

GLI “ENTITY-LEVEL DISCOUNT” NELLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

di MAURO ROMANO

1. Introduzione

Il valore del capitale economico d’azienda, nelle sue differenti espressioni (o configurazioni), è il punto di partenza nella stima del valore di pacchetti azionari o quote di capitale. Esso rappresenta il valore teorico di trasferimento di “tutte” le azioni (o le quote) che compongono il capitale sociale. Quando oggetto di scambio sono singoli pacchetti azionari o singole quote societarie – oltre alle condizioni soggettive di negoziazione, che, in genere, spiegano il divario tra prezzo e valore – intervengono ulteriori correttivi, nella forma di “premi” e “sconti”, che vengono applicati per tenere conto di situazioni specifiche.

Nel passaggio dal valore economico del capitale al prezzo “teorico” di scambio (“*fair market value*”) di un pacchetto azionario, i premi e gli sconti carpiscono le caratteristiche dei titoli oggetto di valutazione, con riferimento principalmente al *controllo* (o ai ridotti poteri ad esso connessi) e alla *liquidità* (o alla sua assenza). Questi correttivi, e in particolari gli sconti, si definiscono “*equity-level discount*” o “*shareholder-level discount*”.

Esistono tuttavia altri correttivi, ovverosia altri sconti, egualmente importanti sul piano teorico e su quello applicativo, che intervengono ad un livello antecedente rispetto alla definizione del *fair market value* di un pacchetto azionario o di una quota societaria. Si tratta di sconti, variegati nella loro tipologia e natura, che agiscono sul valore economico del capitale d’azienda considerato “*as a whole*” e che, pertanto, sono distribuiti indifferenziatamente su tutti i soggetti proprietari, sia che essi siano titolari di quote di controllo, sia che si trovino in minoranza.

Tali sconti intercettano fattori specifici di rischio, che impattano sull’azienda “nella sua interezza”, che non sono stati computati nella proiezione dei flussi attesi di risultato, né nella determinazione del costo del capitale quali componenti di rischio intrinseco. Essi tengono conto, a titolo di esempio, di fattori come il livello di diversificazione degli investimenti aziendali, le carenze di liquidità aventi portata generale, la dipendenza da uno o più *key-manager*, la ridotta dimensione aziendale (Romano, 2021). Si

parla, con riferimento ad essi, di “*entity-level discount*”.

Essendo espressione di un rischio specifico che impatta sulla tempistica e sull’entità dei risultati attesi e, dunque, sull’intero valore economico dell’azienda, gli “*entity-level discount*” sono, in genere, applicati come maggiorazione percentuale (“*premium*”) del costo del capitale.

2. “Entity-level discount” ed “Shareholder-level discount”. Determinanti economiche e differenze applicative.

La letteratura nazionale e internazionale ha fornito numerosi contributi sul piano definitorio, metodologico e applicativo, colmando – in alcuni casi – orientamenti professionali non sempre chiari e valorizzando la fondamentale distinzione tra i due livelli di applicazione degli sconti.

Le principali associazioni di esperti valutatori non danno, necessariamente, indicazioni sul differente livello di operatività degli sconti.

A tal riguardo, è interessante osservare che l’*International Valuation Standard Council* (IVSC) si limita a fornire alcune definizioni, con riferimento a “*discounts for lack of marketability*” (esso “*reflects the concept that when comparing otherwise identical assets, a readily marketable asset would have a higher value than an asset with a long marketing period or restrictions on the ability to sell the asset*”), “*discounts for lack of control*” (tale sconto viene applicato “*to reflect differences between the comparables and the subject asset with regard to the ability to make decisions and the changes that can be made as a result of exercising control*”) e “*blockage discount*” (viene applicato, in genere, nei casi in cui “*the subject asset represents a large block of shares in a publicly-traded security such that an owner would not be able to quickly sell the block in the public market without negatively influencing the publicly-traded price*”).

L’*American Society of Appraiser* (ASA), allo stesso modo, non fornisce una sistematizzazione tipologica tra “*entity-level discount*” e “*shareholder-level discount*”; indica sette classi di sconti, oltre al premio di controllo, senza precisare il livello di applicazione degli stessi. Tra questi, stando alle definizioni fornite, alcuni appartengono agli “*entity-level discount*” (“*key person discount*” e “*portfolio discount*”), altri alla categoria degli “*shareholder-level discount*” (“*discount for lack of control*” o “*minority discount*”; “*discount for lack of liquidity*”; “*discount for lack of marketability*” o “*marketability discount*”; “*discount for lack of voting rights*” e “*blockage discount*”).

I Principi Italiani di Valutazione (PIV), pur senza esplicitazione, distinguono i due livelli sul piano concettuale. Se, infatti, nella definizione principale il riferimento è agli sconti di tipo “*shareholder-level*” (par. I.18.1), considerato che essi sono indicati come correttivi “*da applicare (eventualmente) ad una stima di valore ottenuta sulla base delle metodiche dei risultati attesi o del costo per tradurla in un prezzo fattibile, cioè per accostarla al valore di mercato*”, nel paragrafo I.18.3, viene esplicitato che, nel caso di valutazione di aziende, gli sconti possono, talvolta, essere applicati per considerare taluni peculiari profili di rischio, che attengono a risorse immateriali o a condizioni operative specifiche. Detti sconti “*sono applicati per esprimere la componente di valore attribuibile ad una specifica risorsa o ad uno specifico contesto o per riconciliare fra loro stime di valore riferite a date differenti*”. Tra le condizioni di applicazione, vengono riportate la “*dipendenza dell’impresa da specifiche risorse chiave*” (“*key person discount*”), “*l’operatività dell’impresa come società captive all’interno di un gruppo*” e l’“*eccessiva concentrazione del portafoglio clienti*”. Per questi sconti, chiaramente riportabili alla tipologia di “*entity-level discount*”, i PIV chiariscono che il ricorso a questi correttivi dovrebbe avvenire solo nei casi in cui non è praticabile altra strada metodologica per catturare, nella valutazione dell’azienda, i sottostanti fattori di rischiosità.

