



Economia Aziendale Online

Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences
International Quarterly Review

La valutazione dei gruppi con particolare
riferimento ai gruppi diversificati

Roberto Maglio
Andrea Rey
Fabiana Roberto

Pavia, Febbraio 2020
Vol. 10 - N. 4/2019

www.ea2000.it
www.economiaaziendale.it



PaviaUniversityPress

Electronic ISSN 2038-5498
Reg. Trib. Pavia n. 685/2007 R.S.P.

La valutazione dei gruppi con particolare riferimento ai gruppi diversificati

Roberto Maglio¹

Andrea Rey²

Fabiana Roberto³

¹ Full Professor

² Research Fellow

³ PhD Student

Department of Economics,
Management, Institutions
University of Naples
"Federico II"

Corresponding Author:

Roberto Maglio
University of Naples Federico
II, Via Cinthia 26, 80126
Naples, Italy
maglio@unina.it

Cite as:

Maglio R., Rey, A., Roberto F. (2019). La valutazione dei gruppi con particolare riferimento ai gruppi diversificati. *Economia Aziendale Online*, 10(4), 627-643.

Section: *Refereed*

Received: 19 November 2018

Published: 01 February 2020

ABSTRACT

Il gruppo aziendale rappresenta una delle forme più formalizzate di aggregazione tra aziende, costituito da un insieme di società giuridicamente distinte ma controllate dal medesimo soggetto economico, ovvero la capogruppo. La valutazione del capitale economico dei gruppi, dunque, deve prendere in considerazione l'entità delle economie che caratterizzano il gruppo. L'obiettivo del presente lavoro è analizzare il tema della stima del valore economico dei gruppi, sottolineandone le problematiche e le diverse tecniche impiegabili dai professionisti, nonché i pregi e i limiti di ciascun metodo.

The corporate group is one of the most common form of aggregation between companies, consisting of a collection of companies that are legally distinct but controlled by the same economic entity, i.e. the holding company. Therefore, the evaluation of the economic capital of the groups has to take into consideration the size of the economies that characterize the group. The aim of this work is to analyze the issue of estimating the economic value of groups, highlighting the problems and different techniques that practitioners can use, as well as the pros and cons of each method.

Keywords: Valore Economico del capitale, Gruppi di imprese, Bilancio consolidato, Aziende di Gruppo, Sum of Parts, Transazioni Infragruppo

1 – Introduzione

Lo sviluppo dei sistemi economici da sempre è stato caratterizzato da relazioni, collaborazioni ed aggregazioni tra aziende più o meno formalizzate che possono condurre anche alla costituzione di gruppi di società. In particolare, il gruppo aziendale rappresenta una delle forme più avanzate e formalizzate di aggregazione tra aziende in cui, alla permanenza di soggetti giuridici differenti si contrappone un unico soggetto economico che governa il complesso per la realizzazione del fine unitario del soggetto economico.

Il gruppo aziendale è quindi, in questa prospettiva, costituito da un insieme di società giuridicamente distinte, controllate dal medesimo soggetto economico in virtù di un legame partecipativo (Azzini, 1968; Cassandro, 1965; Sarcone, 1999; Zattoni, 2000). In una visione più allargata, potrebbero comprendersi nel gruppo anche società in cui il

controllo è esercitato dal medesimo soggetto economico in ragione di elementi sostanziali e non formali (ad esempio due società non legate da rapporti di partecipazione ma appartenenti ad uno stesso nucleo familiare).

Accogliendo tale definizione, si evidenzia che in un gruppo societario le diverse unità componenti un gruppo devono avere una propria soggettività giuridica; diversamente non si può parlare di gruppo ma di azienda divisa funzionalmente e territorialmente in varie sezioni, ovvero di azienda *multibusiness/multinational*. Ma assimilare l'azienda *multidivisionale* ai gruppi aziendali, significa trascurare l'importanza che merita la distinzione dei soggetti giuridici e la separazione dei patrimoni, dei redditi e degli organici di personale. Tale soggettività giuridica autonoma si può ritenere soddisfatta quando le singole unità sono costituite in forma di società di capitali ovvero di persone.

I giudizi di convenienza economica in ciascuna delle aziende appartenenti ad un gruppo trovano il proprio riferimento non (solo) nell'azienda stessa, ma principalmente con riferimento a chi controlla il gruppo stesso.

Pertanto, la valutazione del capitale economico dei gruppi deve prendere in considerazione l'entità e la qualità delle economie o diseconomie che caratterizzano il gruppo.

È importante premettere che la stima del capitale economico di un gruppo di imprese viene eseguita nell'ottica della società capogruppo (ossia come se fosse ceduta tale società con le sue partecipazioni), mentre viene esclusa la quota di capitale economico del gruppo di pertinenza degli azionisti di minoranza.

Obiettivo del presente contributo è, dunque, analizzare il tema della stima del valore economico di gruppi, sottolineandone le problematiche ed illustrando le diverse tecniche impiegabili (metodo sintetico fondato sul bilancio consolidato, analitico fondato sui bilanci delle singole società ovvero per somma delle parti) ed i pregi e difetti di ciascuna tecnica.

Pertanto, la sezione 2 illustra il *background* teorico, illustrando le diverse tipologie di gruppi ed evidenziando il ruolo della *holding* nel processo di valutazione. La sezione 3 propone in dettaglio una classificazione di alcuni dei modelli di valutazione dei gruppi, tra cui quello che la prassi maggiormente condivide, cioè il *Sum of Parts*. Le conclusioni sono tratte e discusse nella sezione finale 4.

2 – Background Teorico

2.1 – Le diverse tipologie di gruppi

Sulla base della natura dei legami esistenti tra le diverse unità del gruppo si distingue generalmente tra gruppi economici, finanziari e misti¹.

I gruppi *economici* si caratterizzano per i forti legami di natura produttiva che legano le varie aziende che ve ne fanno parte. Esempi rappresentativi di questo raggruppamento possono essere i gruppi integrati in senso verticale e quelli integrati in senso orizzontale. Mentre nel primo caso, siamo di fronte ad aziende strutturate a gruppo in cui le diverse unità operano nelle successive fasi di un medesimo ciclo produttivo, nel secondo le varie unità realizzano prodotti o servizi simili nell'ambito del medesimo settore di attività. Nei gruppi

¹ Si vedano per tutti: Andrei (1994); Brunetti (1997); Cinque (2000); Zattoni (2000).

integrati in senso verticale si manifesta, comprensibilmente, un costante flusso di scambi aventi per oggetto semilavorati al fine di consentire la realizzazione del ciclo produttivo.

Questo non avviene, generalmente, nei gruppi integrati in senso orizzontale in cui un flusso di scambi si può comunque generare tra le unità preposte all'offerta di servizi comuni (quali ad esempio i processi di ricerca e sviluppo, la commercializzazione e la distribuzione dei prodotti) e le altre unità del gruppo.

