del modello a specifiche finalità valutative quali le acquisizioni, le fusioni, il recesso del socio e le valutazioni fiscali.

Alcune riflessioni preliminari

La letteratura e la prassi sono solite esprimersi in merito alla valutazione delle “aziende”, ma spesso il termine azienda viene usato in modo non corretto.

Se usassimo tale termine secondo il significato che gli è proprio, sia in senso giuridico (vedi art.2555 c.c.), sia in senso economico, dovremmo intendere il compendio di beni e di risorse (attività ma anche passività) che sono necessarie per esercitare l'attività di impresa.

L'azienda è quindi valutabile per intero o solamente in parte, ma quest'ultima deve comunque riferirsi ad un ramo d'azienda ovvero ad un compendio che, pur non esaurendo i beni e le risorse dell'azienda nel suo complesso, è comunque in grado di operare autonomamente sul mercato come impresa.

In realtà, la gran parte delle valutazioni non ha per oggetto aziende o rami d'azienda, bensì partecipazioni al capitale, espresse da azioni o quote sociali.

La maggiore differenza tra le due nozioni di valutazione non risiede nei criteri valutativi che possono essere applicati indifferentemente, bensì nella possibilità riservata esclusivamente alle partecipazioni di rappresentare quote non totalitarie.

Si pone, quindi, il problema in capo al valutatore di decidere se il valore di una singola azione o quota ideale sia pari a un valore medio costante pari al rapporto tra il valore del patrimonio netto (solitamente definito *Equity value*) e il numero totale delle azioni o quote ideali, o se invece debba variare in ragione di:

1. premi di maggioranza, quando il valore unitario attribuito alle azioni o quote è maggiore del valore medio;
2. sconti di minoranza, quando il valore unitario attribuito alle azioni o quote è minore del valore medio.

La natura dei premi e degli sconti è solo parzialmente simmetrica e richiede una trattazione separata.

Un modello per la determinazione di premi e sconti

Il tema dei premi e degli sconti ha trovato ampio spazio in letteratura ed è stato oggetto di numerose ricerche empiriche.

L'applicazione di un premio di maggioranza trova presupposto nella possibilità di controllare, generalmente, la società con solamente il 51% dei diritti di voto; ne deriva, quindi, che l'intero beneficio ritraibile dal controllo può essere ottenuto senza acquistare l'intero capitale. Il valore di una singola azione o quota è quindi più elevato nell'ipotesi che si detenga il controllo a mezzo di partecipazioni di maggioranza, rispetto a un'acquisizione totalitaria.

I benefici derivanti dal controllo sono riconducibili a due fattori principali:

- benefici “privati” derivanti dal controllo, ovvero dalla possibilità di nominare gli amministratori, di decidere gli indirizzi strategici, di realizzare operazioni sul capitale;
- sinergie, ovvero maggiori flussi derivanti dall'integrazione tra l'azienda *target* e l'acquirente.

I benefici “privati” possono essere usufruiti in qualunque momento della vita di una società, mentre le sinergie sono tipicamente sfruttabili nel momento in cui si realizza un'acquisizione.

Ne deriva che la prima famiglia di benefici può essere considerata un elemento del quale tenere conto in ogni valutazione di partecipazione; al contrario la seconda famiglia riguarderà specificamente le valutazioni funzionali alle decisioni di acquisizione.

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

Il seguente esempio aiuta a comprendere il funzionamento dei benefici privati.

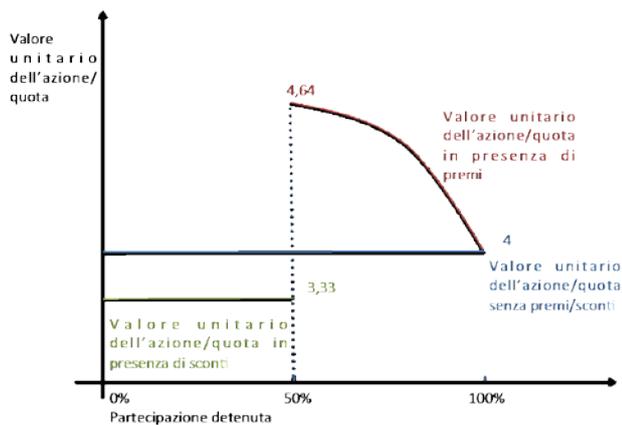
Si ipotizzi che:

1. l'*Equity value* di una società sia pari a € 12 milioni;
2. il numero di azioni in circolazione sia pari a 3.000.000.

Da quanto sopra deriva che il valore medio di una azione sia pari a € 4.

Ipotizziamo ora che una componente dell'*Equity value* pari a € 2 milioni sia attribuibile al controllo e quindi sarà di pertinenza solamente del pacchetto azionario di controllo, quindi dal 51% a crescere fino al 100%.

