

**Economia Aziendale Online<sup>©</sup>**

N. 1/2010

**“L’influenza del settore di attività sulla  
scelta delle metodologie valutative.  
Uno studio sulla prassi italiana”**

**Olga Ferraro**

**Economia Aziendale Online**  
©2003

International Business Review  
Editor in Chief: Piero Mella  
ISSN 1826-4719

Reg. Trib. Pavia - n. 685/2007 R.S.P.

**Pavia, January, 2010**  
**No. 1/2010**

All the contents are protected by copyright.  
No part can be copied without the Editor in Chief's and Author's permission.  
Further information at: [www.ea2000.it](http://www.ea2000.it)



## L'influenza del settore di attività sulla scelta delle metodologie valutative. Uno studio sulla prassi italiana

Olga Ferraro

### Abstract

La valutazione d'azienda è quella disciplina che, nell'ambito dell'economia aziendale, si occupa specificamente della stima del valore economico del capitale partendo dalla considerazione che il bilancio aziendale non è sempre sufficiente alla determinazione di tale grandezza.

I metodi proposti dalla dottrina e impiegati nella prassi per addivenire al valore economico del capitale d'impresa sono molteplici (metodi finanziari, reddituali, misti, multipli di borsa o transazioni comparabili, etc.). Da qui la necessità di individuare la metodologia valutativa maggiormente appropriata rispetto all'oggetto della valutazione e al settore economico in cui l'azienda opera.

In tale contesto l'autore, attraverso uno studio empirico sulle operazioni di M&A avvenute in Italia tra il 2004 e il 2007, ha inteso individuare i metodi di valutazione maggiormente applicati dalla prassi professionale in occasione delle diverse operazioni straordinarie evidenziando l'eventuale influenza che il settore di attività può avere sulla scelta della metodologia da applicare.

Business evaluation is a topic covered in the field of business economics. It deals with the economic value assessment of capital starting from the consideration that corporate budget is not always enough for an effective assessment.

Numerous methods are proposed in literature and used in practice to estimate the economic value of capital. This study is addressed to identify the most suitable assessment methodology in relation to both the evaluation object and firm's economic sector.

To reach this aim, an empirical study on M&A operations occurred in Italy in the period 2004-2007 was conducted and the assessment evaluation methods most used in practice during extraordinary operations are identified and reported. Particular attention was devoted in highlighting influence of firm's economic sector on the choice of the assessment methodology to adopt.

**Keywords:** valutazione d'azienda, capitale economico, operazioni straordinarie, settore di attività, metodi di valutazione

### 1 – Considerazioni introduttive

Posto che la stima del capitale economico aziendale si rende necessaria in diversi ambiti operativi (Guatri-Bini, 2005), il presente studio riguarda i processi valutativi connessi alle cosiddette *operazioni di finanza straordinaria* e, quindi, al trasferimento inteso in senso lato, della titolarità del capitale dell'azienda (Ceriani, 1998; Musaio, 2001).

Tali operazioni (apporti/scorpori, fusioni, scissioni, aumenti di capitale, trasformazioni societarie, recesso del socio, IPO, ecc.) implicano la fissazione contrattuale del prezzo di trasferimento. Ciò non è possibile se non si provvede alla conoscenza del valo-

re attribuibile all'oggetto del trasferimento, cioè, in definitiva, all'insieme degli elementi patrimoniali destinati, appunto, ad essere trasferiti. In altre parole, per avere una base logica sulla quale fondare il prezzo del trasferimento è necessario conoscere il valore che può essere attribuito al capitale aziendale, in quanto oggetto del trasferimento stesso (Caramiello, 1993, p. 2). Più precisamente si deve parlare di *valutazione economica* in quanto oggetto della valutazione è il capitale aziendale inteso in senso economico, cioè nella sua attitudine a produrre redditi futuri (Zappa, 1950).

I metodi proposti dalla dottrina e impiegati nella prassi per addivenire al valore economico del capitale d'impresa sono molteplici. Per tale ragione, uno degli aspetti più importanti del processo di valutazione eco-

nomica del capitale è sicuramente rappresentato dalla scelta delle metodologie valutative più appropriate rispetto all'oggetto della valutazione e al settore economico in cui l'azienda opera.

In tale contesto, si inserisce il presente lavoro di ricerca con il quale ci si pone un duplice obiettivo:

1. individuare e classificare i metodi di valutazione maggiormente applicati dalla prassi professionale in occasione delle diverse operazioni di M&A;
2. verificare se la scelta di una determinata metodologia di valutazione è influenzata dal settore di appartenenza delle società coinvolte nelle operazioni di M&A.

In particolare, dopo aver individuato e classificato i principi di valutazione richiamati nelle stime, ai fini di una corretta impostazione delle ipotesi di base e applicazione del metodo più consono, si è inteso verificare, attraverso uno studio empirico, se la scelta della metodologia valutativa è influenzata dal settore entro cui sono classificate le aziende oggetto di stima.

Posto, infatti, che nell'ambito di un medesimo settore trovano collocazione aziende contraddistinte da elementi distintivi comuni, scopo del presente studio è quello di individuare se la scelta della metodologia da adottare, ai fini della stima del valore economico del capitale, è funzione delle caratteristiche delle società coinvolte nell'operazione, oltre gli obiettivi della valutazione stessa.

## 2 – La metodologia d'indagine

Il campione oggetto di analisi è formato da 130 valutazioni realizzate nell'ambito di 47 operazioni di finanza straordinaria poste in essere nel corso del quadriennio 2004-2007 dalle società quotate nella Borsa valori di Milano.<sup>1</sup>

Ai soli fini di analisi, le operazioni straordinarie, con le corrispondenti valutazioni di stima, sono così suddivise:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Con riferimento alle operazioni di fusione sono escluse dal campione tutte quelle operazioni in cui l'incorporante possiede partecipazioni di maggioranza dell'incorporata per le quali non è richiesta la determinazione del rapporto di concambio (art. 2505, co. I, c.c.). Inoltre, sono escluse dal campione le *Initial Public Offering* – IPO in quanto pur dovendo le società quotate predisporre e presentare a Borsa Italiana un vero e proprio rapporto di valutazione lo stesso non è pubblicamente consultabile.

<sup>2</sup> Ogni operazione straordinaria può essere accompagnata da più relazioni di stima. In particolare, per le Fusioni accanto alle relazioni illustrative di cui all'art. 2501-*quinqües* del codice civile, redatte dagli amministratori delle singole società partecipanti all'operazione, troviamo le relazioni di stima redatte da consulenti incaricati dalle società stesse al fine di

- n° 25 operazioni di *Fusione* a cui corrispondono 88 valutazioni;
- n° 16 operazioni di *Conferimento* a cui corrispondono 34 valutazioni;
- n° 6 operazioni rientranti in una categoria residuale denominata *Altre* a cui corrispondono 8 valutazioni.