A differenza degli sconti su specifico pacchetto azionario o quota societaria proprietaria (*ownership-level* riferibili a specifici *block of stock*), i c.d. “*entity-level discount*” vanno ad impattare più a monte, direttamente sul valore dell’impresa nel suo complesso (per questo motivo, sono detti anche “*company-level discount*”), ovvero, spostandosi a valle del discorso valutativo, su tutti gli *shareholder* individualmente o in gruppo; e cioè indistintamente, senza particolare enfasi o riguardo a loro caratteristiche o attributi (poteri) speciali.

Essi sono quantificati più sovente in percentuale nella stima del “*control-level value*” oppure – *coeteris paribus*, in eguale proporzione – direttamente sul “*minority-level value*” (più raramente sono considerati in valori assoluti da sottrarre alla valutazione d’azienda o della quota proprietaria). In alternativa, detti sconti sono calcolabili come maggiorazione dei tassi di attualizzazione (stante una meditata maggiorazione del rischio considerato) nei metodi basati sui flussi o misti, o come rettifica dei moltiplicatori di mercato empirici da abbinare alle grandezze di valore standardizzato prescelte.

Nell’ampia letteratura esistente sugli sconti di tipo *entity*, è doveroso segnalare per inquadramento generale, *ex multis*, i lavori fondamentali di

Pratt (2009), Mercer-Harms (2008) e Guatri-Bini (2009). Storicamente, si rammenti – a titolo di esempio – come la Suprema Corte del Delaware (USA), già nel 1950, riconosceva ad una *closed-end investment company* la differenza tra il valore di mercato e il *net asset value* quale *discount* di rilievo *enterprise* (procedura 74 A.2d 71: ‘Tri-Continental Corporation v. Battye *et al.*’).

3. Le principali tipologie di “Entity-Level Discount”

I contributi presenti in materia di *entity-level discount* (o *company-level discount*) sono piuttosto frammentari; solo di recente, è stata offerta una sistematizzazione teoretica ragionata delle diverse tipologie di *entity-level discount* (Taliento, Corvino e Netti, 2021), nonché delle evidenze empiriche che, in molti casi, ne supportano modalità di applicazione e misura.

Le principali tipologie di *entity-level discount* sono le seguenti:

- il NAV o *holding discount*;
- il *discount for lack of liquidity*;
- il *key-person discount*;
- il *company-size discount*.

3.1. Il NAV (o *holding*) discount

Il *Net Asset Value (NAV) discount* si rileva nelle circostanze in cui le azioni sono negoziate ad un prezzo di mercato inferiore rispetto ai corrispettivi valori patrimoniali aziendali.

Il NAV è il valore complessivo del patrimonio netto contabile, determinato come differenza tra il totale delle attività e il totale delle passività, espressi a valori correnti di mercato. Dividendo tale valore per il numero complessivo delle azioni in circolazione si determina il *NAV per share*, valore solitamente impiegato nella società di investimento per determinare il prezzo che un investitore dovrebbe versare per sottoscrivere nuove azioni o incassare per il rimborso delle azioni già possedute.

La determinazione dello sconto, in breve, è apprezzabile rapportando il *gap* tra NAV e valore di mercato (borsa) al NAV medesimo, come nell’esempio di seguito riportato, tratto dal Guggenheim Enhanced Equity Income Fund (dati al 31 gennaio 2022).

Closing Market Price	\$19.15
Closing NAV	\$16.08
Premium/(Discount)	19.09%

Una modalità più affinata di calcolo del *NAV discount* consiste nell'eliminare l'effetto, potenzialmente distorsivo, dell'indebitamento (Barkham e Ward, 1999; Morri *et al.*, 2005); la formula *unlevered* dello sconto implica che, al denominatore, occorre considerare la somma tra il NAV e la posizione finanziaria netta (*debt*) alla data di riferimento.

Closing Market Price	\$19.15
Closing NAV	\$16.08
Debt	\$ 2.10
Closing NAV + Debt	\$ 18.10
Premium/(Discount) unlevered	16,96%

Le medesime considerazioni svolte per lo sconto valgono in presenza di un premio sul NAV, nella circostanza in cui la capitalizzazione di mercato risulti superiore rispetto al NAV corrente.

In linea generale, le ragioni che possono determinare una negoziazione a sconto sono riconducibili ad un'aspettativa di bassa redditività o ad un andamento negativo dei mercati (Lee *et al.*, 1991), a prospettive di crescita insufficienti, a un minor valore degli *asset* aziendali o, ancora, ad una ridotta quantità di scambi sul mercato (Guatri e Bini, 2005; Cirillo, 2017).

Pur essendo in linea teorica applicabile a qualsiasi tipologia di azienda, il *NAV discount* è utilizzato principalmente nella valutazione delle *holding* d'investimento e, analogamente, nelle aziende *multi-business* (oltre che in comparti specifici, come quello immobiliare). Benché in sede valutativa sorgano a livello *entity* (a monte), nella pratica, spesso finiscono con avere ripercussione (a valle) con particolare riferimento alla stima del *fair market value* delle azioni di minoranza (Guatri e Bini, 2009). Essenzialmente, si tratta del *diversification* o *conglomerate* o *portfolio discount* dovuto alla presenza di *asset* eterogeni e/o incoerenti tra loro (*nonhomogeneous asset* o *unattractive assemblage of asset*; Pratt, 2009).

Questo sconto consente di ottenere una stima corretta dei singoli *business* in un approccio *Sum of Parts* (c.d. "SoP") in contesti di attività molto differenziati, in cui non vi è la possibilità di generare sinergie divisibili nell'allocazione delle risorse a beneficio di tutti gli azionisti. Poiché tale allocazione non avviene sul libero mercato, essa può determinare inefficienze interne nella gestione di più *business* differenti privi di sinergie (ad esempio, può aversi il caso di *business* forti che sostengano *business* più deboli in ottica di economicità di gruppo). Tale diffusa pratica estimativa opera mediante uno sconto puro (spesso pari al 15% del NAV; Guatri e Bini, 2009).