Proprio questi intensi rapporti - di natura commerciale, produttiva, organizzativa, logistica - sono alla base delle sinergie che all'interno del gruppo si sviluppano e dalle quali dipende la sua economicità. Le sinergie si distinguono solitamente in sinergie di mercato, operative, finanziarie e fiscali. Generalmente, nei gruppi economici la *holding* capogruppo svolge anche un'attività operativa, oltre a detenere le partecipazioni nelle altre società.

I gruppi *finanziari* sono costituiti da aziende unite tra loro unicamente da legami di natura finanziaria. La *holding* svolge unicamente l'attività di direzione e controllo delle società controllate senza realizzare alcuna attività operativa. Nei gruppi finanziari, infatti, le connessioni di carattere operativo tra le diverse aziende sono scarse (se non del tutto inesistenti) e sono sostituite da relazioni principalmente di carattere finanziario. Inoltre, la *holding* nello svolgere il suo ruolo di coordinamento e di indirizzo strategico dell'intero gruppo è solita accentrare alcuni servizi a vantaggio di tutte le aziende; la funzione di coordinamento e di indirizzo strategico dell'intero complesso in capo alla *holding* consente di ritenere rispettata la definizione di gruppo in ottica economico-aziendale.

Le *holding* di un gruppo finanziario, infatti, si differenziano dalle società finanziarie che acquistano e vendono pacchetti azionari (anche di controllo) proprio in ragione della funzione di coordinamento che esse svolgono.

I gruppi misti presentano caratteristiche comuni ai gruppi economici ed ai gruppi finanziari. Pertanto essi comprendono al proprio interno aziende collegate tra loro sulla base di relazioni sia di natura operativa, sia solo finanziaria. Appartengono a questa famiglia i gruppi che sfruttano per il tramite di società finanziarie la leva azionaria per controllare un gruppo economico ovvero i gruppi economici che, oltre all'attività industriale principale, sviluppano una diversificazione finanziaria.

Per quanto detto, è evidente che il valore del capitale economico dei gruppi si caratterizza per la presenza di sinergie che si sviluppano tra le aziende che ve ne fanno parte. In tal senso il *surplus* di valore generato dal gruppo rispetto alla somma del valore in capo alle singole aziende che ne fanno parte è funzione delle sinergie che tra queste si sviluppano in ragione delle relazioni di carattere strategico, operativo e finanziario. In assenza di dette sinergie, dunque, il valore del gruppo non è altro che la semplice somma del valore delle singole aziende atomisticamente considerate.

2.2 – Il Ruolo della Holding nella valutazione

Nell'affrontare il tema della valutazione del capitale economico dei gruppi, occorre innanzitutto definire quale sia l'oggetto di stima. Quando il processo di valutazione è finalizzato alla determinazione del capitale economico di un gruppo aziendale, oggetto di stima è il valore economico di quella parte del capitale del gruppo attribuibile alla *holding*. Ciò in quanto oggetto di un'ipotetica negoziazione è la società capogruppo che ha il controllo, attraverso le proprie partecipazioni, dell'intero gruppo.

Quanto appena affermato non equivale, però, ad identificare il gruppo con la società capogruppo, che è pur sempre soltanto una parte dello stesso, ma sottolinea come attraverso la cessione della *holding* di fatto possa essere trasferito il controllo dell'intero gruppo.

Graham Jr. e Lefanowicz (1997) hanno sottolineato come il valore di mercato della società *holding* corrisponda alla somma del valore di mercato dei propri *assets*, compreso il valore di mercato delle quote di partecipazioni nelle società da essa controllate. Tuttavia, in letteratura è stato mostrato come esistano dei casi in cui il valore di mercato della *holding* risultava essere inferiore al valore di mercato della sua controllata quotata in borsa, dando vita a quello che la prassi definisce *holding discount*, cioè uno sconto che misura i costi di struttura sostenuti a livello *corporate*: quest'ultimi riducono il valore delle attività operative di gruppo, ottenuto dalla sommatoria dei singoli business. Cornell e Liu (2001) hanno provato a spiegare i motivi che sottostanno la nascita di questa differenza di valore, sottolineando che l'unica motivazione è ricollegabile al fatto che il mercato è inefficiente e che la società controllata è sopravvalutata a causa di vincoli legati alle posizioni *short* degli investitori (Cornell & Liu, 2001).

Nel corso del tempo, accademici e *practitioners* hanno sviluppato diverse tecniche di valutazione applicabili ai gruppi d'azienda. Ad ognuna di queste tecniche possono essere applicati i metodi di valutazione che vengono solitamente utilizzati per stimare il capitale economico delle aziende: il metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di reddito o di cassa, il metodo patrimoniale, il metodo misto patrimoniale-reddituale, il metodo dei multipli di mercato e via dicendo.

Naturalmente, l'estensione dei classici metodi di valutazione d'azienda al gruppo può incontrare delle difficoltà qualora si riscontri una diffusa variabilità della composizione del gruppo. Nel caso di un gruppo che tenda a modificare con una certa frequenza la composizione delle aziende che lo costituiscono, risulta particolarmente arduo, infatti, identificare una stabile e duratura potenzialità di *performance* del gruppo.

3 – Risultati: Metodi di Valutazione dei Gruppi

In questa sezione, si propone in dettaglio una categorizzazione di alcuni dei modelli di valutazione dei gruppi. In particolare, vengono approfonditi quattro modelli di valutazione: (I) la valutazione dei gruppi fondata sul bilancio consolidato in assenza di azionisti di minoranza, (II) Valutazione dei gruppi fondata sul bilancio consolidato in presenza di azionisti di minoranza, (III) la valutazione dei gruppi fondata sui bilanci individuali e (IV) la valutazione dei gruppi attraverso il metodo *Sum of Parts*.

3.1 – Valutazione dei gruppi fondata sul bilancio consolidato in assenza di azionisti di minoranza.

La tecnica di valutazione fondata sui documenti consolidati (o tecnica sintetica) impiega dati e informazioni provenienti dagli strumenti informativi che danno una rappresentazione unitaria del gruppo, utilizzando, in particolare, le grandezze che trovano espressione nel *bilancio consolidato*. Tale tecnica (anche detta sintetica) ha quindi evidentemente trovato maggiore diffusione in quei paesi in cui è presente una legislazione che regola ed impone la redazione del bilancio consolidato (almeno per specifiche tipologie di gruppi aziendali o al superamento di certe soglie dimensionali).

In linea generale, la tecnica sintetica è maggiormente indicata per la determinazione del valore dei gruppi che vengono definiti *economici*; più precisamente, tale tecnica conduce a valutazioni soddisfacenti quando le società del gruppo sono integrate, operano in settori economici ed aree geografiche omogenee e non sia particolarmente significativo il peso delle minoranze azionarie². Nel caso in cui, invece, una parte del capitale delle società controllate sia posseduto dalle minoranze, si prospettano problematiche legate al fatto che il patrimonio e i flussi di reddito e di cassa spettanti alla capogruppo saranno solo una parte e non la totalità di quelli realizzati dal gruppo nel suo complesso.