I risultati nel prosieguo evidenziati derivano dall'analisi puntuale della documentazione pubblica che le società sono chiamate a redigere in occasione di operazioni di finanza straordinaria. In particolare, per le *Fusioni*, l'analisi ha riguardato la seguente documentazione:

- il progetto di fusione di cui all'art. 2501-*ter* del codice civile redatto dagli amministratori delle società partecipanti alla fusione;
- il documento informativo redatto ai sensi dell'articolo 70, quarto comma, del Regolamento di attuazione del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 concernente la disciplina degli emittenti adottato da Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999;
- le relazioni illustrative di cui all'art. 2501-*quinqües* del codice civile, redatte dagli amministratori delle singole società partecipanti alla fusione, nelle quali sono illustrati e giustificati, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote. La relazione è tenuta altresì ad indicare i criteri per la determinazione del rapporto di cambio, nonché a segnalare le eventuali difficoltà di valutazione;
- le relazioni di stima redatte da consulenti incaricati dalle società partecipanti alle fusioni al fine di supportare le valutazioni condotte dai rispettivi organi di amministrazione;
- le relazioni di congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote redatte da uno o più esperti di cui all'art. 2501-*sexies* del codice civile;
- Per le operazioni di *Conferimento* l'analisi ha riguardato:
- la relazione illustrativa dell'organo amministrativo della società conferitaria, redatta ai sensi dell'art. 2441, comma 6, c.c. e dell'art. 72, comma 2, del Regolamento di attuazione del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 concernente la discipli-

supportare le valutazioni condotte dai rispettivi organi di amministrazione. L'incarico può essere congiunto, oppure affidato separatamente a più consulenti, con il risultato di ridurre o aumentare il numero di relazioni presenti per la stessa operazione. Discorso analogo vale per i Conferimenti dove è possibile trovare, accanto alla relazione giurata ex art. 2343 c.c. predisposta da un esperto designato dal Tribunale, le relazioni predisposte dai consulenti incaricati dai Cda delle società interessate dall'operazione.

- na degli emittenti adottato da Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio, con la quale si illustrano tra l'altro i criteri adottati per la stima del valore economico delle società interessate dall'operazione ai fini della determinazione del prezzo dei titoli di nuova emissione;
- le eventuali relazioni predisposte a supporto delle stime condotte dall'organo amministrativo ad opera di consulenti incaricati dalle società interessate dall'operazione;
  - la relazione giurata ex art. 2343 c.c. predisposta da un esperto designato dal Tribunale, contenente la descrizione dei beni o crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti;
  - relazione predisposta dalla società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio fra i titoli rappresentativi del capitale delle società coinvolte nell'operazione, in cui si esprime un giudizio sull'adeguatezza nella scelta e applicazione dei metodi di valutazione da parte degli amministratori.

Infine, per le *Altre* operazioni la documentazione di riferimento è rappresentata dal documento informativo (art. 70 Regolamento Consob n. 11971) e, ove presente, dalla relazione giurata di stima.

### 3 – I risultati della ricerca empirica

Lo sviluppo degli obiettivi sopra richiamati ha richiesto in primo luogo l'individuazione dei principi di valutazione applicati dalla prassi professionale ai fini di una corretta impostazione delle ipotesi di base e applicazione delle metodologie valutative più appropriate tra quelle suggerite dalla dottrina economica e dalla prassi professionale, rispetto alla tipologia di operazione e di società coinvolte nelle operazioni. In secondo luogo si è reso necessario individuare i percorsi valutativi maggiormente seguiti dagli esperti nell'ambito delle valutazioni individuate, nonché le modalità di abbinamento degli stessi nel caso di impiego plurimo.

Una volta sviluppati i due punti è stato possibile verificare l'esistenza di una relazione tra la metodologia (o metodologie) adottata e il settore di attività entro cui sono classificate le società coinvolte nelle operazioni di M&A. A tal proposito si è fatto riferimento alla classificazione adottata dalla Borsa valori di Milano.

#### 3.1 – I principi di valutazione

Il valutatore, interno o esterno all'azienda, nello svolgimento del proprio incarico deve operare nel rispetto di regole e principi di generale accettazione.

In campo internazionale, un primo passo verso la formulazione di un corpus di principi di valutazione si deve ad un'agenzia para-governativa degli Stati Uniti (*The Appraisal Foundation*) che nel 1989, a seguito della catena di fallimenti della *Saving and Loans Institution* generata dallo scoppio della bolla immobiliare, avanzò la pubblicazione degli *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* (Uspap), standard di valutazione di immobili e di altri cespiti tangibili in grado di assicurare valutazioni "fondamentali" degli stessi. Nel tempo gli Uspap hanno ampliato il loro ambito di applicazione anche alle valutazioni d'impresa, di asset intangibili e di pacchetti di titoli (Uspap 9 e 11).

Al pari degli Stati Uniti anche in Germania per mezzo dell'*Institute der Wirtschaftsprüfer* (IDW) è stato emanato nel 1983 un corpus di principi di valutazione divisi in tre parti: i problemi fondamentali, i principi e metodi, la documentazione e la relazione.

In Italia, ad un crescente moltiplicarsi di "occasioni" in cui si richiede una stima del valore economico del capitale è corrisposta l'esigenza da parte del perito di essere assistito nell'espletamento del proprio incarico da principi e regole capaci di realizzare valutazioni fondamentali robuste e indipendenti in grado di esprimere valori assoluti, dimostrabili, razionali e affidabili.

Tuttavia, dopo un primo tentativo di generalizzazione dei principi di valutazione operato sul finire degli anni '80 da una apposita commissione sulla valutazione dell'azienda (Commissione sulla valutazione dell'azienda, 1989) nulla è stato fatto costringendo di fatto i nostri esperti a fare riferimento a quanto formulato in dottrina e/o dagli organismi professionali esteri.

Tutto quanto sopra premesso, ai fini della nostra ricerca si è ritenuto opportuno suddividere i principi richiamati nelle valutazioni oggetto di studio in due categorie: generali e specifici.

Per **principi generali di valutazione**, intendiamo i fondamenti e le regole di carattere generale a cui dovrebbe uniformarsi l'impianto valutativo nel suo complesso, indipendentemente dal tipo di operazione posta in essere. I principi generali di riferimento servono poi *ex post* per giudicare la correttezza di una valutazione, cioè per dire se in una certa fattispecie valutativa sono state definite con chiarezza le ipotesi di base ed è stato applicato il metodo più consono (Liberatore, 2006).

Per **principi di valutazione specifici** intendiamo, invece, quelli connessi alle singole tipologie di operazioni di M&A e alla finalità che il processo valutativo si pone per ognuna di esse.

Con riferimento ai *principi generali*, si è avuto modo di verificare che tutte le valutazioni del campione sono correlate da una premessa più o meno dettagliata volta alla illustrazione dei principi stessi.

Tutte, in particolare, indicano, come principi ge-

nerali di valutazione i seguenti:

- *razionalità*, inteso come quel principio secondo cui la stima deve essere costruita in base ad uno schema logico, chiaramente esplicitato, con passaggi condivisibili e valori che presentano un elevato grado di credibilità;
- *generalità*, inteso come quel principio secondo cui la stima deve prescindere dalle situazioni di contesto e deve elevarsi al di sopra degli interessi delle parti in una posizione di neutralità;
- *oggettività*, inteso come quel principio secondo cui la valutazione deve fare riferimento il più possibile a grandezze oggettive, anziché stimate o presunte, delle quantità che alimentano le formule valutative;
- *stabilità*, inteso come quel principio secondo cui la valutazione deve fare riferimento a grandezze non provvisorie e mutabili nel tempo.

Con riferimento ai *principi specifici*, al contrario, occorre rilevare come non sempre le relazioni di stima sono state precedute da una chiara ed esplicita identificazione degli stessi. In questi casi la loro individuazione è stata indirettamente rinvenibili dalle modalità di organizzazione e attuazione dell'intero impianto valutativo, nonché dalle ipotesi sottostanti la scelta e l'applicazione dei diversi metodi di valutazione per le singole fattispecie di operazioni.

Ciò detto, tra i principi di valutazione specifici quelli maggiormente richiamati in termini di frequenza nelle 130 valutazioni analizzate sono stati:

- per le *operazioni di fusione*: l'ottica stand alone, l'omogeneità e la comparabilità dei criteri adottati;
- per le *operazioni di conferimento*: l'ottica stand alone e, limitatamente alle relazioni dei Consigli di amministrazione in merito all'aumento di capitale sociale, l'omogeneità e comparabilità dei criteri adottati;
- per le *altre operazioni*: l'ottica stand alone.