Non va sottaciuto che tale sconto è, per certi versi, controverso (Curi, 2017) e, comunque, in declino (parrebbe, cioè, ridimensionarsi negli ultimi tempi): alcuni riconoscono, in direzione opposta, un *diversification premium* nelle aziende multibusiness (Hadlock *et al.*, 2001); altri segnalano, ma questa volta nelle acquisizioni di aziende *monobusiness* o di nicchia da parte di *buyer* non diversificati, l'opportunità di maggiorazione del tasso di congrua remunerazione (visto che i modelli convenzionali rischio-rendimento, tra cui il CAPM, postulano la diversificazione degli agenti) per rischio specifico, che esprima – in siffatta maniera – un *lack of diversification discount* (Hitchner, 2017). Sconti percentuali significativi sul NAV sono rilevabili anche in speciali comparti poco diversificati come quello immobiliare, spesso per ragioni di illiquidità degli *asset* in portafoglio. Va precisato che nel caso dell'economia dei gruppi, ovvero della valutazione delle *holding*, ancora più a monte della detrazione sul NAV, opera – in via preliminare – l'*holding discount*. Si tratta dello sconto necessario a misurare quanto i costi di struttura riducano il valore-somma dei differenti *business*: in pratica, si tratta del valore 'negativo' del *corporate* (costi comuni alle unità costituenti il NAV, perché esclusi nella stima delle stesse *unit* strategiche).

Per quanto concerne la misura del *NAV discount*, è possibile identificare due principali filoni di ricerca: il primo, definito "approccio razionale", spiega lo sconto sulla base di caratteristiche specifiche dell'azienda da valutare (Capozza e Lee, 1995; Barkham e Ward, 1999; Clayton e MacKinnon, 2001; Anderson *et al.*, 2001; Bond e Shilling, 2003); il secondo filone, detto "approccio emotivo" (o "*noise trader*"), indica che i *NAV discount* siano causati da scelte di investimento irrazionali, frutto di valutazioni soggettive, slegate dai fondamentali aziendali o di mercato (Shiller, 1989; De Long *et al.*, 1990; Shleifer e Vishny, 1990).

Sul piano applicativo, gli analisti dispongono di modelli di stima molto semplici che consentono di ricostruire lo sconto da applicare alle *holding* diversificate in relazione a talune caratteristiche delle partecipazioni detenute e/o delle *holding* che le detengono. Tra i modelli più utilizzati, particolarmente interessante è quello proposto da Equita SIM, fondato su sei variabili per ciascuna delle quali è riportata una griglia di valori.

VARIABLES TO FIX DISCOUNTS			
1. Controlling stake as a % of NAV		4. Fundamental view main asset (representing at least 50% of NAV) * vis-à-vis lever	
	Discount		
More than 90%	0.0%	Positive	10.0%
Between 70% and 90%	-5.0%	Neutral	-5.0%
Less than 70%	-10.0%	Negative	-10.0%
		Not listed	0.0%
2. Listed stake as a % of NAV		5. Management style	
	Discount		
More than 80%	-20.0%	Active	+5%/-10%
Between 60% and 80%	-15.0%	Neutral	0%
Between 40% and 60%	-10.0%	Passive	-5%/-10%
Between 20% and 40%	-5.0%		
Less than 20%	0.0%		
3. Financial structure based on debt to assets		6. Speculative appeal	
	Discount		
Sound / efficient	0.0%	Positive	+5%/-10%
Sound but inefficient	-2.5%	None	0.0%
Limited flexibility	-5.0%	Negative	-5%/-10%
Stressed	-10.0%		

Source: Equita SIM

Si tratta di variabili che riguardano:

- (i.) la rilevanza della partecipazione: minore è l'interessenza detenuta dalla *holding* maggiore è lo sconto sul NAV; nello specifico, sono identificate tre classi: partecipazioni inferiori al 70% alle quali è associato uno sconto sul NAV del 10%; partecipazioni comprese tra il 70% e il 90% alle quali è associato uno sconto sul NAV del 5%; partecipazioni superiori al 90% alle quali non è associato alcuno sconto;
- (ii.) la circostanza che la partecipata sia quotata o meno: lo sconto sul NAV si applica solo nell'ipotesi in cui le azioni sono quotate;
- (iii.) la valutazione di sostenibilità del modello di *business* della partecipata: in presenza di settori in declino, lo sconto sul NAV si applica nella misura più elevata; se il settore in cui opera la partecipata è in crescita, la misura del NAV tende ad essere nulla;
- (iv.) variabili che riguardano la *holding* e, precisamente:
 - la leva finanziaria della *holding* oggetto di valutazione: a maggiori livelli di leva finanziaria si accompagnano più elevato *NAV discount* (fino al 10% in scenari di *stress*);
 - lo stile di gestione degli *asset* da parte dell'*incumbent management*, che giustifica premi/sconti per NAV in misura del +/- 10%;
 - l'*appealing* speculativo sul titolo, che giustifica l'applicazione di premi/sconti per NAV fino al +/- 10%.

3.2 L'Entity-level discount for lack of liquidity

Lo sconto per mancanza di liquidità è definito come la decurtazione, espressa in termini assoluti o percentuali, che riflette il minor valore di un investimento al fine di esprimere la difficoltà o l'impossibilità di negoziare liberamente lo stesso investimento sul mercato.

La definizione conduce alla famiglia degli *shareholder-level discount*, trovando applicazione nei casi in cui le azioni o le quote societarie siano difficilmente negoziabili in tempi accettabili e a condizioni convenienti o nelle situazioni in cui non è agevole l'esercizio dell'*exit* dall'investimento o, ancora, in presenza di clausole di *lock* per assenza di negoziazioni regolari, incidendo sia pacchetti di maggioranza, sia quote di minoranza (Damodaran, 2016; Fishman *et al.*, 2013; IPEV, 2018).