È evidente che nel caso in cui la *holding* detenga il controllo totalitario delle partecipate e quindi vi sia coincidenza tra il patrimonio netto del gruppo e quello della capogruppo (in questo caso la leva azionaria, ossia il rapporto tra le anzidette grandezze è pari ad 1) il bilancio consolidato è strumento efficace per attingere alle grandezze necessarie per applicare i metodi più noti per la stima del capitale economico. Il principale vantaggio connesso a questa tecnica valutativa risiede nella semplicità e nella relativa snellezza del processo di valutazione che presuppone come fonte informativa basilare il solo bilancio consolidato (e gli eventuali *budgets*) di gruppo. Ciò avviene perché la stima del valore del gruppo viene realizzata prescindendo dall'analisi dei bilanci delle singole società partecipate.

In assenza di azionisti di minoranza, l'uso del bilancio consolidato come strumento di base per la determinazione del valore del gruppo è spiegabile in quanto tale documento già comprende una stima delle sinergie di gruppo (ovvero dei benefici di vario tipo, dei quali si avvale l'intero gruppo, che si generano dall'aggregazione di sistemi aziendali differenti) ed esclude, viceversa, gli effetti delle operazioni infra-gruppo, ossia di quelle operazioni che intercorrono tra aziende facenti parte del gruppo e che producono effetti economici, finanziari e patrimoniali che sono soltanto interni al gruppo.

Se si volesse, ad esempio, utilizzare il *metodo reddituale* per la stima del valore economico del gruppo occorrerebbe rapportare il reddito medio normale di gruppo al tasso di attualizzazione del reddito determinato con riferimento al gruppo nel suo complesso, secondo la nota formula:

$$W = \frac{R}{i}$$

Essendo tale misura di reddito derivata dal bilancio consolidato, sono stati già eliminati gli effetti delle operazioni *intercompany* (vantaggio che si perde, invece, nella cd. tecnica analitica).

Poiché il reddito in questione è derivato dal bilancio consolidato, vi è la necessità di eliminare dal reddito consolidato le quote di ammortamento sulle differenze di consolidamento che si generano in presenza di una differenza tra il costo sostenuto per l'acquisto della partecipazione da parte della controllante e la relativa quota di patrimonio netto della controllata; pertanto, ai fini del processo di normalizzazione del reddito, appare corretto aggiungere ai redditi storici il valore delle quote di ammortamento relative a tali differenze per evitare di sottostimare la capacità reddituale passata del gruppo aziendale.

² L'abrogazione della possibilità di escludere dall'area di consolidamento le controllate che svolgono un'attività dissimile, apportata con il D.Lgs. 32/2007 per i soggetti OIC *adapter* (in linea con quanto già prevedevano gli IAS/IFRS), rende più difficoltoso il metodo basato sul bilancio consolidato qualora questo includa controllate che svolgano attività marcatamente dissimile (ad esempio società finanziaria in un gruppo industriale).

Altro aspetto su cui porre particolare attenzione è quello della stabilità della struttura del gruppo. La capacità reddituale del gruppo deve essere, infatti, espressione di una potenzialità riferibile alla struttura attuale; in presenza di una spiccata mobilità delle partecipazioni che costituiscono il gruppo, occorre riferirsi, per l'individuazione del reddito medio normale di gruppo, ai soli anni in cui la struttura di gruppo era analoga a quella attuale. Se vi sono frequenti cambiamenti nelle aziende del gruppo, i flussi di reddito (come pure i flussi di cassa ed il patrimonio) subiscono delle variazioni non attribuibili a motivi interni, ma conseguenti a decisioni della *holding* che comportano l'ingresso o l'uscita di imprese dal gruppo.

Analogamente il valutatore dovrà chiedersi se la struttura attuale è destinata a subire mutamenti in futuro. Per tale motivo, si ribadisce che la valutazione basata sui dati del consolidato è da preferirsi in presenza di una coesione del gruppo e dell'esistenza di un legame operativo (e non solo finanziario) tra le aziende del gruppo che tende ad agevolare la stabilità della struttura delle partecipazioni.

Anche per quanto riguarda il *tasso* di attualizzazione va notato che la sua definizione è relativamente agevole nell'ipotesi in cui le società del gruppo operino in aree geografiche e settori di attività omogenei, in quanto sia la componente *risk free* che quella *risk premium* delle varie partecipate assumono valori simili, se non analoghi.

Pertanto, secondo un approccio noto, si può fare riferimento al seguente approccio:

$$i = rf + rp$$

dove:

i = tasso di attualizzazione

rf = *risk free rate* di gruppo

rp = *risk premium* di gruppo

Nel caso invece di debole omogeneità tra le singole entità del gruppo, il procedimento di stima del tasso di attualizzazione si complica, non potendosi calcolare direttamente un tasso riferibile all'intero gruppo. Infatti, si potrebbe riscontrare la presenza di società del gruppo operanti in paesi differenti per cui non sarebbe possibile stimare un *risk free rate* unico per tutte le società del gruppo, non essendo, ad esempio, i rendimenti dei titoli di stato di diversi paesi assimilabili³. Per il calcolo di rp , invece, è lo svolgimento da parte delle varie società di attività fortemente differenziate o comunque il verificarsi di condizioni che generano profili di rischio notevolmente disomogenei tra le singole entità dell'aggregazione ad impedire la stima di un parametro unico di gruppo.

Per far fronte a queste difficoltà, la dottrina propone di realizzare una media ponderata (con pesi pari al rapporto tra valore economico della partecipazione e valore economico del gruppo) tra i tassi di attualizzazione delle singole imprese (ognuno dei quali esprime un differente profilo di rischio); in caso di indisponibilità del valore economico del capitale di ciascuna delle partecipate. La media ponderata può essere calcolata con riferimento ai valori di bilancio delle varie partecipate (con un certo grado di approssimazione legato alla necessità di non rendere troppo complesso il processo di stima). Alternativamente, si potrebbe pensare di non seguire un approccio rigidamente matematico nella stima del tasso di attualizzazione sul presupposto che il rischio complessivo del gruppo potrebbe, in certi casi, essere inferiore

³ Non semplice è la stima del costo del capitale per le società che hanno sede legale in un paese e operano (anche) in altri paesi: su questa problematica, sintetizzata come "Incorporation versus Operations", si veda Damodaran (2009).

ovvero superiore (rispetto a quello delle singole società) in ragione dell'esistenza stessa della struttura di gruppo.

In caso di valutazione con metodo patrimoniale fondata sui dati del consolidato, occorre eliminare, per evitare eventuali duplicazioni di valori, le differenze di consolidamento iscritte nel consolidato.

Se, invece, si vuol fare ricorso al metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill*, occorre eliminare dal patrimonio le differenze di consolidamento iscritte nel consolidato e dal flusso di reddito gli ammortamenti su tali differenze.

Infine, si fa presente che il metodo dei multipli potrebbe essere applicato ai dati desunti derivati dal bilancio consolidato solo in presenza di affinità dell'attività svolta tra le varie società del gruppo, essendo altrimenti alquanto difficile individuare gruppi con profili simili rispetto al gruppo da valutare.

3.2 – Valutazione dei gruppi fondata sul bilancio consolidato in presenza di azionisti di minoranza.