Quando si dice che una valutazione viene eseguita nell'ottica *stand alone* ci si riferisce al fatto che la determinazione dei valori è realizzata considerando le società coinvolte nell'operazione di M&A come entità operativamente disgiunte.

Conseguentemente, le valutazioni prescindono da ogni considerazione concernente sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dall'eventuale integrazione delle entità stesse. In alcune delle valutazioni analizzate tale principio, pur assumendo nella sostanza il medesimo significato, è stato indicato come *principio della continuità gestionale*.

Di seguito si riportano alcuni stralci di relazioni in cui si è fatto esplicito riferimento all'ottica stand alone (o principio della continuità gestionale):

- “Le valutazioni sono state eseguite in un'ottica stand alone, non tenendo conto delle possibili sinergie strategiche, operative e finanziarie derivan-

ti dall'integrazione”;<sup>3</sup>

- “La valutazione delle due società ai fini del rapporto di cambio è effettuata in ipotesi di autonomia gestionale (stand alone) tenendo conto delle singole realtà aziendali come disgiunte e considerando le rispettive condizioni economiche”;<sup>4</sup>
- “Le valutazioni sono state eseguite in ipotesi di continuità gestionale delle aziende, assumendo il mantenimento di una gestione autonoma delle stesse, non tenendo conto delle possibili sinergie derivanti dall'integrazione, se non per quanto concerne le efficienze operative implicitamente previste per APGA nell'apposito Piano d'Ambito”;<sup>5</sup>
- “I valori utilizzati nella determinazione del rapporto di cambio sono assunti in ipotesi di continuità gestionale e non possono essere considerati rappresentativi di una valutazione delle singole società avulsa dal contesto in cui si colloca, né messi a confronto con eventuali prezzi di acquisizione o cessione (che normalmente valorizzano eventuali premi di maggioranza e sconti di minoranza). Tali valori neppure riflettono sinergie strategiche, operative e tariffarie attese dalla fusione”.<sup>6</sup>

Il principio della *omogeneità e comparabilità* dei criteri di stima parte dalla considerazione che l'obiettivo perseguito nelle valutazioni d'azienda non è tanto il livello assoluto dei valori attribuiti ai capitali delle singole aziende coinvolte in una data operazione, quanto la raffrontabilità dei dati che vengono paragonati ai fini della determinazione del prezzo di trasferimento.

Tuttavia, detto principio nelle relazioni risulta talora non tradotto; laddove esplicitato è stato inteso in tal senso:

- “La raccomandazione alla quale, nel caso di fusione, si fa spesso riferimento concerne

<sup>3</sup> Relazione del CdA La Gaiana Spa sul progetto di Fusione per incorporazione di La Gaiana Spa in Gabetti Property Solutions Spa ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile.

<sup>4</sup> Relazione congiunta dei CdA delle società coinvolte sul progetto di Fusione per incorporazione di GIM – Generale Industrie Metallurgiche Spa in INTEK Spa ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile.

<sup>5</sup> Relazione CdA di Azienda Piovese Gestione Acque-APGA srl su progetto di fusione per incorporazione di APGA in ACEGAS-APS Spa ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile.

<sup>6</sup> Relazione CdA Acquedotto Nicolay Spa sul progetto di fusione per incorporazione di Genova Acque società di servizi idrici per azioni, Acqua Italia Spa, Acquedotto De Ferrari Galleria Spa in Acquedotto Nicolay Spa ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile.

*l'omogeneità dei criteri di stima delle due aziende. Omogeneità non significa solo coincidenza di criteri, ma anche (e soprattutto) applicazione delle stesse regole e degli stessi comportamenti nelle scelte valutative essenziali. Per esempio: su quali durate e con quali modalità prevedere i flussi, come scegliere i tassi di attualizzazione, se e come conservare (o variare) i valori degli intangibili specifici, quale dettaglio e significato attribuire all'informazione patrimoniale, ecc. La vera omogeneità non verte tanto sull'aspetto formale dell'identità delle formule quanto sulle modalità con le quali esse vengono applicate e sui loro "contenuti", che derivano dall'analisi fondamentale. Per questa ragione il ricorso a metodi dimostrabili è spesso condizione essenziale affinché l'omogeneità non sia solo apparenza e possa essere adeguatamente documentata".*<sup>7</sup>

- *"Le valutazioni sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle società, dando preminenza all'omogeneità ed alla comparabilità dei criteri adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle società considerate singolarmente, e vanno unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla Fusione";*<sup>8</sup>
- *"In considerazione dell'obiettivo della valutazione nell'ambito di una fusione, cioè la determinazione dei valori relativi delle società che vi partecipano, nella scelta dei metodi di valutazione si sono adottati criteri quanto più possibile omogenei con l'intento di identificare valori raffrontabili correttamente piuttosto che quantificati oggettivamente. In linea di principio, l'utilizzo di criteri omogenei non comporta necessariamente l'applicazione dei medesimi metodi di valutazione per tutte le società interessate dalla fusione, ma più propriamente l'adozione di una medesima logica valutativa. In altri termini, la raffrontabilità dei valori potrebbe essere ottenuta attraverso l'impiego di differenti metodologie di valutazione qualora le società coinvolte nella fusione fossero caratterizzate da componenti di valori di natura diversa e che quindi richiedano un corretto apprezzamento attraverso metodologie differenti".*<sup>9</sup>

<sup>7</sup> In opinione valutativa sul rapporto di cambio nella fusione Sopaf-LM Etve a cura del Prof. Luigi Guatri, 22 marzo 2005, pag. 17.

<sup>8</sup> In relazione del CdA di Reti Bancarie Spa sul progetto di fusione per incorporazione di Reti Bancarie Spa e Bipielle Investimenti Spa in Banca Popolare Italiana Soc. Coop. ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile.

<sup>9</sup> In relazione del CdA di Acegas-Aps Spa sul progetto di fusione per incorporazione in quest'ultima di Aziende Piovese Gestione Acque – APGA Srl ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile.

### 3.2 – I metodi di valutazione utilizzati e il loro significato

- Nelle 130 valutazioni esaminate sono stati adottati diversi metodi di valutazione che ai fini delle analisi successive abbiamo raggruppato nelle seguenti categorie:
- metodi fondati su grandezze-flusso;
- metodi fondati su grandezze-stock;
- metodi misti;
- metodi fondati su valori dedotti dal mercato o dall'esperienza;
- altri metodi.
- Nei metodi fondati su **grandezze-flusso** sono stati inclusi il metodo finanziario e il metodo reddituale.
- Nei metodi finanziari ricomprendiamo quegli approcci basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda, oppure sui flussi di cassa disponibili per gli azionisti.
- Nell'ambito delle valutazioni analizzate tale metodo viene esplicitato attraverso la versione del *Dividend Discount Model* (DDM) e del *Dividend Cash Flow* (DCF)<sup>10</sup>.
- In particolare, il DDM<sup>11</sup> è stato utilizzato nei casi in cui il valore di un'impresa è stimato attraverso la somma del valore dei flussi dei dividendi distribuibili mantenendo una struttura patrimoniale adeguata e del valore terminale dell'impresa stessa.
- Per quanto, invece, attiene al DCF la versione maggiormente riscontrata nelle valutazioni osservate è stata quella *unlevered*, dove i flussi di cassa considerati sono i *free cash flow operativi* scontati al *Weighted Average Cost of Capital* – WACC.
- Con il *metodo reddituale* intendiamo tutti quegli approcci in cui il valore dell'azienda è stimato mediante l'attualizzazione di una rendita i cui termini sono rappresentati dai redditi che in futuro

<sup>10</sup> In un solo caso, la cessione dell'intera partecipazione in Enertad France sas da parte di Enertad, si fa riferimento al metodo finanziario nella versione di rendita perpetua su un flusso di cassa normalizzato, peraltro non specificandone i parametri.