Sulla magnitudo del *discount for lack of liquidity* (in logica *equity*) agiscono – in modo diverso – una serie di fattori, come, ad esempio, la dimensione relativa della partecipazione, la presenza di un diritto di vendita “a termine”, i livelli di *pay-out*, il contesto giuridico di riferimento, la prospettiva di offerte pubbliche di acquisto o di scambio, l'esistenza di un mercato attivo, la presenza di accordi o di clausole che facilitano ovvero limitano il trasferimento delle azioni o delle quote.

Esistono tuttavia delle situazioni nelle quali la mancanza di liquidità agisce indistintamente sull'intero valore aziendale e, di conseguenza, su tutti i soggetti proprietari. Tali sconti sono applicati per tenere conto di una situazione di eccezionale assorbimento di cassa da parte del *business*, legata ad esempio al ciclo di vita che l'azienda sta vivendo o a caratteristiche peculiari dell'attività svolta.

Soprattutto nell'esperienza statunitense, gli sconti in discorso sono particolarmente impiegati nella valutazione del capitale delle *private firm* effettuata su base comparata rispetto alle *public company* (in linea generale, di pronto o rapido realizzo monetario), anche a prescindere dal tipo di *owner* (di minoranza o meno). Per contro, sconti di liquidità *ad hoc*, specificamente impostati sulle caratteristiche della struttura e della composizione proprietaria, si configurano quali *equity-level discount* di entità variabile (generalmente di misura maggiore – a parità di condizioni – nel caso delle interessenze di minoranza, rispetto allo sconto che può colpire le interessenze di controllo; Pratt, 2009).

I PIV, nel focalizzarsi sul valore intrinseco o effettivo di *exit* dall'azienda, al punto IV.6.4, prevedono altresì sconti *entity* legati alla sfera della liquidità di ‘peculiari’ *business* che suscitano interesse e meritano approfondimento

dottrinale.

Essi trovano applicazione nei casi particolari di società che si caratterizzano per un profilo di assorbimento di cassa, per l'incapacità di distribuire dividendi o per esigenze di riequilibrio finanziario. Sono applicati altresì quando il *business* impone eventuali future sottoscrizioni di aumenti di capitale o il ricorso a terzi finanziatori: in questo caso, lo sconto compensa il rischio di diluizione del valore dell'azienda a causa della necessità di ricorrere nel futuro a nuovo capitale esterno.

Gli studi di natura empirica, finora condotti sullo sconto per mancanza di liquidità, si adattano maggiormente ad applicazioni di tipo *shareholder-level* (da ultimo, si veda Damodaran, 2016). Essi, infatti, inducono a calibrare razionalmente tali sconti in virtù di fattori come (i.) la liquidità degli *asset* posseduti dall'impresa; (ii.) lo stato di salute finanziaria e l'attitudine a generare flussi di cassa; (iii.) la possibile quotazione in borsa; (iv.) la dimensione aziendale, osservando – in quest'ultimo caso – una relazione inversa tra *size* e misura dello sconto (Hitchner, 2017).

Una nota di attualità sulle applicazioni del *discount for lack of liquidity* viene certamente dall'attuale crisi connessa all'emergenza pandemica SARS-CoV-2. Molte aziende sperimentano, infatti, situazioni di forti assorbimenti di cassa o di impossibilità a distribuire dividendi, anche in ragione del contesto di incertezza, nonché fenomeni di pervasiva mancanza di liquidità nei mercati finanziari di riferimento.

Diverse sono le soluzioni che si stanno sperimentando per captare nei modelli valutativi le manifestazioni di ridotta liquidità degli impieghi patrimoniali indotte dalla crisi pandemica in atto.

Tra le proposte maggiormente utilizzate, si deve considerare – negli approcci *bottom up* di stima del tasso di attualizzazione – il computo di un generico *Covid-19 risk premium* ("CVRP") che si pone l'obiettivo di cogliere, tra l'altro, l'effetto della diffusa illiquidità.

Gli *add-on* impiegati per "*temporary adjustments*" del costo-opportunità del capitale investito si pongono nell'intorno dello 0,75%-1,75% (nella proposta di PWC Australia, che tuttavia considera anche altri effetti significativi indotti dalla pandemia, come la variazione attesa dei rendimenti di mercato e la *cash flow sensitivity*), con maggiore concentrazione dell'*illiquidity discount* sulla misura dell'1% (Duff & Phelps e Shneider Downs).

3.3 Il key-person discount

Il *key person (thin management) discount* esprime, in specie nelle operazioni di M&A, la contrazione di valore cagionata dalla perdita, effettiva o potenziale, di una persona chiave (*current manager* o imprenditore) per la specifica azienda. È uno sconto aggiuntivo per un'azienda, che viene computato nei casi in cui il valutatore ravvisi l'esistenza di forte dipendenza della redditività aziendale dalla presenza e dagli sforzi di un singolo *manager*, in assenza del quale potrebbe risultare compromesso o sminuito il successo a lungo termine dell'azienda (*long-term viability*).

Lo sconto per la perdita di persone-chiave agisce chiaramente a livello *entity*, dal momento che esso incide sul valore complessivo dell'azienda; in genere, è applicato come uno *specific risk adjustment* nella determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di risultato attesi; più raramente, viene considerato un fattore correttivo nella proiezione dei flussi o viene determinato quale *minus* separato sul valore finale del capitale economico (talora dell'ordine 'indicativo' del 5-10%; Pratt, 2009).

Soprattutto a seguito di un *change of control*, è frequente il verificarsi di situazioni di discontinuità nella *governance* societaria che rendono più instabile la permanenza all'interno dell'azienda-*target* di figure manageriali chiave, che – in alcuni casi – rappresentano uno dei *driver* più rilevanti dell'acquisizione medesima.