Nel caso in cui la capogruppo non possieda partecipazioni totalitarie nelle partecipate, e, quindi, in queste ultime siano presenti degli azionisti di minoranza, occorre tenere presente che il processo di stima avrà come obiettivo quello di determinare il capitale economico della quota di patrimonio netto del gruppo posseduta dalla società controllante.

In presenza di azionisti di minoranza un bilancio realizzato seguendo la logica del consolidamento integrale non è pienamente idoneo a scopi valutativi, proprio perché esprime in maniera indistinta le due principali grandezze di sintesi ovvero l'utile e il capitale di gruppo, non facendo distinzione tra la quota posseduta dalla società madre e la quota di pertinenza degli azionisti di minoranza.

Il flusso reddituale, ad esempio, sarà espressione di un flusso globale che comprenda sia la quota di pertinenza della capogruppo che quella di pertinenza delle *minorities*. Pertanto, la nota formula del metodo reddituale potrebbe essere corretta in base ad un coefficiente α che misuri il rapporto tra il patrimonio netto contabile della capogruppo e il patrimonio netto contabile del gruppo così come espresso nel bilancio consolidato (e che è quindi il reciproco della leva azionaria).

Si avrebbe dunque:

$$W = \frac{R}{i} \alpha$$

dove:

$$\alpha = \frac{PNh}{PNg}$$

con:

PNh = patrimonio netto contabile della *holding*

PNg = patrimonio netto contabile del gruppo

Sostanzialmente l'ipotesi che sta alla base della formula anzidetta è che vi sia perfetta proporzionalità tra il coefficiente α e il rapporto tra il valore economico del capitale di

pertinenza della *holding* e il valore economico del capitale del gruppo comprensivo delle quote delle minoranze azionarie.

In pratica, si stima il valore del capitale economico del gruppo di spettanza della *holding* in proporzione alla quota di patrimonio netto contabile di gruppo di pertinenza della *holding*, dopo avere calcolato il valore economico dell'intero gruppo sulla base del flusso di reddito complessivo. Tale ipotesi si giustifica soltanto se esiste similitudine tra i tassi di redditività (e di rischio) delle diverse imprese che fanno parte del gruppo.

È evidente che, se le società del gruppo presentano differenti tassi di redditività e differenti profili di rischio, la stima dei parametri da utilizzare nella formula di valutazione del capitale economico sarà influenzata dalla diversa concentrazione delle quote di capitale possedute dalla capogruppo e dagli azionisti di minoranza nelle varie società. La capogruppo, infatti, può avere quote di partecipazione più elevate in società più (o meno) redditizie e più (o meno) rischiose rispetto a quelle in cui vi è una significativa partecipazione degli azionisti di minoranza. Occorre, dunque, capire quanta parte del valore del gruppo nella sua interezza sia riferibile agli azionisti della controllante.

In tale evenienza, la stima del valore economico di pertinenza della capogruppo viene preceduta da un'analisi economico-finanziaria dei bilanci consolidati di gruppo. In sostanza, si tratta di costruire un indice che consenta di determinare l'influenza provocata sulla redditività della capogruppo dalla redditività complessiva del gruppo, dalla ripartizione delle quote del capitale delle società del gruppo tra la *holding* e gli azionisti di minoranza (leva azionaria) e dall'incidenza del reddito netto della capogruppo sul reddito netto del gruppo. In formula:

$$\frac{RNh}{PNh} = \frac{RNg}{PNg} \times \frac{PNg}{PNh} \times \frac{RNh}{RNg}$$

dove:

$\frac{RNh}{PNh}$ è la misura della redditività del capitale di gruppo di spettanza della *holding* (ROE h);

$\frac{RNg}{PNg}$ è la redditività del gruppo considerato come impresa unitaria;

$\frac{PNg}{PNh}$ è la leva azionaria;

$\frac{RNh}{RNg}$ è la misura dell'incidenza del risultato di spettanza della *holding* sul risultato del gruppo.

La relazione mostra che il tasso di rendimento del capitale della capogruppo (ROE h) dipende dai seguenti fattori:

- Il tasso di rendimento del capitale di gruppo, nella sua interezza (ROE g) ;
- La leva azionaria, ossia il rapporto tra il patrimonio del gruppo e il patrimonio netto di spettanza della *holding*;
- L'indice di incidenza del reddito della capogruppo sul reddito netto del gruppo.

Si consideri, ad esempio, il seguente caso, dove i rapporti anzidetti esprimono i seguenti valori:

$$\frac{15}{100} = \frac{50}{500} \times \frac{500}{100} \times \frac{15}{50}$$

$$0,15 = 0,10 \times 5 \times 0,3$$

I quozienti evidenziano che il tasso di rendimento della capogruppo (15%) è maggiore di quello del gruppo (10%) perché la *holding* detiene un'elevata percentuale di capitale delle controllate più redditizie. Tanto più divergono la redditività della capogruppo e la redditività del gruppo, tanto meno sarà corretto stimare il valore del capitale economico del gruppo di spettanza della *holding* in proporzione alla quota di patrimonio netto contabile di gruppo di pertinenza della *holding*, dopo avere calcolato il valore economico dell'intero gruppo sulla base del flusso di reddito complessivo.

Se si vogliono utilizzare tali analisi per stimare il valore economico del gruppo occorre disporre di una stima dei profili di rischio riferibili ai flussi di risultato spettanti, rispettivamente, al gruppo e agli azionisti della controllante, come pure le prospettive di sviluppo per i due flussi di risultato (Massari, 1990; 1996).

Tuttavia, quando la leva azionaria è significativa, si rischia comunque di incorrere in una sottovalutazione del capitale economico poiché non sarebbero considerati i premi di maggioranza per il controllo; infatti, come noto, il valore di una partecipazione di rado è esattamente proporzionale al valore economico del capitale sociale rappresentato, in relazione all'attitudine della stessa partecipazione a consentire, o meno, il controllo societario della partecipata.

Le formule proposte rappresentano, quindi, delle soluzioni applicabili solo in caso di tassi di redditività omogenei tra le società del gruppo ed in presenza di una leva azionaria non troppo spinta.

3.3 – Valutazione dei gruppi fondata sui bilanci individuali.

Nei gruppi finanziari dove ciascuna società costituisce un business autonomo è preferibile valutare il gruppo sulla base dei bilanci individuali delle società rientranti nel gruppo.

La tecnica di valutazione analitica (o "a cascata") è stata quella più diffusamente impiegata, per un lungo periodo, ai fini della stima del valore dei gruppi aziendali di ogni tipo, a causa della scarsa diffusione del bilancio consolidato.

Attualmente tale tecnica è suggerita anche quando, all'interno di un gruppo operante in settori economici non omogenei e/o in aree geografiche differenti, le quote di partecipazione della *holding* nelle società del gruppo subiscono frequenti modificazioni. In tali evenienze, si pone il problema dell'impossibilità di utilizzare un unico tasso medio per l'attualizzazione dei flussi (di reddito o di cassa) delle partecipate, come pure quello di fondare la previsione dei flussi futuri sulla base di quelli consolidati a cagione della variabilità della struttura di gruppo.