<sup>11</sup> Il DDM è anche noto, in lingua italiana, come "Modello degli eccessi di capitale": ciò in quanto il valore di un'azienda è ottenuto come somma dei flussi dei dividendi futuri che potranno essere distribuiti, in quanto in eccesso sul capitale, attualizzati ad un tasso di sconto costante.

presumibilmente si potranno ritrarre dalla stessa. Nell'ambito delle valutazioni analizzate tale metodo ha trovato attuazione nelle seguenti versioni:

- *pura (o semplice)*, in cui, con riferimento ad un parametro reddituale unico, normale e costante nel tempo, il valore dell'azienda coincide con il valore attuale di una rendita illimitata;
- *complessa (o metodo di attualizzazione dei risultati attesi anno per anno)*, che stima il valore dell'azienda sulla base dei redditi normali attesi puntuali, determinati cioè anno per anno, su un orizzonte temporale che difficilmente supera i 10 anni.
- Tra i metodi di valutazione fondati su **grandezze-stock** è stato classificato essenzialmente il *metodo patrimoniale*. Quest'ultimo giunge alla determinazione del valore dell'azienda mediante la sommatoria delle singole poste dell'attivo e del passivo debitamente classificate e, se del caso, rettificata sulla base del principio che, mentre gli elementi passivi devono essere sempre considerati assumendone il valore nominale, le attività devono essere opportunamente stimate verificandone l'effettivo valore corrente ed apportando alle stesse le dovute modifiche dai principi prudenziali di valutazione, sempre nell'ottica di una azienda funzionante.<sup>12</sup> La ricerca evidenzia come il metodo patrimoniale risulti applicato sia nella versione *semplice*, che porta al valore del patrimonio netto rettificato, sia nella versione *complessa*, che porta alla stima del patrimonio netto integrato e cioè comprensivo degli intangibles non ricompresi in bilancio.
- Per **metodi misti** si sono intesi quei metodi che nell'ambito della valutazione economica del capitale prendono in considerazione sia il patrimonio netto (o operativo) rettificato sia il flusso di reddito. Tra le 130 valutazioni oggetto del presente studio, il metodo che ha risposto a queste caratteristiche è il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento.
- Per **metodo dei multipli** si intendono quei metodi che individuano il valore dell'azienda dall'osservazione delle relazioni che legano alcuni parametri significativi dell'azienda target ad alcune grandezze derivate dall'analisi di altre aziende.
- Nell'ambito del campione analizzato l'uso dei multipli avviene operativamente secondo due approcci:
  - il *metodo delle società comparabili*, inteso come

metodo che stima il prezzo più probabile per un'azienda non quotata, prendendo come riferimento un campione di società quotate, operanti nel medesimo settore e ritenute omogenee sul piano delle aspettative future e del rischio;

- il *metodo delle transazioni comparabili*, inteso come metodo che stima il prezzo più probabile per un'azienda confrontandolo direttamente con transazioni (negoziazioni, acquisizioni, fusioni, apporti, scambi di partecipazioni) di aziende comparabili effettivamente avvenute.<sup>13</sup>
- Infine, nella categoria denominata **altri metodi** sono state raggruppate tutte quelle metodologie di valutazione che, pur rientrando teoricamente nelle precedenti tipologie generali, si è deciso di considerare separatamente data la dignità autonoma attribuita loro nelle relazioni di stima del campione osservato. Tra questa ritroviamo:
  - il *metodo delle quotazioni di borsa*, che consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello mediamente attribuito dal mercato azionario nel quale le azioni della società sono trattate;
  - il *metodo della contribuzione*, in base al quale viene individuato il peso relativo delle società partecipanti alla fusione e, quindi, il contributo apportato da ciascuna società nella nuova entità risultante dall'aggregazione;
  - il *metodo della retta di regressione* (c.d. Value Map), secondo il quale si stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente tra redditività prospettica del capitale proprio della società e il relativo premio, o sconto, espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto rettificato della stessa;
  - il *Warrented Equity Method* (WEM),<sup>14</sup> secondo il quale il valore di una società è stimato sulla base della relazione esistente tra la redditività attesa (espressa dal ROE) sostenibile nel lungo periodo, il tasso nominale di crescita "g" degli utili nel lungo termine e il tasso di rendimento "K<sub>e</sub>" richiesto dagli investitori per investimenti alternativi con profilo di rischio comparabile (*cost of equity*);
  - il *metodo Somma delle Parti* (*Sum of Parts*), che si basa sulla determinazione del valore complessivo dell'azienda oggetto di valutazione come somma dei valori riferibili ad ogni *business* in cui la stessa opera, o per le diverse partecipazioni nel caso di holding di partecipazioni;

<sup>12</sup> Per un'ampia disamina dei criteri attraverso i quali procedere alla stima dei valori correnti si rinvia a (Liberatore, 2006; Zanda – Lacchini – Onesti, 2005).

<sup>13</sup> In alcune valutazioni tale approccio è indicato come *Direct market data method*.

<sup>14</sup> Il alcune valutazioni chiamato anche *Gordon Growth Model*.

- il *metodo dei prezzi obiettivo*,<sup>15</sup> secondo il quale il valore del capitale economico delle società coinvolte è stimato sulla base delle valutazioni espresse dagli analisti di ricerca (brokers, banche di investimento) nell'ambito delle loro pubblicazioni;
- il *metodo net asset value* (NAV) inteso, nell'ambito delle valutazioni in cui è stato richiamato, come “metodo che comporta la valutazione del patrimonio netto della società oggetto di stima attraverso la determinazione del valore corrente delle principali poste di capitale investito iscritte nell'attivo di bilancio (Enterprise Value) al netto del valore corrente del debito finanziario in essere alla data di riferimento”. Nei suoi aspetti sostanziali, il metodo NAV è assimilabile ad un approccio valutativo di tipo patrimoniale semplice. L'autonoma rappresentazione in tale ambito, come per tutta la categoria “altri metodi” deriva, come anticipato, dall'importanza e dal ruolo attribuito allo stesso nelle relazioni di stima del campione osservato. Il richiamo specifico a tale metodo è stato, infatti, riscontrato nel caso di società finanziarie di partecipazioni, il cui valore economico deriva principalmente dalla somma dei valori economici delle partecipazioni detenute come entità economiche valutabili singolarmente;
- il *metodo della creazione di valore* “inteso quale metodo che si basa sul premio massimo pagabile sul valore del capitale economico dell'azienda target senza trasferimento di valore tra gli azionisti dell'azienda aggregante e quelli dell'azienda target, in relazione alla valenza strategica della transazione. La modalità con la quale tale metodologia viene applicata è quella di aggiungere tutto il valore delle sinergie potenzialmente svilupparli a seguito di una transazione al valore *stand alone* dell'azienda target”;<sup>16</sup>
- il *metodo dei tassi di royalty* (*market royalty rates*, o simbolicamente,  $r/r$ ), che non costituisce un metodo di valutazione dell'intera azienda ma è utilizzato nella stima separata di un bene immateriale. Esso, infatti, attribuisce al bene stesso un valore pari alla somma attualizzata delle *royalty* ottenibili in caso di cessione dell'intangibile in uso

a terzi.<sup>17</sup>

### 3.2 – I metodi di valutazione maggiormente adottati dalla prassi italiana

Il tradizionale dibattito tra le valutazioni d'azienda mediante metodi basati su grandezze flusso e metodi dei multipli è storicamente contraddistinto, specie nelle applicazioni professionali, da fasi alterne: di dominanze delle prime, quindi delle seconde, fino al raggiungimento di un certo equilibrio (Sloan, 1991; Dechow, 1994; Guatri-Bini, 2002).