In specifici contesti, come – ad esempio – quelli di aziende a forte tradizione familiare o in situazioni aziendali di *start-up* imprenditoriali o, ancora, in ambienti a spiccata spinta innovativa (anche per la presenza di intangibili-chiave, come brevetti, formule imprenditoriali innovative o marchi di tendenza), il successo aziendale e le prospettive di sviluppo di mercato sono legati all'abilità di una singola persona o di un gruppo ristretto di persone.

Tali abilità – riportabili, in specie, ai ruoli che queste figure ricoprono all'interno dell'organizzazione – non possono essere legati da contratti a tempo illimitato, in quanto dipendono dalla volontà dei singoli soggetti di continuare ad operare nell'azienda, anche dopo un'operazione di acquisizione.

L'interruzione del rapporto di lavoro potrebbe determinare gravi ripercussioni per l'azienda, con impatti negativi sugli equilibri economico-finanziari, sull'attivazione delle sinergie individuate in sede di *business combination* e, dunque, sull'attitudine dell'azienda a generare valore nel lungo periodo. In molti casi, il rischio di perdita di queste figure è mitigato

dall'introduzione di sistemi di remunerazione incentivanti, caratterizzati da una forte componente variabile connessa al raggiungimento di specifici obiettivi e finalizzata a tenere legata all'azienda la risorsa manageriale-chiave anche a seguito di un *change of control*.

Una fase molto delicata dell'applicazione dello sconto per il rischio di perdita di *key-person* è rappresentata dalla individuazione di queste figure, portatrici di *skills* e competenze in ambiti molto differenziati, che – come tali – richiedono un'analisi caso per caso.

La casistica di applicazione di questi sconti riporta fondamentalmente a tre possibili fattispecie:

- figure manageriali in possesso di forti doti di *leadership*, in grado di conseguire gli obiettivi strategici e di orientare il comportamento organizzativo verso percorsi di creazione di valore sostenibile; si tratta, in molti casi, del fondatore dell'azienda o di figure manageriali, tipiche ad esempio dei passaggi generazionali di tipo familiare, che abbiano contribuito a connotare distintamente la gestione aziendale e ad ottenere ritorni in termini di riconoscibilità, consenso e reputazione da parte degli *stakeholder* aziendali;
- figure manageriali in possesso di specifiche conoscenze e abilità nella innovazione di prodotti e processi aziendali, spesso legate allo sviluppo di intangibili-chiave frutto di intuizione e creatività, come brevetti, invenzioni, formule commerciali, marchi, tecnologie digitali, tecniche produttive, nuove progettualità;
- figure manageriali in possesso di *skills* specifiche nelle relazioni con i mercati finanziari, tali da assicurare maggiore facilità nel reperimento di capitale di rischio o di capitale di debito, ovvero dotate di rapporti di particolare fiducia con soci e azionisti, frutto di una storia di fiducia, affidabilità e credibilità.

Gli approcci metodologici seguiti per quantificare lo sconto connesso alla perdita di *manager*-chiave dipendono principalmente dalle modalità di applicazione dello sconto medesimo.

Ove vengano impiegate metodologie di stima del capitale economico fondate sull'attualizzazione dei flussi di risultato prospettici, redditi ovvero *cash flow*, l'“*income approach*” prevede la possibilità di intervenire sul tasso di sconto, con una maggiorazione del *risk premium* dell'impresa rivolta a compensare il rischio aggiuntivo che deriverebbe dalla maggiore incertezza

dei flussi attesi in conseguenza della perdita di una figura-chiave.

In alternativa, si possono “rettificare” i flussi attesi per tenere conto del potenziale peggioramento delle *performance* di risultato che deriverebbero dall’uscita di una figura-chiave. La misura della rettifica potrebbe tenere conto della maggiore onerosità connessa all’ingaggio di un *manager* di eguali abilità (anche se spesso si tratta di figure difficilmente sostituibili o comparabili), nonché dei tempi necessari per ricostruire la capacità di questa figura di incidere su processi aziendali strategici con la stessa efficacia del *manager* sostituito.

Nel caso in cui venga impiegato un “*market approach*”, lo sconto potrebbe essere determinato attraverso una rettifica del multiplo utilizzato ai fini della stima del valore economico del capitale. Le rettifiche possono essere apportate al numeratore (multipli *clean*) per tener conto della diminuzione dell’*Enterprise Value* o del *Price* per effetto del rischio di perdita di persone chiave e/o al denominatore (multipli *adjusted*) al fine di considerare gli impatti potenziali del suddetto rischio su grandezze come il fatturato, il margine operativo lordo, il reddito operativo o netto e i *cash flow* attesi.

Il terzo criterio è quello di applicare il *key person discount* al *company level*. Seguendo questo approccio, dopo aver stimato il valore dell’*Enterprise Value* o dell’*Equity Value*, si applica uno sconto che rettifica in diminuzione i valori stimati, sempre al fine di tener conto delle potenziali perdite che potrebbero scaturire dalla fuoriuscita di una persona-chiave dall’azienda.

L’entità dello sconto dovrà essere valutata nelle specifiche circostanze; essa dipenderà dalle specifiche caratteristiche dell’azienda e, nello specifico, da fattori quali la dimensione e la struttura organizzativa, i mercati di operatività, le caratteristiche di ruolo e di poteri attribuiti al *manager*-chiave. Andranno altresì opportunamente considerate altre circostanze, potenzialmente in grado di impattare sull’entità dello sconto, quali – ad esempio – la presenza di accordi di non concorrenza e l’esistenza di *team* formati da altri *manager* aziendali strettamente legati alla figura-chiave.

3.4 Il *company-size discount*

Il *company-size discount* è un correttivo che viene, in genere, impiegato quale *specific risk adjustment* del tasso di rendimento del capitale proprio, esprimendo lo stesso una maggiorazione, in termini percentuali dello stesso costo del capitale, al fine di intercettare il maggior rischio intrinseco

connesso alla ridotta dimensione aziendale.