La tecnica "a cascata" determina il valore economico della capogruppo mediante la stima del valore economico delle partecipazioni che essa possiede. Mentre la tecnica sintetica richiama un'idea di gruppo aziendale come entità economica unitaria, la tecnica "a cascata"

sembra piuttosto rimandare ad una visione di gruppo aziendale come semplice sommatoria di entità economiche ognuna dotata di forte autonomia. Per questo motivo, tale tecnica è adatta ai processi di stima di gruppi in cui le varie società del gruppo sono poco omogenee e coese.

Valutando in maniera autonoma ognuna delle società controllate non si presentano, infatti, problematiche inerenti ai tassi di attualizzazione, perché, nel caso di valutazione per flussi, ogni singola azienda sarà stimata secondo un proprio apposito tasso espressione dello specifico profilo di rischio dell'azienda⁴.

Un altro vantaggio è quello di permettere il calcolo, per ogni singola partecipazione, di eventuali *premi di maggioranza* che rappresentano maggiorazioni al valore di una partecipazione derivanti dai benefici associabili all'acquisizione del controllo dell'azienda partecipata. Il premio di controllo esprime in termini di valore la funzione di *leadership* svolta dal management della *holding* nei confronti delle società controllate, funzione che consente di assumere in tali società le decisioni più significative.

Ai citati vantaggi si associano però delle difficoltà valutative riconducibili alla laboriosità della tecnica che è causata dalla necessità di reperire una mole ingente di informazioni utilizzando i bilanci individuali delle aziende che compongono il gruppo. Nel caso di raggruppamenti di grandi dimensioni, come ovvio, questa laboriosità diventa particolarmente significativa.

Inoltre, tale complessità si evidenzia anche nel trattamento delle operazioni infragruppo. Nella tecnica di valutazione sintetica queste operazioni erano eliminate nell'ambito della procedura di consolidamento; invece, utilizzando la tecnica di valutazione "a cascata", di tali operazioni si deve tenere conto nelle stime delle singole aziende quando esse sono "realizzate dal gruppo", cioè se dalle stesse derivano flussi tra il gruppo e soggetti esterni ad esso. Nel caso in cui tali operazioni non abbiano uno sbocco esterno al gruppo esse dovranno essere eliminate.

Quindi, in ipotesi di utilizzo dei metodi fondati sull'attualizzazione dei flussi di reddito, il processo di normalizzazione dovrà depurare i flussi dalle operazioni *infragruppo* non ancora realizzate, come pure dagli effetti economici della gestione delle partecipazioni (dividendi delle partecipate e svalutazioni delle partecipazioni)⁵.

Un'altra difficoltà risiede nella valutazione delle diverse sinergie che possono crearsi all'interno del gruppo.

Il valore del capitale economico dei gruppi si caratterizza, in modo specifico, proprio per la presenza delle sinergie che si sviluppano tra le aziende che ve ne fanno parte. In tal senso, il *surplus* di valore generato dal gruppo rispetto alla somma del valore in capo alle singole aziende che ve ne fanno parte è funzione delle sinergie che tra queste si sviluppano in ragione delle relazioni di carattere strategico, operativo e finanziario. In assenza di dette

⁴ In tal senso i gruppi finanziari sono più agevolmente valutabili rispetto ai gruppi economici, in quanto le società controllate possono essere valutate su base individuale in una prospettiva *stand alone*; nel gruppo finanziario le relazioni operative tra le società controllate sono minime e ciascuna società usualmente formula propri piani ed è gestita su base individuale.

⁵ Entrambe le tecniche di valutazione utilizzabili ai fini della stima del capitale economico di un gruppo presentano aspetti positivi e negativi, sicché la preferenza per l'una o per l'altra tecnica valutativa, dipende, in larga misura, dal tipo di gruppo da stimare. Più precisamente, nel caso di un gruppo finanziario molto ramificato, guidato da una holding non operativa, è, quasi certamente, preferibile impiegare tecnica di valutazione a cascata, atteso anche che, in queste ipotesi, è plausibile che non vengano poste in essere molte operazioni infragruppo che devono essere eliminate in sede di stima capitali economici delle singole aziende del gruppo. Nel caso in cui, invece, è in presenza di un gruppo economico le cui aziende presentino notevoli affinità produttive, commerciali, ecc., e, pertanto, è lecito ritenere che la holding detenga la quasi totalità dei capitali delle imprese controllate, appare opportuno l'impiego di una tecnica fondata sul bilancio consolidato.

sinergie, dunque, il valore del gruppo non è altro che la semplice somma del valore delle singole aziende atomisticamente considerate.

Di tali sinergie possono trarre beneficio le singole aziende che, ad esempio, possono usufruire di strutture funzionali centralizzate (es. marketing) ottenendo sgravi in termini di costi e servizi maggiormente efficienti, oppure il gruppo nella sua interezza ad esempio riuscendo ad aggredire sempre maggiori quote di mercato. Si ritiene generalmente che il bilancio consolidato, essendo espressione di sintesi dell'unità del gruppo, incorpori il valore di tali sinergie nelle grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali che esso esprime. Nel momento in cui la valutazione avviene non sui dati del consolidato ma stimando il valore economico delle singole imprese controllate, il valore delle sinergie deve essere spalmato tra le diverse aziende qualora si volesse pervenire ad una stima il più possibile corretta del valore del gruppo.

Pertanto, maggiore è il grado di integrazione esistente tra le aziende del gruppo, maggiori sono le sinergie e più evidenti sono le difficoltà nello stimare il valore del capitale economico del gruppo secondo la tecnica analitica.

Per queste ragioni, la valutazione delle controllate, in particolare nei gruppi economici, non dovrà essere fatta secondo una prospettiva *stand alone*, e dunque neutrale ma dovrà essere realizzata nella prospettiva del gruppo (Campbell, Goold, & Alexander, 1995)⁶, quindi considerando che l'azienda è inserita all'interno di un contesto *superaziendale* che la caratterizza e che ne connota le dinamiche del valore.

Al fine di rendere più razionale ed uniforme il processo di stima, le metodologie utilizzate per valutare le singole partecipazioni dovrebbero essere omogenee tra loro, anche se in realtà, considerando che ogni azienda ha una sua specificità, si potrebbe anche pensare di diversificare gli approcci metodologici utilizzati.

La tecnica "a cascata" si sviluppa secondo due diverse modalità, a seconda che oggetto di valutazione sia una *holding pura* (che detiene unicamente partecipazioni senza svolgere una propria attività a carattere operativo) ovvero una *holding mista* (che svolge dunque anche un'attività operativa). Nel caso in cui la società capogruppo non svolga nessuna attività economico-operativa e si limiti alla gestione delle partecipazioni, connotandosi quindi come *holding pura*, il valore del gruppo è dato unicamente dal valore economico delle controllate considerate in proporzione alla partecipazione posseduta dalla *holding*. Il valore economico del gruppo sarà dato dalla sommatoria dei valori economici delle aziende del gruppo.