Il risultato che si ottiene è rappresentato nella figura seguente.



Poiché una componente dell'*Equity value* è attribuibile solamente al pacchetto di controllo, ne deriva che sarà interamente attribuibile al pacchetto del 51%, mentre al 49% non sarà attribuito nulla. Il pacchetto al 51% vale pertanto la componente "base" dell'*Equity Value*, pari a € 10 milioni, moltiplicata per la percentuale di possesso (€ 5,1 milioni), più l'intero valore del controllo (€ 2 milioni). Ognuna delle 1,53 milioni di azioni vale pertanto € 4,64.

Ripetendo gli stessi calcoli per un pacchetto al 70% si trova un valore di € 4,29, che porta a un valore del pacchetto pari a € 9 milioni; ovviamente, il valore unitario dell'azione contenuta nel pacchetto totalitario sarà pari a € 4.

In sintesi, il premio di maggioranza è tanto maggiore quanto più il pacchetto detenuto si avvicina al 51%, mentre si riduce fino al valore medio nell'ipotesi di possesso del pacchetto totalitario.

Nell'esempio, si ipotizza che il valore massimo delle azioni, incluso il premio, sia pari a € 4,64, contro un valore medio di € 4, che equivale a circa il 16%.

Il modello che si è sviluppato determina analiticamente il valore del controllo; tuttavia, nella trasposi-

zione alla realtà, emergono notevoli problemi pratici di valutazione.

La letteratura, analizzando le determinanti del valore del controllo, ha rilevato come esse siano riconducibili da un lato alla possibilità di esercitare i diritti amministrativi della società e dall'altro alla possibilità di "sfruttare" la società per ottenerne benefici "particolari", che potrebbero non rientrare nemmeno tra le finalità aziendali.

Ne deriva, pertanto, che gli spazi per l'attribuzione di premi di controllo sono tanto maggiori quanto più i modelli di *governance* lo consentano,

ovvero quanto più è facile per la maggioranza imporre il proprio volere alla minoranza, senza che quest'ultima possa efficacemente opporsi.

I premi di maggioranza saranno quindi:

- maggiori nei paesi con un ordinamento giuridico meno orientato alla tutela delle minoranze e con un sistema giudiziario che non permette una pronta risposta in caso di violazioni;
- minori per le società quotate per le quali il controllo esercitato dal mercato, dagli organi di vigilanza (in Italia Consob) e dal gestore stesso (in Italia Borsa Italiana) tendono a ridurre gli spazi per i benefici "privati";
- maggiori per le società di ridotte dimensioni e dove la maggioranza viene a coincidere con l'amministrazione della società stessa. In tali situazioni, le minoranze anche qualificate stentano a reperire tutte le informazioni che vorrebbero in merito all'andamento della gestione e spesso si creano rilevanti asimmetrie informative tra la maggioranza/amministrazione della società e le altre compagini sociali.

Come si può notare i riferimenti indicati sono più di natura qualitativa che quantitativa, rendendo l'attribuzione dei premi di maggioranza legati ai benefici "privati" assai aleatoria nella prassi.

La dottrina (si vedano ad esempio i diversi lavori di L. Guatri sul tema) si è attestata sull'attribuzione di premi di maggioranza variabili tra un minimo del 15% e un massimo del 30%, a seconda delle caratteristiche della società da valutare, rispetto alle indicazioni fornite più sopra.

Le ricerche empiriche, non molte in realtà, hanno individuato per l'Italia un intervallo di ragionevolezza per le società quotate compreso tra il 12% e il 18%, che quindi verrebbe a sovrapporsi con il minimo indicato dalla dottrina.

Nella prassi è assai improbabile vedere applicati premi maggiori del 30% mentre è possibile che in situazioni particolari i premi possano ridursi, fino anche ad annullarsi.

Ai fini della quantificazione del premio si procede nel modo seguente:

1. determinazione dell'*Equity Value* (ad esempio € 12 milioni);
2. determinazione del valore unitario medio di una azione o quota (ad esempio € 4);
3. applicazione di un premio sul valore unitario (ad esempio per un pacchetto del 70% il 7% per un valore unitario di circa € 4,29);
4. calcolo del valore del pacchetto moltiplicando il numero delle azioni per il relativo valore unitario (ad esempio € 4,29 per 2,1 milioni di azioni pari a € 9 milioni).

Risulta evidente come la scelta in merito al “corretto” premio da applicare sia in buona parte lasciata all’interpretazione soggettiva del valore, pur all’interno di intervalli codificati, ma assai ampi.

Tornando alla figura precedente, rimangono da considerare gli sconti di minoranza, ovvero il valore attribuibile a ciascuna azione inclusa nei pacchetti di minoranza. Il modello determina tali valori come rapporto tra il valore del pacchetto senza considerare il valore del controllo e il numero delle azioni possedute.