La ridotta dimensione aziendale agisce nella direzione di aumentare la percezione di rischio da parte del potenziale investitore, impattando sul valore economico d'azienda "*as a whole*"; tale percezione viene, in termini valutativi, "tradotta" mediante il computo del *size discount* (o, nella prospettiva di determinazione del costo del capitale, quale "premio legato alla dimensione" e, perciò, "*size premium*") (Asness *et al.*, 2018; Alquist *et al.*, 2018; Ciliberti *et al.*, 2019).

Il rischio intercettato dal *size discount* interferisce, in parte, con lo sconto di illiquidità (legato alla ridotta dimensione aziendale) e, in parte, con il c.d. *lack of marketability discount* (che agisce, a livello *equity*, sul grado di negoziabilità dei connessi pacchetti azionari o quote societarie); tale interferenza aumenta, in assenza di analisi accurate, il rischio di *double counting* (Damodaran, 2020).

I Principi Italiani di Valutazione trattano, al par. III.2.4., la problematica della valutazione di imprese di differenti dimensioni, evidenziando che l'aspetto dimensionale può influenzare l'esposizione al rischio sistematico, l'esposizione al rischio specifico (ad esempio, per quanto concerne la qualità della struttura organizzativa, la concentrazione delle clientela o la concentrazione in una o in poche persone dei fattori di successo dell'azienda) e la disponibilità di piani formalizzati e di strutture manageriali o organizzative adeguate. I PIV richiamano la letteratura economico-industriale (che assume l'esistenza di una significativa correlazione tra dimensioni aziendali e potere di mercato), la letteratura finanziaria (che collega il maggior peso di alcuni rischi specifici alle ridotte dimensioni aziendali) e la letteratura professionale (che suggerisce la rettifica del tasso di attualizzazione attingendo alle statistiche relative ai differenziali di rendimento delle *small cap* rispetto alle aziende di più grandi dimensioni).

Nelle prassi più seguite, il *company-size discount* viene computato come un'addizionale del saggio di attualizzazione costruito sui rendimenti attesi, esprimendo il maggior rischio a cui è esposto l'investimento in aziende di più piccole dimensioni, di regola a fronte di una maggiore incertezza del *business*, di una minore influenza competitiva e di maggiori *capital constraint*.

In linea generale, la letteratura presente sull'argomento collega il maggior rischio derivante dalla minore dimensione aziendale, che si tratti di *private* o *public company*, a fattori quali la ridotta influenza sul mercato, il più limitato accesso al capitale di debito e di rischio, il più debole posizionamento competitivo, l'esistenza di criticità manageriali, la bassa *public awareness*,

la presenza di criticità di natura gestionale (come le minori economie di scale, la minore diversificazione, le ridotte sinergie finanziarie o i più contenuti benefici fiscali).

Tra gli approcci misurativi maggiormente utilizzati, vi sono quelli proposti in due recenti studi pubblicati da Morningstar e da Duff & Phelps, finalizzati a ricercare i parametri di *size effect* con cui aggiustare il tasso di attualizzazione (nell'*income approach*) o i multipli di mercato (nel *market approach*).

Nello specifico, in ipotesi di impiego di metodi basati sull'attualizzazione dei flussi di reddito o di cassa, la dimensione viene in genera classificata sulla base di decili che tengono conto di fattori come la capitalizzazione annua media, il *book value*, il numero di dipendenti, il fatturato o l'ammontare dei *total assets*. Così, ad esempio, in corrispondenza del decimo decile dimensionale, l'*adjustment* è del 6,27% per Morningstar e del 5,59% per Duff & Phelps.

Un approccio alternativo consiste nella considerazione del rischio idiosincratico, che integri e completi il rischio sistematico contemplato nel CAPM con un aggiustamento del *beta factor*, per giungere alla configurazione di un *total beta* comprensivo del rischio connesso al fattore dimensionale (Damodaran, 2016).

Nel *Market Approach*, una modalità per apportare aggiustamenti dell'effetto dimensionale è quella di determinare il *P/E* dell'azienda da valutare (di dimensione ridotta) considerando la somma tra il reciproco del tasso di attualizzazione di mercato (che è il *P/E* riferibile a *comparables* quotate) e l'effetto *size* sul rischio (maggiorazione del rischio) e sul *growth rate* (riduzione della crescita attesa).

Ad esempio, ponendo il *P/E* dei *comparables* pari a 9x, un rischio maggiorato del 3% e un *delta* crescita (negativo) dell'1%, il multiplo *P/E size adjusted* passa da 9x a 6,62x.

3.5 Ulteriori tipologie di entity-level discount

Gli sconti trattati nei paragrafi precedenti rientrano in un ampio gruppo di *specific risk adjustment*, quali *environmental liability* e *pending litigation discount*; *concentration of customers discount* e *trapped-in capital gain taxes discount* (*pass-through entity structure adjustment*). Questi correttivi, talvolta, operano in percentuale; talaltra, in valuta monetaria (ovviamente, con segno negativo), sul valore dell'impresa (o della partecipazione).

Volendo ripercorrere gli ulteriori sconti che agiscono a livello *entity*, il correttivo noto come *environmental liability discount* viene computato per considerare gli effetti sul valore dell'impresa scaturenti dai potenziali costi ambientali che dovranno essere sostenuti per assicurare la *compliance* normativa e/o regolamentare rispetto a questioni a carattere ambientale ovvero la necessità di adottare, a causa di richieste sempre più pressanti rivenienti dal contesto competitivo di riferimento, politiche ambientali *green oriented*. L'effetto di questo sconto potrebbe essere considerato tramite l'appostazione, anche in forma di *extra-liability*, di una passività potenziale, come ad esempio un fondo oneri futuri appositamente determinato.