Ipotizzando un gruppo dove la società *Alfa* controlla l'80% del capitale della società *Beta* che a sua volta controlla il 70% della società *Gamma*, si tratterà, partendo dal basso verso l'alto, di stimare prima il valore economico di *Gamma* poi quello di *Beta* e, infine, quello di *Alfa*.

Quindi una volta individuato il valore economico di *Gamma*, se ne assume il 70% (apportando, però, una correzione legata al premio per il controllo) per determinare la parte di valore di *Beta* legata alla partecipazione in *Gamma*; a questa si aggiunge il valore di *Beta* derivante dalla propria gestione operativa e si è così definito il valore complessivo di *Beta*.

Salendo a cascata fino ad *Alfa* si assumerà l'80% del valore di *Beta* (apportando però sempre una correzione legata al premio per il controllo) cui si aggiungerà, se *Alfa* svolgesse pure attività operativa, anche il valore del capitale di *Alfa* legato alla propria attività operativa.

⁶ Campbell et al. (1995, p. 81) sottolineano: "While corporate parents can create value through stand-alone influence, they often destroy value instead. By pressing for inappropriate targets, by starving businesses of resources for worthwhile projects, by encouraging wasteful investment, and by appointing the wrong managers, the parent can have a serious adverse effect on its businesses. The potential for value creation must therefore always be balanced against the risk of value destruction"

Ovviamente, i dati posti a base delle valutazioni devono essere depurati dagli effetti delle operazioni infragruppo e dai flussi (di reddito o di cassa, a seconda del metodo) legati alla gestione delle partecipazioni.

La prospettiva di valutazione adottata per le partecipazioni è sempre quella della capogruppo, per cui vanno considerati il premio di maggioranza e le eventuali sinergie. Nel caso di gruppo finanziario le sinergie operative sono limitate se non del tutto assenti, pur evidenziandosi delle attività comuni di coordinamento (si pensi alle spese pubblicitarie o di ricerca e sviluppo) di cui beneficiano tutte le società controllate ma i cui costi sono esclusivamente a carico della *holding*.

In caso di applicazione del metodo patrimoniale complesso bisogna porre notevole attenzione al rischio di duplicazione di valori, nel caso in cui emergano beni immateriali non contabilizzati ed utilizzati da più società del gruppo.

Similmente, nel caso di utilizzo del metodo misto con stima autonoma del *goodwill*, occorre prestare attenzione a non considerare più volte l'avviamento positivo (negativo) delle partecipate mano a mano che si sale nella catena di controllo; occorre evitare che l'avviamento (ad esempio positivo) della partecipata venga nuovamente preso in considerazione nella stima del valore della partecipante.

3.4 – Valutazione dei gruppi diversificati attraverso la Sum of Parts.

La valutazione dei gruppi diversificati, per aree geografiche e/o per aree di *business*, è particolarmente complessa, tanto che oltre le tecniche summenzionate, se ne è diffusa un'altra, ossia la valutazione per *somma delle parti* (in lingua inglese, *Sum of Parts*, ovvero SoP)⁷.

Tale tecnica è sovente utilizzata per i gruppi *multibusiness/multinational*, in quanto le singole aree di attività si caratterizzano per profili di rischio, prospettive di crescita e società comparabili (si pensi al metodo dei multipli) molto differenti (Brotherson, Harris, & Higgins, 2014)⁸. Il gruppo è inteso, quindi, come un portafoglio di *business*, anche se ciò non significa che il riferimento sia esclusivamente a gruppi finanziari in senso stretto.

I Principi Italiani di Valutazione così si esprimono sul punto: “nella valutazione di un gruppo di aziende diversificato l'esperto deve valutare quando è appropriato compiere una valutazione per somma di parti, considerando separatamente i singoli *business* (addendi) e i costi *corporate* (minuendo) anziché valutare l'intero complesso” (Principi Italiani di Valutazione, 2015). La stima del valore del gruppo, secondo questa impostazione, può essere rappresentata dalla somma del valore economico dei singoli *business* (sempre per la parte di pertinenza della *holding*), al netto dei costi della capogruppo che non sia possibile allocare alle varie *business units* (costi *corporate*).

Tale tecnica si rende necessaria se si è in presenza di una pluralità di *business* che generano risultati diversi per rischiosità e prospettive di crescita (il che rende inidonea la soluzione di utilizzare le grandezze del bilancio consolidato) e, d'altra parte, a ciascun segmento partecipano diverse società, magari caratterizzate da una diversa partecipazione delle minoranze.

⁷ Damodaran (2009) ha efficacemente paragonato i gruppi *multibusiness/multinational* a dei polipi con una testa e molti tentacoli, aggiungendo che la loro valutazione è particolarmente complessa visto che i loro flussi di cassa sono caratterizzati da rischiosità e prospettive di crescita differenti.

⁸ Brotherson et al. (2014, p.47) affermano che i consulenti decidono di applicare sempre il SoP quando “*risk or other factors merit the consideration, and in doing so routinely use business-specific discount rates if a firm's business lines differ substantially*”.

La prospettiva valutativa accolta per la stima del valore delle diverse attività è sempre quella del gruppo, per cui va incorporato nella valutazione il peso delle potenziali sinergie che le varie ASA apportano al gruppo e il maggior valore assunto dal singolo *business* per essere inserito in una logica di gruppo. In altri termini, la valutazione per somma di parti non assume come obiettivo la stima del valore di ciascun *business* in una prospettiva *stand alone*; ciascuna ASA è valutata sulla base del reddito che apporta effettivamente al gruppo (tenuto conto delle sinergie). Se il gruppo genera sinergie, il valore delle ASA dovrebbe essere superiore al valore *stand alone* delle unità⁹.

Non potranno essere conteggiati, però, gli eventuali premi di maggioranza, perché oggetto di valutazione non saranno le singole partecipazioni quanto le ASA che sono rappresentate dall'aggregazione di più imprese. È ovvio come, nonostante indubbie difficoltà operative, la valutazione delle singole attività dovrà interessare esclusivamente la parte di pertinenza della *holding*.

La prima fase del processo valutativo dovrà essere quella di individuare la mappa delle ASA in cui opera il gruppo e le aziende che partecipano all'attività di ogni singola ASA. Successivamente dovranno essere identificati i valori economici e patrimoniali da attribuire alle diverse attività realizzando un vero e proprio consolidato per aree di attività. Tuttavia, (in particolare se l'unico bilancio disponibile è il consolidato), per il valutatore potrebbero esserci difficoltà a disporre dei dati disaggregati per ciascun segmento/area geografica.

La segmentazione del consolidato per aree di attività risulta piuttosto agevole nel caso in cui la mappa societaria coincida perfettamente con la mappa delle ASA; se così è, risulta anche possibile individuare la quota del risultato del "settore di attività" riferibile alla capogruppo. Quando, invece, alcune aree di *business* tagliano trasversalmente il gruppo e sono svolte congiuntamente da più società, è rilevante il rischio di forzature e imprecisioni che può essere attenuato soltanto attraverso un'informativa che sia il più possibile completa e significativa anche allo scopo di rendere disponibili tutti quei dati necessari per gli *steps* successivi della valutazione come la previsione dei flussi e la determinazione dei tassi di attualizzazione.