In verità, nell'ultimo decennio il metodo dei multipli, unitamente agli altri metodi cosiddetti “di mercato”, hanno di fatto preso il sopravvento rispetto alle metodologie tradizionali: pur se non indicati “ufficialmente” come metodi principali lo sono nella realtà operativa.

Non di rado, infatti, i risultati finali delle valutazioni osservate si sono fondati proprio su di essi ai quali poi si sono affiancati, forse per non smentire consolidate tradizioni, i metodi basati sui flussi di cassa o di reddito (Guatri-Bini, 2002).

Al fine di verificare quanto detto è stata calcolata la frequenza assoluta e relativa dei metodi adottati nelle 130 valutazioni oggetto di studio.

Nella tabella 1 è riportata la distribuzione delle frequenze ottenute.

I risultati ottenuti evidenziano come il metodo dei multipli e gli altri criteri valutativi di mercato, intesi quali metodi ancorati all'osservazione dei prezzi quotati nei mercati regolamentati sia per le società oggetto di stima (qualora le stesse siano quotate) sia per le società comparabili (sotto il profilo economico, strutturale ed operativo), sono stati quelli maggiormente adottati nel campione oggetto di studio.

Al riguardo, le metodologie più utilizzate nella prassi sono risultate il “*metodo delle società comparabili*”, il “*metodo della retta di regressione*”, il “*criterio delle quotazioni di Borsa*” e il “*metodo dei prezzi obiettivo*”.

In particolare, con riferimento al *metodo delle quotazioni di Borsa*, metodo dominante tra quelli classificati come “Altri metodi”, occorre precisare che il legislatore italiano all'art. 2441, co. 6, c.c. ne prevede il ricorso ai fini della stima del prezzo delle azioni emesse a servizio di un conferimento con la conseguente sua maggiore diffusione nell'ambito delle società quotate osservate.

<sup>15</sup> Molto spesso richiamato nelle relazioni con il termine di target price degli analisti finanziari.

<sup>16</sup> Definizione riportata nella relazione illustrativa di cui all'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile redatta dal Consiglio di Amministrazione di UniCredit Spa per il progetto di fusione per incorporazione di Capitalia Spa in Unicredit Spa.

<sup>17</sup> Tale metodo è richiamato nella valutazione del marchio Arena surgelati nell'operazione di cessione da parte di Roncadin Spa ad Agria Holding Spa della divisione operativa specializzata nel macrosettore alimentare dei surgelati. È questo l'unico caso del campione in cui si procede alla stima di un intangibile non iscritto in bilancio.

Tab. 1 – La distribuzione di frequenze dei metodi adottati nelle operazioni di M&amp;A

GRUPPI		FREQUENZA ASSOLUTA	FREQUENZA RELATIVA %
<b>Metodi fondati su grandezze flusso</b>	<i>Metodo Finanziario con rendita perpe-</i>	1	
	<i>Metodo DCF</i>	43	
	<i>Metodo DDM</i>	30	
	<b>Metodo Finanziario</b>	<b>74</b>	<b>24%</b>
	<i>Semplice</i>	5	
	<i>Complesso</i>	14	
	<b>Metodo Reddittuale</b>	<b>19</b>	<b>6,2%</b>
	<b>Totale metodi grandezze-Flusso</b>	<b>93</b>	<b>30,2%</b>
<b>Metodi fondati su grandezze stock</b>	<i>Semplice</i>	15	
	<i>Complesso</i>	3	
	<b>Totale metodi grandezze-Stock</b>	<b>18</b>	<b>5,8%</b>
<b>Metodi Misti</b>	<i>della stima autonoma dell'avviamento del valore medio</i>	21	
	<i>Totali metodi misti</i>	<b>22</b>	<b>7%</b>
<b>Metodi dei Multipli</b>	<i>Metodo delle transazioni comparabili</i>	8	
	<i>Metodo delle società comparabili</i>	58	
	<b>Totale metodi dei Multipli</b>	<b>66</b>	<b>21%</b>
<b>Altri metodi</b>	<i>Metodo Net Asset Value</i>	3	
	<i>Metodo dei prezzi obiettivo</i>	13	
	<i>Metodo Somma delle Parti</i>	13	
	<i>Metodo delle quotazioni di Borsa</i>	48	
	<i>Metodo Gordon Growth</i>	10	
	<i>Metodo della contribuzione</i>	10	
	<i>Metodo della retta di regressione</i>	10	
	<i>Metodo della creazione di valore</i>	2	
	<i>Metodo dei tassi di royalty</i>	1	
	<b>Totale Altri metodi</b>	<b>110</b>	<b>36%</b>
	<b>Totale frequenza metodi</b>	<b>309</b>	<b>100%</b>

Un discorso a parte merita poi il *metodo Somma delle parti* il cui utilizzo è dovuto alla presenza nel campione analizzato di società *multibusiness* per le quali la necessità di una valutazione per singole *business units* si giustifica dal fatto che le stesse presentano un profilo rischio-rendimento diverso.

Per quanto attiene ai metodi basati su grandezze flusso i risultati ottenuti evidenziano come anche nel nostro Paese, superato il tradizionale orientamento verso i metodi reddittuali, che comunque continuano ad avere un peso significativo, la categoria degli operatori finanziari e dei consulenti risulta sostanzialmente conforme nell'accordare la preferenza ai metodi finanziari.

Inoltre, dallo studio delle 130 valutazioni, si è potuto appurare come i metodi basati sui flussi, ed in particolare quelli finanziari, sono impiegati sia nei casi di *valutazioni assolute* legate a giudizi di congruità (per acquisizioni e cessioni, per conferimenti, per la definizione di rapporti tra azionisti, etc.), sia nei *giudizi di tipo relativo* (ad esempio, al fine della determinazione dei concambi di fusione tra società

non omogenee in quanto non appartenenti allo stesso settore, o di dimensioni molto diverse, etc.)

Oltre ai metodi fondati su grandezze-flusso, i risultati ottenuti mostrano un significativo utilizzo dei metodi patrimoniali e del metodo misto patrimoniale-reddittuale nella versione con stima autonoma dell'avviamento.

Dall'analisi documentale condotta sulle diverse metodologie valutative emerge chiaramente come non esiste il metodo ottimale applicabile alle diverse fattispecie operative.

Concretamente si è scelto, tra i metodi teoricamente utilizzabili, quello maggiormente adatto all'azienda oggetto di valutazione.

Inoltre, sul campione di 130 valutazioni analizzate in ben 75 casi il valutatore, per supportare le proprie analisi di ulteriori elementi, ha espresso il valore dell'azienda con un impiego plurimo dei metodi di valutazione.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> "L'impiego esclusivo o combinato dei metodi di valutazione ai fini della stima del capitale economico

In linea teorica, “l’impiego plurimo dovrebbe caratterizzarsi per l’abbinamento di metodi basati su impianti valutativi diametralmente opposti (reddituale e patrimoniale oppure finanziario e multipli), come se, guardando il fenomeno da prospettive diverse, lo si riuscisse a vedere meglio nella sua interezza” (Liberatore, 2006, p. 21).

Tuttavia, nella prassi valutativa gli abbinamenti non sono stati poi così netti.