Le fattispecie tipiche legate a obblighi, vincoli e responsabilità ambientale sono rappresentate da (i.) gli adempimenti necessari per conformarsi a leggi e regolamenti in materia ambientale, vigenti o di futura emanazione (si pensi, a titolo di esempio, al trattamento e allo smaltimento di rifiuti, alle emissioni in atmosfera, alla gestione di residui chimici o farmacologici, etc.); (ii.) agli obblighi di bonifica, riparazione, ripristino e risanamento di impianti o processi produttivi inquinanti con effetti sulla falda acquifera, sul terreno, sull'atmosfera; (iii.) le sanzioni, le multe o le possibili conseguenze di carattere amministrativo derivanti da situazioni di non conformità alla normativa in materia ambientale; (iv.) le compensazioni dovute dall'impresa a titolo di ristoro o di risarcimento totale o parziale per danni o esternalità negative provocate a territori, cose o persone in conseguenza di pratiche inquinanti; (v.) le limitazioni rivenienti da misure volte a scoraggiare o a punire le condotte aziendali non corrette, al fine di incentivare comportamenti conformi rispetto a leggi e regolamenti vigenti in materia ambientale.

Il *pending litigation discount* viene determinato nelle circostanze in cui il valore economico dell'impresa è inciso dall'esistenza di cause in corso che potrebbero, in ipotesi di esito negativo, condurre alla manifestazione di costi addizionali o di perdite economiche. Anche in questo caso, prima di procedere al computo di questo correttivo nella stima del valore economico, occorrerà verificare la presenza di eventuali fondi accantonati a copertura, totale o parziale, dei potenziali oneri.

Va aggiunto che il *pending litigation discount* non considera solo i rischi di natura finanziaria (connessi al *cash-out* che potrebbe derivare dal verificarsi del rischio connesso ad un esito sfavorevole dei giudizi in essere), ma valorizza soprattutto i rischi di natura strategica e reputazionale che potrebbero avere ripercussioni negative sull'intero valore aziendale.

Il *concentration of customer discount* è il correttivo, di tipo *entity*, che si

applica nelle situazioni in cui il valore aziendale è fortemente dipendente dal potere contrattuale attribuibile a un cliente (o ad un novero molto ristretto di clienti). In buona sostanza, questo sconto trova fondamento nella significativa incidenza che uno o pochi clienti detengono sul fatturato aziendale, con il rischio che i *driver* del valore siano condizionati da pochi soggetti esterni all'azienda.

Di natura diversa sono i *trapped-in capital gain taxes discount*, ovverosia quei correttivi che si applicano per tenere conto dell'effetto delle passività fiscali potenziali relativi alle plusvalenze non realizzate sugli *asset* aziendali. Tali correttivi, che si applicano in ipotesi di impiego di metodi patrimoniali, misti ovvero basati sul *Net Asset Value*, approssimano la riduzione del valore economico d'azienda scaturente dalle citate passività fiscali potenziali. Ai fini applicativi, il *discount* potrebbe essere computato direttamente sul valore del capitale economico ovvero con riduzione diretta degli *asset* interessati, simulando l'effetto di un'aliquota fiscale piena o forfettaria sui plusvalori latenti.

Un discorso a sé meritano, infine, i *forced sale discount* che vengono computati nelle situazioni di vendite forzate di complessi aziendali nell'ambito di procedure concorsuali (Eckbo e Thorburn, 2008, 2009).

Non si tratta, invero, di una fattispecie ricorrente nel contesto valutativo domestico, considerato che – in genere – sono ceduti, tramite il meccanismo delle aste fallimentari, singoli immobili o beni (anche immateriali). Le evidenze sulla magnitudo di questi sconti, rivenienti da una recente ricerca empirica (Gonnella e Talarico, 2021), indicano una misura media ricompresa in un *range* tra il 21% e il 60% circa, come *proxy* tra il valore stimato, assunto a prezzo-base d'asta del primo tentativo di vendita, e l'effettivo prezzo di vendita, con un andamento crescente dello sconto all'aumentare del numero di esperimenti di vendita.

In letteratura, lo sconto in argomento, pur con accezioni lievemente diverse, viene definito anche *bankruptcy discount* (Lewis, 2009) o *fire sale discount* (Dinc, Erel e Liao, 2017).

4. Conclusioni

Gli *entity-level discount* agiscono sul valore complessivo del capitale economico d'azienda, inteso nella sua interezza ("*as a whole*"), andando a intercettare fattori di rischio ultranei rispetto a quelli determinati con i tradizionali modelli di stima del costo del capitale, come il CAPM o il *build-up approach*, che hanno impatto trasversale sul valore, colpendo

equanimente tutti i soggetti proprietari.

Tali correttivi prescindono dalla circostanza che la partecipazione sia di maggioranza o di controllo e dalle caratteristiche specifiche del pacchetto azionario o delle quote societarie. In genere, essi trovano applicazione mediante una maggiorazione del tasso di attualizzazione dei risultati attesi rispetto al costo del capitale, per catturare fattori di rischio come la dipendenza di un *manager*-chiave, la ridotta dimensione, l'eccessiva diversificazione del business senza vantaggi di tipo sinergico, l'assorbimento di cassa dell'attività svolta, del ciclo di vita in cui la società si trova o, ancora, di una carenza di negoziabilità dovuta a situazioni che hanno impatto sistemico per l'esistenza di particolari clausole o di specifiche circostanze in grado di incidere sull'intero valore aziendale (a prescindere dalle quote di capitale che lo rappresentano).

I contributi dottrinali esistenti non consentono di avere un *track record* affidabile di evidenze empiriche sulla magnitudo delle varie tipologie di sconti che agiscono a livello *entity*, rimettendo all'attenzione e al rigore del valutatore l'opportunità di vagliare, caso per caso, le condizioni di applicabilità di uno o più *company-level discount*, nonché la misura della loro determinazione. L'esperienza e l'atteggiamento critico (*professional skepticism*) che guidano l'operato del valutatore consentiranno di applicare detti sconti in modo razionale e coerente, evitando il rischio di *overlapping* o di *double counting*.