Si può presentare anche il caso in cui una singola società operi in diversi *business*, per cui non vi è coincidenza tra la mappa societaria e la mappa delle attività svolte dal gruppo. Se più *business* sono gestiti da una sola società, la valutazione per somma delle parti richiede la stima dei flussi di pertinenza dello specifico *business* come pure del tasso di rischio appropriato per lo specifico *business*.

Ad esempio, se si utilizza il DCF è necessario stimare l'*Enterprise Value* di ogni SBU attualizzando i rispettivi flussi di cassa operativi ad un costo del capitale che ne rifletta il rischio specifico. Ciò richiede, per il costo del capitale proprio, una stima *ad hoc* del β di ogni area di *business* (Erdorf, 2011). Il valore del capitale netto del gruppo si ottiene sottraendo dalla somma degli *Enterprise Value* di ogni SBU il valore attuale dei *corporate overhead* (costi generali di struttura non allocati alle SBU) e la posizione finanziaria netta consolidata¹⁰.

⁹ Il valore negativo della struttura centrale (cosiddetta *corporate*) del gruppo, che sostiene solo costi di struttura e non genera ricavi, deve trovare compensazione nel maggior valore delle unità di *business*, che, per effetto dell'appartenenza al gruppo, possono sgravarsi di costi di direzione. Se l'accentramento delle funzioni centrali genera economie di scala e di scopo, il valore negativo dell'unità *corporate* dovrebbe essere più che compensato dal maggior valore che le unità di *business* esprimono nella situazione *as is* rispetto ad una situazione *stand alone*, che comporterebbe maggiori costi di struttura. (Guatri e Bini, 2005).

¹⁰ Per i gruppi multinazionali si presenta anche il problema del fatto che i flussi di cassa possono essere conseguiti in diverse valute; in tal senso, la disaggregazione dei dati per aree geografiche tipica della tecnica *SoP* consente una maggiore precisione rispetto all'utilizzo dei dati consolidati.

Ovviamente, per la valutazione delle diverse aree di attività si possono anche impiegare metodologie differenti (il DCF per un *business* ed il metodo dei multipli per un altro, ad esempio), se le circostanze lo impongono ovvero lo rendono opportuno.

Nel tentativo di fornire un'informativa che vada in questa direzione, i principi contabili internazionali, in particolare l'IFRS 8, danno alcune indicazioni su quella che viene definita informativa di settore, statuendo che per ogni segmento di attività significativo i gruppi aziendali sono tenuti a rilasciare alcune informazioni riguardanti le grandezze economiche di maggiore rilevanza.

Per giungere alla stima del capitale economico, per ognuno dei settori individuati, devono essere svolte le operazioni di normalizzazione dei flussi, determinazione dei tassi di attualizzazione, individuazione dei beni immateriali non contabilizzati, previsti nei diversi metodi di valutazione utilizzabili. Con riferimento alla scelta dei tassi di attualizzazione, si ricorda che essi devono essere stimati riferendosi ai profili di rischio dei singoli settori di attività, considerando, però, che il loro incardinarsi all'interno di una struttura aggregativa può comportare delle modificazioni alle condizioni di rischio specifiche associabili ai diversi segmenti.

Per la valutazione delle diverse ASA risulta di non facile applicazione l'approccio di mercato, a causa dell'oggettiva difficoltà di suddividere i prezzi di borsa o i prezzi delle transazioni per segmenti di attività.

L'IFRS 8, *Operating Segments*, individua i segmenti operativi affidandosi al modo in cui l'alta direzione li struttura nel proprio reporting gestionale (mentre il previgente IAS 14 selezionava invece come criteri principali quello per prodotto e quello geografico). Per cui le informazioni relative ai settori di attività operativa della società o del gruppo *dovranno essere predisposte in base a quanto messo a disposizione internamente a beneficio dei responsabili delle decisioni aziendali*.

Secondo l'IFRS 8, le società sono tenute a fornire nel proprio bilancio le informazioni che permettono ai lettori di comprendere la natura e gli effetti economico-finanziari delle attività in cui esse sono impegnate e di informarli sui contesti geografici in cui operano¹¹.

Questo si attua fornendo informazioni sui segmenti operativi. Quest'ultimi sono definiti come componenti di una società se:

- impegnati nello svolgimento di attività operative dalle quali si originano costi e ricavi (inclusi quelli derivanti da operazioni intercorse con altri componenti della medesima società);
- i relativi risultati economici sono regolarmente tenuti sotto controllo dal principale responsabile delle decisioni operative aziendali, al fine di prendere decisioni in merito alle risorse da allocare al segmento e di valutarne la *performance*;
- per essi sono disponibili informazioni di dettaglio.

Le norme stabilite dall'IFRS 8 in materia di informativa settoriale si applicano alle società quotate che redigono bilanci individuali e separati e nella redazione del bilancio consolidato di gruppo; ovviamente, più arduo è l'utilizzo di questo approccio in gruppi che non utilizzano gli IAS/IFRS.

¹¹ Sul *segmental reporting* si veda Nicolò (2009) e Angiola (2007).

Per l'identificazione dei segmenti di attività, l'IFRS 8 fissa delle soglie dimensionali. In particolare, le informazioni economico-finanziarie richieste dal nuovo principio devono essere esposte separatamente per ciascun segmento che superi almeno uno dei seguenti limiti:

- i ricavi contabilizzati, inclusivi di quelli derivanti da vendite tra segmenti, devono essere pari almeno al 10 % dei ricavi interni ed esterni totali della società;
- il valore assoluto del risultato economico, positivo o negativo che sia, è pari ad almeno il 10 % del maggiore tra il risultato totale di tutti i segmenti che non hanno ottenuto una perdita e il risultato totale di tutti i segmenti che hanno ottenuto una perdita, nel periodo amministrativo oggetto di misurazione;
- il valore delle attività è pari almeno al 10 % del valore di tutte le attività dei segmenti identificati.

L'aggregazione delle informazioni relative ai segmenti di attività che non raggiungono i limiti quantitativi in parola può avvenire solo se essi hanno caratteristiche economiche pressoché analoghe.

L'identificazione di diversi segmenti di attività deve proseguire finché il totale dei ricavi esterni contabilizzati dai segmenti è pari ad almeno il 75 % del totale ricavi generato dall'impresa, anche se non sono rispettati i limiti quantitativi sopra delineati. Una volta fatto ciò, le informazioni relative a tutti i componenti dell'impresa che non rientrano nella definizione di "segmento di attività" e ai segmenti che non rispettano i limiti quantitativi devono essere aggregate in un'apposita categoria, denominata "altri segmenti di attività", per la quale debbono comunque essere descritte le origini dei ricavi.

In relazione ai segmenti identificati devono essere fornite informazioni su costi e ricavi, attività e passività e relative basi utilizzate per la loro determinazione, insieme con una riconciliazione tra i valori identificati per ogni segmento e i valori complessivi relativi alla società.