Attraverso lo studio empirico si sono, infatti, notate alcune scelte inconsuete da parte del valutatore, come quella di utilizzare per una medesima valutazione il metodo finanziario e quello reddituale, entrambi appartenenti alla categoria dei metodi basati su grandezze flusso; oppure di non effettuare una vera e propria scelta, bensì applicare tutte (o quasi) le possibili metodologie formulate dalla teoria (a volte anche più di 5 insieme) per arrivare, poi, alla stima del valore finale ad esempio attraverso una media dei diversi risultati ottenuti.<sup>19</sup>

Nella tabella 2 sono riportati gli abbinamenti più frequentemente riscontrati nelle 130 relazioni di stima esaminate.

Tab. 2 – *Frequenza abbinamenti metodi di valutazione*

Metodi abbinati	Frequenza
Finanziari/Multipli/Altri	24
Finanziari/Multipli	18
Finanziari/Reddituali/Patrimoniali	8
Finanziari/Altri Metodi	4
Finanziari/Reddituali/Multipli/Altri	4
Finanziari/Misti/Multipli	2
Multipli/Altri Metodi	6
Misti/Multipli/Altri	2
Misti/Altri	2
Reddituali/Misti/Multipli	4

Il fine ultimo di ogni processo valutativo è la

*d’impresa rappresenta uno dei dubbi classici della dottrina valutativa. In generale, si può dire che, se in una determinata fattispecie valutativa un metodo si pone come preferibile rispetto agli altri, è consigliabile seguire quel metodo in via esclusiva. Tuttavia, la preferenza di un metodo non è sempre così netta e il valutatore procede a valutare anche con metodi alternativi”* (Liberatore, 2006, p. 21).

<sup>19</sup> In questa casistica rientrano, per esempio, le fusioni tra Banca Lombarda e Piemontese Spa in Banche Popolari Unite s.c.p.a (in cui sono stati applicati 5 metodi), tra Banca popolare di Verona e Novara e Banca popolare italiana (in cui sono stati applicati 6 metodi), tra Capitalia e Unicredit (in cui sono stati applicati 7 metodi), Intesa Spa e Sanpaolo Imi Spa (7 metodi).

stima del valore economico da attribuire all’oggetto della stima.

Ne consegue che, l’impiego plurimo implica l’attribuzione di un ruolo a ciascuno dei metodi impiegati e, quindi, dei valori con essi ottenuti.

In merito, dallo studio condotto sono emersi quattro principali approcci da noi così classificati:

- *gerarchico*, nel caso in cui l’impiego esclusivo di un metodo (principale), è stato accompagnato da una seconda valutazione tesa a verificare l’affidabilità del valore ottenuto (metodo di controllo);
- *sintetico*, nel caso in cui l’impiego plurimo si è concluso con una media, semplice o ponderata, dei valori ottenuti;
- *range di valori*, nel caso il cui l’impiego plurimo ha portato alla definizione di una range di valori (minimo/massimo) entro cui è stato poi scelto il valore economico finale;
- *misto*, quando nell’ambito dell’approccio gerarchico sono stati utilizzate più metodologie principali che si sono concluse o con una media o con la definizione di un range di valori. La validità del valore così ottenuto è stata poi verificata attraverso uno o più metodi di controllo.

L’approccio più seguito dal valutatore nell’impiego plurimo è stato quello gerarchico, che prevede, come anticipato, un metodo principale affiancato da uno o più metodi di controllo (Tabella 3).

Tab. 3 – *Ruolo dei metodi nell’impiego plurimo*

Ruolo	Frequenza
Gerarchico	30
Sintetico	3
Range di valori	13
Misto	29

A seguire troviamo l’approccio misto, che abbiamo così indicato poiché partendo da un approccio base, quello gerarchico, presenta poi caratteristiche comuni agli altri due (sintetico e range di valori).

In una accezione allargata, dunque, l’approccio gerarchico deve essere considerato sia singolarmente sia all’interno dell’approccio misto. In tale ambito la ricerca ha inteso verificare quale, tra i metodi utilizzati, assume più volte il ruolo “principale” (tabella 4).

In particolare, i risultati ottenuti evidenziano come nel caso di approccio gerarchico in senso stretto il modello che assume per eccellenza il ruolo di metodo principale è il DCF. Mentre, la situazione si capovolge quando il valutatore considera più metodologie principali (approccio misto). In quest’ultimo caso, infatti, i metodi considerati come principali sono il DDM, il metodo delle quotazioni di borsa e il metodo delle società comparabili, combinati fra loro o con gli altri metodi.

Tab. 4 – Il metodo “principale” nell’approccio gerarchico e misto

APPROCCIO	METODO PRINCIPALE	FREQUENZA
<b>Gerarchico</b>	<i>Metodo DCF</i>	15
	<i>Metodo delle società comparabili</i>	4
	<i>Metodo Patrimoniale</i>	4
	<i>Metodo misto</i>	3
	<i>Metodo delle quotazioni di borsa</i>	3
	<i>Metodo DDM</i>	2
<b>Misto</b>	<i>Metodo DDM</i>	19
	<i>Metodo delle quotazioni di borsa</i>	18
	<i>Metodo delle società comparabili</i>	18
	<i>Metodo reddituale</i>	10
	<i>Metodo misto</i>	6
	<i>Metodo Patrimoniale</i>	4
	<i>Metodo DCF</i>	4

### 3.2 – L’influenza del settore di attività sulla scelta delle metodologie valutative

Individuati i percorsi valutativi maggiormente seguiti in occasione delle diverse operazioni di finanza straordinaria, nonché le modalità di combinazione nel caso di impiego plurimo, si è voluto verificare se esiste una correlazione tra il settore di attività delle società oggetto di stima e la scelta della metodologia di valutazione più opportuna. A tal fine, le società coinvolte nelle 47 operazioni di M&A sono state raggruppate nei diversi settori di appartenenza facendo riferimento alla classificazione adottata dalla Borsa valori di Milano (Tabella 5).

Alla classificazione delle società in ordine al proprio settore di appartenenza è seguito l’abbinamento ad ognuno di essi dei metodi di valutazione utilizzati nelle 130 valutazioni analizzate. Così facendo è stato possibile determinare, sia in termini assoluti che percentuali, il numero di volte in cui nell’ambito di uno stesso settore è stata richiamata la medesima metodologia di valutazione (Tabella 6).

Ovviamente, poiché nel complesso i metodi fondati su grandezze-flusso risultano essere quelli maggiormente adottati per la stima del valore economico del capitale nelle operazioni di M&A osservate, questo risultato si riflette anche su tutti i macro-settori interessati dalla ricerca.

Tab. 5 – Le società coinvolte in operazioni di M&amp;A divise per settore di attività

Macro-Settore	Settore Attività	N. Società	%	N. Valutazioni per Settore
<b>Servizi</b>	<i>Servizi diversi</i>	3		
	<i>Servizi di pubblica utilità</i>	30		
	<i>Trasporti/Turismo</i>	2		
	<b>Totale</b>	<b>35</b>	<b>32%</b>	<b>38</b>
<b>Industriali</b>	<i>Alimentari</i>	4		
	<i>Costruzioni</i>	2		
	<i>Elettronici/Elettrodomestici</i>	2		
	<i>Industriali diversi</i>	25		
<b>Totale</b>	<b>33</b>	<b>30%</b>	<b>26</b>	
<b>Finanziari</b>	<i>Assicurazioni</i>	7		
	<i>Banche</i>	18		
	<i>Finanziarie di partecipazione</i>	7		
	<i>Immobiliari</i>	9		
<b>Totale</b>	<b>41</b>	<b>38%</b>	<b>66</b>	
<b>Totale società coinvolte</b>		<b>109</b>	<b>100%</b>	<b>130</b>