Ad esempio, nota la componente base, pari a € 10 milioni, ne deriva che al pacchetto del 30% sarà attribuibile un valore pari a 3 milioni, ai quali corrispondono 900.000 azioni per un valore unitario pari a € 3,3.

Per come è stato determinato, è evidente che il valore unitario sarà costante, indipendentemente dall’entità del pacchetto di minoranza.

In questo modo si ottiene che la somma del valore del pacchetto di maggioranza e di minoranza porta sempre all’*Equity value* stimato, pari a € 12 milioni. Si è infatti riportato sopra che il valore del pacchetto al 70% vale € 9 milioni, mentre il pacchetto residuo ne vale 3.

Purtroppo nella prassi non è infrequente assistere a evidenti errori.

Ciò avviene quando il valutatore non controlla che l’attribuzione del premio – e corrispondentemente dello sconto – ai pacchetti di maggioranza e minoranza non abbia effetti sull’*Equity Value* totale. Un esempio può agevolare una migliore comprensione del punto.

Si ipotizzi, come nel caso riportato sopra, che per un pacchetto del 70% il valutatore abbia attribuito un premio del 7% sul valore medio unitario. Ne deriva che lo sconto di minoranza sul pacchetto al 30% non può essere attribuito in modo arbitrario, ad esempio ipotizzando uno sconto sul valore medio unitario del 20%, perché in tal caso si avrebbe:

1. valore di una azione nel pacchetto di minoranza pari a € 3,2 ottenuto moltiplicando € 4 per (1-20%);
2. valore del pacchetto pari a € 2,88 milioni (€ 3,2 per 900.000 azioni);
3. l’*Equity value* totale, pari alla somma del valore attribuito ai due pacchetti, € 9 milioni ed € 2,88 è inferiore all’*Equity value*, stimato pari a 12 milioni.

L’esempio mostra come il valutatore possa stimare il premio o lo sconto, ma non entrambi autonomamente, poiché in tal caso non si avrebbe una corretta allocazione dell’*Equity value*, che ovviamente non può essere influenzato dalla presenza di premi o sconti.

Il premio nelle acquisizioni

Le considerazioni svolte in precedenza sono da leggere in riferimento alla stima del valore dei pacchetti in termini generali e astratti, prescindendo dalle finalità per le quali il capitale viene valutato.

Nella realtà, però, le finalità di stima hanno una notevole rilevanza rispetto al tema oggetto di analisi. In primo luogo è interessante analizzare l’entità dei premi e degli sconti rispetto alle valutazioni di acquisizione.

Per quanto attiene ai premi, essi sono riconducibili alla presenza di benefici potenziali in capo all’acquirente, spesso definiti sinergie.

In estrema sintesi, le sinergie dipendono dalla capacità di sfruttare risorse a disposizione dell’acquirente e più spesso dell’acquisita in modo più proficuo attraverso una combinazione aziendale. Ad esempio, una piccola azienda che ha sviluppato un prodotto o una tecnologia innovativa potrebbe ottenerne un migliore sfruttamento attraverso l’utilizzo dei canali distributivi di una azienda grande e operante su molteplici mercati e settori.

Anche in questo caso un piccolo esempio può essere di aiuto.

Si ipotizzi che l’*Equity value* di una società sia valutato € 4 milioni per l’intero capitale che si suddivide

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

in tre pacchetti, il primo di controllo del 60% e gli altri due al 20%. Non sono applicabili premi e sconti come definiti in precedenza.

Un potenziale acquirente ritiene che le sinergie che sarà in grado di sviluppare siano pari a € 1,5 milioni.

Ne deriva che il prezzo massimo¹ che l'acquirente sarà disposto a pagare sarà pari all'*Equity value* più il valore addizionale che sarà in grado di sviluppare, ovvero complessivamente € 5,5 milioni.

Andrà però notato che l'acquirente può sfruttare le sinergie potenziali anche acquistando solamente il pacchetto di controllo e, quindi, riducendo l'investimento complessivo a un massimo di € 2,4 milioni (60% dell'*Equity value*), più € 1,5 milioni.

Ne deriva che, anche in questo caso, il valore per quota del pacchetto di controllo è più elevato del valore unitario medio e naturalmente del valore unitario delle quote nei pacchetti di minoranza.

L'attribuzione di un valore in caso di acquisizione dei pacchetti di minoranza assume talvolta risvolti più complessi.

Esistono infatti casi nei quali un acquirente dopo essere entrato in una società acquistando un pacchetto di controllo, ha poi riconosciuto lo stesso prezzo ai pacchetti di minoranza (a volte anche di più) pur di acquisire la totalità del capitale e azzerare possibili fonti di contenzioso.