La tecnica, nota come somma delle parti, appena illustrata si inserisce nelle tecniche miste perché, pur basandosi su dati consolidati come avviene per la tecnica di valutazione sintetica, tiene conto, attraverso la suddivisione del gruppo in più ASA, dell'eterogeneità della compagine aggregativa secondo una caratteristica propria invece della tecnica analitica.

Tale tecnica risulta particolarmente efficace nel caso di gruppi le cui dinamiche del valore e dei rischi sono fortemente influenzate dalla suddivisione in diverse attività che tagliano trasversalmente le singole imprese, per cui essa dà luogo, in questi casi, ad una valutazione maggiormente razionale rispetto alla tecnica basata sui bilanci consolidati e più snella rispetto alla tecnica di valutazione "a cascata". Di contro, essa sconta degli svantaggi legati all'esigenza di un'elevata qualità dell'informativa di settore e alle difficoltà tecniche che si incontrano, in presenza di azionisti di minoranza, nel determinare la parte del valore dell'ASA da attribuire alla *holding*; altro aspetto problematico è quello di stimare eventuali premi di maggioranza in relazione alle singole società del gruppo.

I PIV, sul punto, si esprimono così: "nel caso delle imprese/gruppi *multibusiness* in linea di principio la valutazione separata dei diversi rami aziendali è da preferire, perché consente lo svolgimento di analisi più mirate e l'applicazione di parametri specifici. Quando tuttavia i flussi operativi, gli investimenti e i risultati sono fortemente interconnessi, le analisi separate possono divenire arbitrarie, rendendo preferibile una valutazione di tipo consolidato" (Principi Italiani di Valutazione, 2015).

4 – Conclusioni

Il presente studio ha analizzato i metodi di valutazione dei gruppi, soffermandosi sulle principali caratteristiche del gruppo, inteso come entità economica, individuandone le problematiche e le modalità di determinazione del suo valore.

Nel determinare il valore del capitale economico dei gruppi, si è osservato come risulti essere necessario valorizzare la presenza di relazioni di carattere strategico, operativo e finanziario che si sviluppano tra le aziende che ve ne fanno parte. Tali sinergie generano un *surplus* di valore attribuibile al gruppo rispetto alla somma del valore in capo alle singole aziende che ne fanno parte: in assenza di tali relazioni, dunque, il valore del gruppo non sarebbe altro che la semplice somma del valore delle singole aziende atomisticamente considerate. Tuttavia, in letteratura è stato dimostrato che non sempre il valore del capitale economico della capogruppo può beneficiare di un *surplus* positivo: a volte, il valore del capitale economico della capogruppo può essere inferiore rispetto al valore di mercato della sua controllata quotata, dando vita a quello che la prassi definisce *holding discount*.

Il presente lavoro ha, poi, approfondito quattro modelli di valutazione dei gruppi: (I) la valutazione dei gruppi fondata sul bilancio consolidato in assenza di azionisti di minoranza, (II) la valutazione dei gruppi fondata sul bilancio consolidato in presenza di azionisti di minoranza, (III) la valutazione dei gruppi fondata sui bilanci individuali e (IV) la valutazione dei gruppi attraverso il metodo *Sum of Parts*.

È stato osservato che i primi due metodi si fondano sui documenti consolidati (o tecnica sintetica), impiegando dati e informazioni provenienti dagli strumenti informativi che danno una rappresentazione unitaria del gruppo, utilizzando, in particolare, le grandezze che trovano espressione nel *bilancio consolidato*. Tali tecniche valutative vengono applicate principalmente per i gruppi economici e misti. Nei gruppi finanziari, invece, dove ciascuna società costituisce un business autonomo, si è constatato che è preferibile valutare il gruppo sulla base dei bilanci individuali delle società rientranti nel gruppo, garantendo al processo valutativo velocità e sveltezza. Il metodo *Sum of Parts*, infine, è quello che la prassi condivide maggiormente, soprattutto quando il rischio o altri fattori possono incidere profondamente nella valutazione di gruppi diversificati.

Questo lavoro mira, dunque, ad indirizzare i *practitioners* nell'impostazione del processo di valutazione dei gruppi aziendali, con particolare riferimento ai gruppi diversificati, attraverso: (i) l'individuazione della tipologia del gruppo oggetto di valutazione, (ii) l'identificazione della presenza (o meno) di un *surplus* (positivo o negativo) a livello *corporate* e (iii) la scelta del modello di valutazione più idoneo alle esigenze del valutatore e alle contingenze di mercato.

REFERENCES

- Andrei, P. (1994). *Il bilancio consolidato nei gruppi internazionali: metodologie di traduzione dei bilanci espressi in moneta non di conto*. A. Giuffrè.
- Angiola, N. (2007). *IFRS 8: Operating segment. Riflessioni sui nuovi orientamenti*. Franco Angeli Edizioni.
- Azzini, L. (1968). *I gruppi: lineamenti economico-aziendali* (No. 2). A. Giuffrè.
- Brotherson, W. T., Harris, R. S., & Higgins, R. C. (2014). Company valuation in mergers and acquisitions: how is discounted cash flow applied by leading practitioners? *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, 24(2), 43-51.
- Brunetti, G. (1987). Le tipologie di gruppo e la pianificazione aziendale. *Saggi di economia aziendale per Lino Azzimi, Milano*.
- Cassandro, P.E. (1965). *I Gruppi Aziendali*, Cacucci. Bari
- Campbell, A., Goold, M., & Alexander, M. (1995). The value of the parent company. *California Management Review*, 38(1), 79-97.
- Cinque, E. (2000). I gruppi economici. Profili aziendali e strumenti di informazione contabile. *Cedam, Padova*
- Cornell, B., & Liu, Q. (2001). The parent company puzzle: when is the whole worth less than one of the parts? *Journal of Corporate Finance*, 7(4), 341-366.
- Damodaran, A. (2009). The octopus: Valuing multi-business, multi-national companies. *Multi-National Companies (November 17, 2009)*.
- Erdorf, S. H.-W. (2011). Diversification in firm valuation: a multivariate copula approach.
- Graham Jr, R. C., & Lefanowicz, C. E. (1997). Parent and subsidiary earnings announcements and parent and subsidiary valuation. *Accounting and Business Research*, 28(1), 3-17.
- Guatri L., & Bini, M., (2005). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Università Bocconi Editore, Milano.
- Massari, M. (1990). La valutazione delle holding di gruppo sul fondamento del bilancio consolidato. *Finanza, Marketing e Produzione*, (4), 47-57.
- Massari, M. (1990). Il bilancio consolidato nella prospettiva del mercato, *Rivista dei dottori commercialisti*, (2).
- Nicolò, D. (2009). *Il reporting per segmenti e l'informativa settoriale secondo l'IFRS 8* (Vol. 3). Giuffrè Editore.
- Organismo Italiano di Valutazione (2015). PIV–Principi Italiani di Valutazione 2015.
- Sarcone, S. (1993). *I gruppi aziendali: strutture e bilanci consolidati*. G. Giappichelli.
- Zattoni, A. (2000). *Economia e governo dei gruppi aziendali* (pp. 1-256). Egea.