Tab. 6 – La distribuzione di frequenza dei metodi di valutazione per Settore di attività

Metodi di Valutazione	Macro-Settori					
	Servizi	%	Industriali	%	Finanziari	%
Metodo Finanziario	1		---		---	
Metodo DCF	26		12		5	
Metodo DDM	---		---		30	
<b>Metodo Finanziario</b>	<b>27</b>	<b>43%</b>	<b>12</b>	<b>26%</b>	<b>35</b>	<b>17%</b>
Semplice	1		4		---	
Complesso	5		3		6	
<b>Metodo Reddittuale</b>	<b>6</b>	<b>9%</b>	<b>7</b>	<b>15%</b>	<b>6</b>	<b>3%</b>
<b>Totale metodi grandezze-Flusso</b>	<b>33</b>	<b>52%</b>	<b>19</b>	<b>41%</b>	<b>41</b>	<b>20%</b>
Semplice	7		---		8	
Complesso	---		1		2	
<b>Totale metodi grandezze-Stock</b>	<b>7</b>	<b>11%</b>	<b>1</b>	<b>3%</b>	<b>10</b>	<b>5%</b>
della stima autonoma dell'avviamento	1		4		16	
del valore medio	---		1		---	
<b>Totale metodi Misti</b>	<b>1</b>	<b>2%</b>	<b>5</b>	<b>11%</b>	<b>16</b>	<b>8%</b>
Metodo delle transazioni comparabili	---		2		6	
Metodo delle società comparabili	9		12		37	
<b>Totale metodi dei Multipli</b>	<b>9</b>	<b>14%</b>	<b>14</b>	<b>30%</b>	<b>43</b>	<b>22%</b>
Metodo Net Asset Value (NAV)	2		---		1	
Metodo dei prezzi obiettivo	2		---		11	
Metodo Somma delle Parti	---		---		13	
Metodo delle quotazioni di Borsa	9		6		33	
Metodo Gordon Growth	---		---		10	
Metodo della contribuzione	---		---		10	
Metodo della retta di regressione	---		---		10	
Metodo della creazione di valore	---		---		2	
Metodo dei tassi di royalty	---		1		---	
<b>Totale Altri metodi</b>	<b>13</b>	<b>21%</b>	<b>7</b>	<b>15%</b>	<b>90</b>	<b>45%</b>
<b>Totale Metodi impiegati</b>	<b>63</b>	<b>100%</b>	<b>46</b>	<b>100%</b>	<b>200</b>	<b>100%</b>

Accertata la superiorità dei metodi fondati su grandezze flusso in tutti i settori coinvolti, si è deciso di depurare i risultati dall'influenza dei metodi finanziari e reddittuali e verificare così il diverso peso assunto da tutte le altre metodologie (Tabella 7).

Posto, infatti, che nell'ambito di un medesimo settore di attività trovano collocazione aziende contraddistinte da elementi distintivi comuni, obiettivo del presente lavoro è quello di verificare se la scelta della metodologia da adottare, ai fini della stima del valore economico del capitale, è funzione delle caratteristiche delle società coinvolte nell'operazione, oltre gli obiettivi della valutazione stessa.

Nell'ambito del campione di società analizzate, quelle classificate nel settore *Servizi* sono nella quasi totalità appartenenti alla categoria dei servizi pubblici locali.

Le caratteristiche di questo specifico settore implicano, nelle valutazioni d'azienda, l'utilizzo di parametri valutativi profondamente differenti, tali da non poter individuare una metodologia preferita ad altre.

Ribadendo, infatti, il prevalente impiego anche

in tale settore dei metodi finanziari, i dati riportati nella tabella 7 evidenziano un ricorso pressoché identico al metodo patrimoniale (24% dei casi), al metodo delle quotazioni di borsa e al metodo dei multipli (30% dei casi).

Questi ultimi, sono forse più diffusi poiché capaci di azzerare contemporaneamente le principali variabili dalle quali discende il valore di tali aziende, ossia la grandezza e consumo per utente del bacino servito e il grado di remuneratività delle tariffe applicate.

Nelle valutazioni delle società classificate come *Industriali*, in alternativa ai metodi finanziari e reddittuali, si è avuto un rilevante ricorso al metodo dei Multipli (utilizzato nel 52% dei casi).

Il sempre maggior peso attribuito a tale metodologia, in linea con quanto osservato già da tempo da studiosi e professionisti (Morpurgo, 2004), pur se apparentemente in contrasto con le caratteristiche tipiche delle aziende del settore, in cui il valore delle immobilizzazioni materiali oscilla mediamente dal 40% al 70% rispetto al totale delle attività, è probabilmente indotto da motivi essenzialmente pratici.

Tab. 7 – Le metodologie di valutazione adottate nei Settori di attività

Metodi di Valutazione	Macro-Settori					
	Servizi	%	Industriali	%	Finanziari	%
<i>Semplice</i>	7		---		8	
<i>Complesso</i>	---		1		2	
<b>Totale metodi grandezze-Stock</b>	<b>7</b>	<b>24%</b>	<b>1</b>	<b>4%</b>	<b>10</b>	<b>6%</b>
<i>della stima autonoma dell'avviamento</i>	1		4		16	
<i>del valore medio</i>	---		1		---	
<b>Totale metodi Misti</b>	<b>1</b>	<b>3%</b>	<b>5</b>	<b>18%</b>	<b>16</b>	<b>10%</b>
<i>Metodo delle transazioni comparabili</i>	---		2		6	
<i>Metodo delle società comparabili</i>	9		12		37	
<b>Totale metodi dei Multipli</b>	<b>9</b>	<b>30%</b>	<b>14</b>	<b>52%</b>	<b>43</b>	<b>27%</b>
<i>Metodo Net Asset Value (NAV)</i>	2		---		1	
<i>Metodo dei prezzi obiettivo</i>	2		---		11	
<i>Metodo Somma delle Parti</i>	---		---		13	
<i>Metodo delle quotazioni di Borsa</i>	9		6		33	
<i>Metodo Gordon Growth</i>	---		---		10	
<i>Metodo della contribuzione</i>	---		---		10	
<i>Metodo della retta di regressione</i>	---		---		10	
<i>Metodo della creazione di valore</i>	---		---		2	
<i>Metodo dei tassi di royalty</i>	---		1		---	
<b>Totale Altri metodi</b>	<b>13</b>	<b>43%</b>	<b>7</b>	<b>26%</b>	<b>90</b>	<b>57%</b>
<b>Totale Metodi impiegati</b>	<b>30</b>	<b>100%</b>	<b>27</b>	<b>100%</b>	<b>159</b>	<b>100%</b>

Per quanto attiene al settore *Finanziari* nel nostro campione lo stesso è composto, in misura prevalente, da società bancarie le cui caratteristiche hanno fortemente influenzato i risultati ottenuti.<sup>20</sup>

Da qui la necessità di introdurre, seppur brevemente, il quadro di riferimento entro cui le stesse trovano sviluppo.<sup>21</sup>

Fino agli inizi degli anni novanta, in Italia, i “prezzi” fatti nelle negoziazioni di pacchetti azionari di controllo di società bancarie si sono ampiamente basati su valori calcolati secondo il metodo patrimoniale complesso, dove il valore dei beni immateriali non contabilizzati esprime il valore strategico della raccolta.

In tale prospettiva metodologica, tale valore è stato prevalentemente stimato applicando, con criteri empirici, due diverse percentuali all'ammontare della raccolta, diretta e indiretta.

L'ipotesi implicita accolta, che costituisce il fondamento applicativo di tale regola valutativa, consiste nel supporre l'esistenza di una relazione di tipo lineare tra la raccolta di date masse finanziarie e l'attitudine della banca a produrre nuova ricchezza in misura soddisfacente.