Bibliografia

- ABBOTT A., (2009), *Discount for Lack of Liquidity: Understanding and Interpreting Option Models*, Business Valuation Review, 28(3), 144-148.
- ABRAMS J.B., (1994), *Discounts for Lack of Marketability: A Theoretical Model*, Business Valuation Review.
- A.S.A., (2008), *Business Valuation Standards*, Business Valuation Committee American Society of Appraisers.
- ASNESS C.S., ISRAEL R., MOSKOWITZ T.J., (2018), *Fact, Fiction, and the Size Effect*, The Journal of Portfolio Management, 45(1), 3-30.

- ASNESS C.S., FRAZZINI A., ISRAEL R., MOSKOWITZ T.J., PEDERSEN L.H., (2018), *Size Matters. If You Control Your Junk*, Journal of Financial Economics, 129(3), 479–509.
- BEBCHUK L.A., (1989), *Takeover Bids Below the Expected Value of Minority Shares*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 24(2), 171-184.
- CILIBERTI S., SÉRIÉ E., SIMON G., LEMPERIERE Y., (2017), *The 'Size Premium' in Equity Markets: Where Is the Risk?*, Available at SSRN.
- CIRILLO A., (2017), *Lack of control. Problematiche valutative ed evidenze empiriche*, Cedam, Padova.
- COMMENT R., (2012), *Revisiting the Illiquidity Discount for Private Companies: A New (and “Skeptical”) Restricted-Stock Study*, Journal of Applied Corporate Finance, 24(1), 80-91.
- DAMODARAN A., (2006), *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*, Stern School of Business, New York.
- DAMODARAN A., (2011), *The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials*. SSRN Electronic Journal, June, 1–60.
- DINC S., EREL I., LIAO R., (2017), *Fire sale discount: evidence from the sale of minority equity stakes*, Journal of Financial Economics, 125, 475-490.
- ECKBO B.E., THORBURN K.S., (2008), *Automatic bankruptcy auctions and fire-sales*, Journal of Financial Economics, 89, 404-422.
- EMORY SR J.D., (1985), *The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings (IPO) of Common Stock - January 1980 through June 1981*, Business Valuation Review, 16(3), 114-116.
- EMORY SR J.D., (2002), *Discounts for Lack of Marketability, Emory Pre-IPO Discount Studies 1980–2000*, Business Valuation Review, 21(4), 190-191.
- GONNELLA E., TALARICO L., (2021), *Lo “sconto per vendita forzata” nella cessione di aziende in ambito fallimentare: prime riflessioni*, in ROMANO M. (a cura di), (2021), *Premi e sconti nella valutazione delle aziende*, Giuffrè, Milano.

- GUATRI L. BINI M., (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea.
- HADLOCK C.J., RYNGAERT M., THOMAS S., (2001), *Corporate structure and equity offerings: are there benefits to diversification?*, The Journal of Business, 74(4), 613-635.
- LAMONT O. A., POLK C., (2001), *The diversification discount: Cash flows versus returns*, The Journal of Finance, 56(5):1693–1721.
- LARSON J.A., WRIGHT J.P. (2001), *Key Person Discount in Small Firms: Evidence from the 1990s*, Business Valuation Review, 8–14.
- LEWIS C.M., (2009), *Firm-Specific Estimates of the Ex Ante Bankruptcy Discount*, April, available at SSRN.
- LINCIANO N., (2002), *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, Quaderni di Finanza – Consob, 53.
- LODERER C., ROTH L., (2005), *The pricing discount for limited liquidity: evidence from SWX Swiss Exchange and the Nasdaq*, Journal of Empirical Finance, 12(2), 239-268.
- LONGSTAFF F.A., (1995), *How much can marketability affect security values?*, The Journal of Finance, 50(5), 1767-1774.
- MASSARI M., (1991), *La formazione dei prezzi dei capitali aziendali nel mercato del controllo*, Finanza, Marketing e Produzione, (2).
- MASSARI M., ZANETTI L., (2008), *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano.
- MERCER C.Z., (1994), *Should Marketability Discount be Applied to Controlling Interests of Private Companies?*, Business Valuation Review.
- MERCER C.Z., (1997), *Quantifying marketability discounts: Developing and supporting marketability discounts in the appraisal of closely held business interests*, Peabody, Chicago.
- MERCER Z.C., (2001), *Quantifying marketability discounts: Developing and supporting marketability discounts in the appraisal of closely held business interests*, Peabody, Chicago.

- NENOVA T., (2003), *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: a Cross-Country Analysis*, Journal of Financial Economics, 68(3), 325-351.
- O.I.V., (2015), *Principi Italiani di Valutazione*, Egea.
- ONESTI T., (2002), *Sconti di minoranza e sconti di liquidità. Ridotti poteri e mancanza di mercato nella valutazione delle partecipazioni*, Cedam.
- PRATT S.P., (2009), *Business Valuation Discounts and Premiums*, John Wiley and Sons.
- PRATT S.P., REILLY R.F., SCHWEIHS R.P., (1997), *Valuing Business: the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwing Professional, New York.
- ROMANO M., (2008), *Dinamica del valore e aspetti di corporate governance negli squeeze-out delle minoranze azionarie*, Giappichelli, Torino.
- ROMANO M., CIRILLO A., (2015), *Lo sconto per ridotti poteri: framework teorico e profili applicativi*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 7/9.
- ROMANO M. (a cura di), (2021), *Premi e sconti nella valutazione delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- SILBER W.L., (1991), *Discounts on restricted stock: The impact of illiquidity on stock prices*, Financial Analysts Journal, 47(4), 60-64.
- STIROH K. J., RUMBLE A., (2006), *The dark side of diversification: The case of US financial holding companies*, Journal of Banking and Finance, 30(8):2131–2161.
- TALIENTO M., CORVINO A., NETTI A., (2021), *Gli sconti in ottica entity*, in ROMANO M. (a cura di), (2021), *Premi e sconti nella valutazione delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., (2005), *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino.
- ZINGALES L., (1994), *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, Review of Financial Studies, 7(1), 125-148.

ZINGALES L., (1995), *What Determines the Value of Corporate Votes?*,
Quarterly Journal of Economics, 110(4), 1047-1073.