Al contrario, specie nell'attuale contesto di mercato, ci si chiede se la stima del potenziale prezzo di cessione di un pacchetto di minoranza debba incorporare anche uno sconto ulteriore legato alla illiquidità dell'*asset*.

La risposta è unanimemente considerata positiva ma deve essere letta esclusivamente nella presente congiuntura di mercato che è caratterizzata da scarsa liquidità e da un ridotto numero di operazioni, che rende di fatto assai difficile, se non impossibile, cedere pacchetti di minoranza di società controllate da altri. Una volta superata l'attuale situazione non vi è motivo per ritenere che in un contesto normale di mercato, un pacchetto debba valere meno di quanto risulta dall'applicazione dei corretti modelli valutativi, eventualmente rettificati per tenere conto di premi di controllo, come definiti sopra.

¹ Ovviamente l'acquirente cercherà di riconoscere al venditore un prezzo molto più basso di quello massimo, poiché in caso contrario non creerebbe valore attraverso l'acquisizione (o lo creerebbe in misura molto inferiore). Inoltre, si dovrà considerare il profilo di rischio in capo all'acquirente di mancata realizzazione delle sinergie.

Premi e sconti nelle valutazioni con diverse finalità

L'ipotesi di acquisto/cessione di partecipazioni spiega una buona parte delle valutazioni; tuttavia le finalità valutative sono molteplici, creando quindi perplessità in merito alla possibilità di applicare premi e sconti.

Più in dettaglio, le valutazioni che nascono dall'esigenza di tutelare le minoranze, per opinione condivisa dalla dottrina e dalla prassi, non dovrebbero includere l'applicazione di premi e sconti, venendo altrimenti a confliggere con la finalità principale.

Sono da considerare in questo senso le valutazioni sottostanti la determinazione del rapporto di cambio in una fusione che, come noto, risulta dal rapporto tra il valore corrente delle azioni o quote dell'incorporata e il valore corrente delle azioni dell'incorporante.

Nella determinazione di tale valore i pacchetti di maggioranza e quelli di minoranza "pesano" allo stesso modo e, anzi, una discriminazione in tal senso tra la compagine societaria motiverebbe un giudizio di non congruità da parte degli esperti ai sensi dell'2501-sexies c.c.².

Analoghe considerazioni valgono per la valutazione delle quote nell'ipotesi di recesso del socio.

Il diritto di recesso è riconosciuto dall'art.2437 c.c. per le società per azioni e dall'art.2473 c.c. per le Srl. L'esercizio del diritto comporta la liquidazione della quota da parte della società. L'art.2437-ter c.c. definisce le modalità attraverso le quali deve essere determinato il valore della quota da liquidare. Esso prevede che *"il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali"*.

Al di là delle evidenti preferenze del Legislatore verso un criterio misto patrimoniale reddituale per la determinazione del valore,

non pare che una norma interpretabile ad esclusiva tutela del socio dissenziente (e quindi delle minoranze societarie) possa essere declinata prevedendo uno sconto rispetto al valore medio unitario.

Inoltre, la stessa interpretazione letterale della nor-

² Considerazioni analoghe valgono naturalmente per le fusioni pure e per le scissioni con concambio.

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

ma porta ad escludere che il socio possa non partecipare proporzionalmente alle consistenze patrimoniali delle società ed alle prospettive di reddito³.

Allo stesso modo non paiono applicabili premi e sconti nelle valutazioni richieste in ottemperanza a norme fiscali,

in particolare quelle richieste per la rideterminazione del valore fiscale delle partecipazioni sociali detenute da persone fisiche a fronte del versamento di un'imposta sostitutiva. In tale contesto, risulta evi-

dente che, a ciascuna partecipazione, debba essere attribuito un valore proporzionale alla quota detenuta, non essendo compatibile (e difficilmente spiegabile) con la finalità della norma una differenziazione legata all'applicazione di premi e sconti.

Infine, andrà evidenziato come nelle valutazioni richieste in caso di contenzioso, in merito alla congruità dei prezzi pagati a fronte di partecipazioni di controllo o di minoranza, vi sia invece spazio per l'applicazione dei premi e degli sconti, poiché si tratta di ricostruire il corretto percorso valutativo in ipotesi di acquisizioni.

³ Quanto riportato per il diritto di recesso può essere applicato anche al caso della liquidazione delle quote agli eredi del socio defunto.

 **Euroconference**
Centro Studi Tributari

Seminario di 2 giornate

L'IVA NELLE OPERAZIONI CON L'ESTERO

FIRENZE 10 e 19 dicembre 2013

VERONA 04 e 11 dicembre 2013

MILANO 05 e 17 dicembre 2013

QUOTA DI PARTECIPAZIONE € 400,00 + IVA

 Platinum -25%  Gold -20%  Blu -15%

**SCARICA LA
BROCHURE**

ACCEDI AL SITO

www.euroconference.it