L'evoluzione normativa unita ai mutamenti delle

condizioni di competitività nel settore creditizio ha nel tempo, tuttavia, provocato un cambiamento delle modalità di accertamento delle condizioni di formazione dei prezzi.

I profili di appetibilità strategica delle aziende di credito sono apparsi sempre meno collegabili al solo parametro dei volumi raccolti e intermediati, e, per contro, sempre più connesse a condizioni di efficienza e redditività, anche se mai disgiunte da circostanze espressive di dimensioni strutturali e di processo, di risorse, di quote di mercato e così via.<sup>22</sup>

In questo contesto, i risultati ottenuti attraverso l'analisi documentale evidenziano il rilevante ruolo assunto da quei metodi di valutazione in grado di apprezzare, più incisivamente, nei profili della redditività, dell'efficienza e dello sviluppo, il valore strategico della banca.

Tra questi, rientrano il metodo DDM, il metodo reddituale e il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento.

Accanto a questi assumono significativo interesse i criteri valutativi di mercato tra cui prevalgono il metodo delle società comparabili, il metodo delle quotazioni di Borsa, il metodo dei prezzi obiettivo, il metodo della retta di regressione, il metodo della contribuzione e il metodo Gordon Growth.

<sup>20</sup> Nell'ambito delle operazioni di M&A osservate, su 41 società classificate come Finanziarie ben 18 sono rappresentate da Banche, 7 da Assicurazioni, 7 da Finanziarie di partecipazioni e 9 da Immobiliari.

<sup>21</sup> (D'Amico, 1995).

<sup>22</sup> Cfr. Provasoli A., *Relazione di stima del rapporto di cambio redatta per Banca Intesa Spa*, pp. 11 e ss.

## 4 – Conclusioni

Nella varietà degli approcci seguiti dalla pratica professionale per addivenire ad una valutazione del capitale d'impresa in occasione di operazioni di M&A non è emerso un unico approccio valutativo valido in assoluto per tutte le fattispecie operative, né tantomeno per tutti i settori di attività. Si sono, però individuati dei metodi di valutazione prevalenti, in base alle caratteristiche del settore entro cui operano le società coinvolte nelle operazioni di M&A. Infatti, se si escludono i metodi fondati su grandezze flusso che, indipendentemente dal settore di attività e dalla fattispecie operativa, risultano essere di fatto quelli maggiormente richiamati in tutte le 130 valutazioni analizzate, è stato possibile osservare delle scelte prevalenti a seconda del settore di attività entro cui l'operazione straordinaria veniva compiuta. In particolare:

- nel settore Servizi è prevalso l'uso dei metodi patrimoniale, delle quotazioni di borsa e dei multipli. Soprattutto questi ultimi sono più diffusi del metodo patrimoniale poiché capaci di azzerare contemporaneamente le principali variabili dalle quali discende il valore di tali aziende, ossia la grandezza e consumo per utente del bacino servito e il grado di remuneratività delle tariffe applicate;
- nel settore Industriali è prevalso l'uso del metodo dei Multipli. Questo risultato è in palese contrasto con le caratteristiche tipiche delle aziende del settore, in cui il valore delle immobilizzazioni materiali oscilla mediamente dal 40% al 70% rispetto al totale delle attività. A nostro avviso la scelta dei multipli come metodologie di valutazione di queste aziende è strettamente legata a motivi essenzialmente pratici;
- nel settore Finanziari, in cui prevalgono società bancarie, lo studio ha evidenziato il rilevante ruolo assunto da quei metodi di valutazione in grado di apprezzare più incisivamente, nei profili della redditività, dell'efficienza e dello sviluppo, il valore strategico della banca. Tra questi, rientrano il metodo DDM, il metodo reddituale e il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento. Accanto a questi assumono significativo interesse i criteri valutativi di mercato tra cui prevalgono il metodo delle società comparabili, il metodo delle quotazioni di Borsa, il metodo dei prezzi obiettivo, il metodo della retta di regressione, il metodo della contribuzione e il metodo Gordon Growth.

Inoltre, l'analisi congiunta dei dati empirici evidenzia come anche in Italia ci si orienti sempre di più nell'accostare alle tradizionali metodologie - reddituali, finanziarie e patrimoniali - quei criteri valutativi cosiddetti "di mercato", ancorati alla osservazione dei prezzi quotati nei mercati regolamentati sia per le so-

cietà oggetto di stima (ovviamente solo quando queste siano quotate) sia per società comparabili (sotto il profilo economico, strutturale e operativo). Quanto detto vale soprattutto con riferimento a particolari settori di attività (*assicurativo e bancario*), a specifiche operazioni straordinarie (*fusioni*) o specifici elementi patrimoniali da valutare (*intangibles*).

## References

- Bianchi Martini S., Cinquini L., Di Stefano G. and Galeotti M. (2000), *Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*, FrancoAngeli, Milano
- Borsa Italiana (2004), *Guida alla valutazione*, Milano
- Caramiello C. (1993), *La valutazione dell'azienda. Prime riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano
- Ceriani G. (1998), *Il trasferimento dell'impresa in economia aziendale*, Cedam, Padova
- Commissione sulla valutazione dell'azienda (1989), *Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni azionarie*, Egea, Milano
- Copeland T., Koller T. and Murrin J. (2002), *Il valore dell'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano
- Damodaran A. (2001), *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano
- Dechow P.M. (1994), Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals, *Journal of Accounting and economics*, n. 18
- Ferrero G. (1966), *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano
- Ferrero G. (1998), *Finanza aziendale: valutazione*, McGraw-Hill, Milano
- Giannessi E. (1979), *Appunti di economia aziendale*, Pacini, Pisa
- Grandis F.G. (1994), *La valutazione delle aziende nella dottrina e nella pratica tedesca*, Edizioni Kappa, Roma
- Guatri L. and Bini M. (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano
- Guatri L. and Bini M. (2002), *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Vol. I e II, Università Bocconi Editore, Milano
- Guatri L. (1990), *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, Egea, Milano
- Hinteruber A. (1996), La valutazione delle imprese in Germania. Risultati di una ricerca empirica, *La valutazione delle aziende*, n. 2
- Koller T., Goedhart M. and Wessels D. (2005), *Valuation. Measuring and Managing the value of companies*, John Wiley & Sons, New-Jersey
- Liberatore G. (2006), *La valutazione nelle PMI*, FrancoAngeli, Milano
- Liberatore G. and Musai A. (2006), Capitale e reddito. Il principio della coerenza nella valutazione d'a-

zienda, *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, gennaio-febbraio

Morpurgo E. (2004), L'uso crescente del metodo dei multipli di mercato nel M&A, *La valutazione delle aziende*, n. 32

Musaio A. (2001), *Il trasferimento del ramo d'azienda*, FrancoAngeli, Milano

Olivotto L. (1983), *La valutazione economica dell'impresa*, Cedam, Padova

Paganelli O. (1990), *Valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino

Pratt S.P., Reilly R.F. and Schweih R.P. (1998), *Valuing small business and professional practices*, McGraw-Hill, New York

Rappaport A. (1989), *La strategia del valore*, Etas, Milano.

Salvidio A. (1997), I principi di valutazione dei revisori contabili tedeschi, *La valutazione delle aziende*, n. 7/8/9

Sloan G. (1991), Using Earnings and Free Cash Flow to Evaluate Corporate Performance, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n. 1, primavera

Viel J., Bredt O. and Renard M. (1991), *La valutazione delle aziende*, Etas, Milano

Zanda G., Lacchini M. and Onesti T. (2005), *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino

Zappa G. (1950), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè editore, Milano