

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 36 – Febbraio 2026

Holding discount: quando applicarlo?

Le holding finanziarie quotate presentano spesso una capitalizzazione di borsa significativamente inferiore al *Net Asset Value* (NAV), ossia alla somma del valore degli attivi in portafoglio al netto dei debiti finanziari. Questa differenza è nota con il termine “*holding discount*”. Sulla base di questa evidenza, quando si è chiamati a valutare le azioni di una holding non quotata è legittimo chiedersi se debba essere applicato uno sconto al NAV oppure se lo sconto riguardi solo le holding quotate. Posto in altri termini, il problema riguarda il fatto se le azioni di una holding possano essere valutate in trasparenza sulla base del valore delle partecipate e delle attività detenute oppure se occorra applicare uno sconto. Per rispondere a questa domanda, bisogna identificare le cause dell’*holding discount*.

Sono identificabili cinque categorie principali di cause: l’assenza di beneficio di diversificazione; il bilanciamento tra costi e benefici della struttura, la stima del NAV, le inefficienze del mercato dei capitali e, infine, l’estrazione di benefici privati del controllo.

Per comprendere appieno come queste cause possono alimentare lo sconto, è fondamentale distinguere tra fattori “non divergenti” e fattori “divergenti”. I fattori non divergenti influenzano il valore della holding ed il valore degli attivi sottostanti nello stesso modo (ad esempio, una cattiva gestione delle partecipate diminuisce tanto il valore delle partecipate quanto quello della holding); questi fattori non possono spiegare lo sconto in quanto di essi si tiene già conto nella stima del NAV. Solo i fattori divergenti, che hanno un impatto diverso sul portafoglio di attività detenute dalla holding e sulla holding stessa, possono causare una differenza tra il valore della holding ed il suo NAV.

L’assenza del beneficio di diversificazione

Quando si è di fronte ad una holding multi-business (che detiene una pluralità di partecipazioni e di *asset* che svolgono attività non correlate fra loro) lo sconto trae origine dal fatto che il portafoglio di attività detenuto dalla holding non rappresenta il portafoglio ideale per gli investitori. Una metafora permette di comprendere questo effetto. Il costo al chilo di una busta di caramelle di gusti assortiti è inferiore rispetto al costo di una confezione di caramelle di un unico gusto, per la semplice ragione che l’acquirente sa di poter trovare nella busta assortita caramelle che non apprezzerà. Analogamente gli investitori preferiscono investire in *pure player* (società che si dedicano ad un business specifico) piuttosto che in una holding che detiene un portafoglio di attività diversificate, perché acquistando azioni di *pure player* gli investitori possono assortire il portafoglio come preferiscono, senza dover acquistare un portafoglio già confezionato dalla holding. Poiché per l’investitore diversificare il portafoglio non ha costi, la diversificazione offerta dalla holding multi-business non costituisce un beneficio, ma una costrizione.

Benefici e Costi della Struttura Holding

Una holding può creare o distruggere valore per i suoi azionisti. Se i costi divergenti superano i benefici divergenti, la holding distrugge valore, giustificando lo sconto.

A differenza dei fondi comuni chiusi (*closed-end funds*), che sono investitori passivi, le holding agiscono spesso come investitori attivi. Esse monitorano attivamente il management delle società partecipate, creando valore attraverso una supervisione più efficace rispetto a quella

dei piccoli investitori individuali. Inoltre, le holding possono fornire servizi e coordinamento alle società del gruppo e favorire lo sfruttamento di sinergie.

Tuttavia, la struttura della holding comporta anche costi specifici. I costi di holding (costi operativi generali, costi di monitoraggio, ecc.) debbono essere valutati separatamente ed in quanto costi debbono essere attualizzati ad un tasso allineato al costo del debito. Altri costi includono la possibile cattiva allocazione del capitale fra le partecipate, quando ad esempio le risorse generate dalle partecipate migliori sono destinate a iniziative con performance più deboli. Il mercato interno dei capitali può non rispondere a logiche di pura razionalità economica. Alcuni business finiscono per sovvenzionarne altri, non meritevoli.

Stima del Net Asset Value (NAV)

Una terza spiegazione dello sconto non risiede in una sottovalutazione della holding, ma in una sovrastima del NAV stesso. Il NAV è calcolato sottraendo dal valore degli *asset* il debito finanziario della holding. Tuttavia, se la holding dovesse liquidare gli attivi, il valore che ne ricaverebbe potrebbe essere inferiore rispetto al valore stimato ai fini del NAV, semplicemente perché alcune attività sono illiquide. Pertanto, lo sconto potrebbe riflettere semplicemente l'illiquidità degli attivi sottostanti di cui non si è tenuto conto nella stima del NAV.

Naturalmente può accadere anche il contrario, quando ad esempio la holding è al vertice di una struttura piramidale di gruppo che consente di controllare le società partecipate con percentuali di capitale ridotte e nella stima del valore delle partecipazioni non si è tenuto conto di tale beneficio.

Inefficienze del Mercato dei Capitali

La quarta spiegazione riguarda strettamente le holding quotate ed attiene al fatto che il prezzo di mercato delle azioni della holding può deviare dal loro valore fondamentale.

In un mercato efficiente, gli investitori razionali dovrebbero intervenire con strategie di arbitraggio per chiudere questo divario. Tuttavia, replicare il portafoglio della holding o vendere allo scoperto gli asset sottostanti può essere costoso o impossibile, specialmente quando molti asset della holding non sono quotati o non vendibili allo scoperto.

Benefici Privati del Controllo

L'ultima, e forse più complessa, spiegazione riguarda l'estrazione di benefici privati del controllo e l'assenza di una gestione orientata alla generazione di valore per tutti gli azionisti. Il disallineamento fra obiettivi del soggetto che detiene il controllo della holding e degli azionisti di minoranza della stessa è una delle principali cause dello sconto di holding.

Conclusione

L'*holding discount* non è riconducibile a una singola causa, ma è il risultato di una complessa interazione di fattori "divergenti". Nel valutare se è appropriato applicare un *holding discount* è necessario innanzitutto comprendere quale tipo di holding si stia valutando (mono-business, multi-business, al vertice di una struttura piramidale, ecc.). Secondariamente occorre chiedersi quale sia l'oggetto della valutazione: se oggetto di valutazione è il pacchetto di controllo della holding, molti dei fattori divergenti possono essere rimossi senza costi dal nuovo soggetto di controllo e non devono essere considerati. Se invece oggetto di valutazione è una partecipazione di minoranza, occorre considerare tutti i fattori divergenti. Un caso particolare riguarda le valutazioni a fini di recesso. A questo riguardo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) chiariscono che l'*holding discount* deve essere sempre considerato. Il commento al PIV IV.6.1. in merito al valore di recesso, infatti, recita: "*Sono (...) da considerare quegli sconti che si applicano all'impresa nel suo complesso (entity level discount), quali ad*

esempio gli sconti sul NAV (Net Asset Value) nel caso di società finanziarie di partecipazione o delle società immobiliari, gli sconti per la dipendenza da persone chiave (key person discount), gli holding discount ed eventualmente, nei casi di business che assorbono cassa e richiedono futuri finanziamenti, gli sconti per mancanza di liquidità". Applicare l'holding discount non significa tuttavia applicare una percentuale forfetaria al NAV (comunque stimato), quanto piuttosto ripercorrere le possibili cause dell'holding discount e apprezzarle analiticamente. Infatti, il commento al PIV I.18.1 recita: "L'applicazione di premi e di sconti medi calcolati sulla base d'informazione pubblica relativa a significativi campioni di transazioni della stessa specie non è appropriata senza un'analisi delle caratteristiche dell'oggetto della valutazione".

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle proprie 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 del non avvalersi di un team altamente esperto!

MODULO DI ISCRIZIONE ALLA NEWSLETTER

Per ricevere direttamente la newsletter mensile "Idee di Valore" e altre informazioni riguardanti il mondo delle valutazioni potete registrarvi al seguente link

<https://mailchi.mp/acb-valutazioni/iscriviti>