



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Operazioni di finanza straordinaria

**La valutazione delle aziende nelle operazioni straordinarie.
Presentazione di alcuni casi.**

RELATORE

Prof. Lucio Potito

CANDIDATO

Federico Sica

Matr. 154921

ANNO ACCADEMICO 2011/2012

Alla mia famiglia

Indice

PARTE I: Metodi di valutazione delle aziende

Premessa	5
1 Metodo Patrimoniale.....	6
1.1 Patrimoniale semplice.....	6
1.2 Patrimoniale complesso.....	9
2 Metodo reddituale.....	13
2.1 Il reddito.....	14
2.2 Il tasso di attualizzazione	16
3 Metodo finanziario	19
3.1 Approccio <i>asset side</i>	19
3.2 Approccio <i>equity side</i>	22
4 Metodi misti.....	24
4.1 Metodo del valore medio	24
4.2 Metodo della stima autonoma del <i>goodwill</i>	24
4.3 Metodo basato sull'EVA®	25
5 Metodo dei multipli	27
6 Il <i>venture capital method</i> (cenni)	30

PARTE II: L'applicazione dei metodi di valutazione delle aziende alle operazioni straordinarie

7 La fusione.....	31
7.1 Descrizione e finalità della fusione	31
7.2 Il rapporto di cambio.....	32
7.3 La valutazione delle società	33
7.4 Il caso della fusione per incorporazione di CSA International S.r.l. in Monti Ascensori S.p.A.....	35

8	Il <i>leveraged buyout</i>	40
8.1	Descrizione e finalità del <i>leveraged buyout</i>	40
8.2	La valutazione della società target.....	41
9	La scissione	43
9.1	Descrizione e finalità della scissione.....	43
9.2	Il rapporto di cambio.....	44
9.3	La valutazione delle società	44
9.4	Il caso della scissione parziale di Bastogi S.p.A. a beneficio di Brioschi Sviluppo immobiliare S.p.A.....	45
10	Il conferimento	52
10.1	Descrizione e finalità del conferimento.....	52
10.2	La valutazione dell'azienda conferita.....	52
10.3	Il caso del conferimento del ramo d'azienda di ASM Brescia S.p.A. a favore di CIGE S.p.A.....	53
11	L'Initial Public Offering.....	59
11.1	Descrizione e finalità dell'IPO	59
11.2	La determinazione del prezzo di offerta	60
11.3	Il caso dell'IPO di Salvatore Ferragamo S.p.A.	61
12	Il <i>Private Equity</i>	63
12.1	Descrizione e finalità del <i>Private Equity</i>	63
12.2	La valutazione dell'impresa <i>target</i>	63
13	La trasformazione	65
13.1	Descrizione e finalità della trasformazione	65
13.2	La stima del patrimonio	65
	Conclusione	67
	Bibliografia.....	68

Premessa

L'elaborato è volto ad approfondire i principali metodi di valutazione delle aziende, e come questi vengono applicati all'interno delle operazioni c.d. straordinarie.

Queste rappresentano un'opportunità a disposizione delle imprese per l'attuazione di strategie finalizzate a creare valore. Una corretta valutazione è quindi strumento essenziale per raggiungere gli obiettivi posti e, allo stesso tempo, non ledere gli interessi di eventuali minoranze.

La prima parte è incentrata sull'esame dei metodi di valutazione maggiormente adottati sia nella prassi professionale, sia nelle valutazioni degli investitori istituzionali. Sono analizzati sia criteri assoluti, basati su modelli e formule (metodi patrimoniale, reddituale, finanziario e misti), sia criteri relativi, basati sulla comparazione della società (metodo dei multipli).

Nella seconda parte sono illustrate le principali operazioni straordinarie. Ogni operazione prevede inizialmente una sua descrizione, focalizzando l'attenzione sul ruolo che assume una giusta valutazione. Successivamente sono riportati, di caso in caso, i metodi che dovrebbero essere utilizzati e i motivi che portano ad applicare quei determinati criteri. Alcune operazioni (fusione, scissione, conferimento e IPO) prevedono l'esposizione di casi aziendali per un'illustrazione pratica di quanto esposto.

PARTE I: Metodi di valutazione delle aziende

1 Metodo Patrimoniale

L'utilizzo del metodo patrimoniale nella valutazione delle aziende ha avuto ampia diffusione per via della oggettività che lo caratterizza. Tale metodo determina il capitale netto economico in modo analitico, partendo dal capitale netto contabile e rettificando i valori dell'attivo e del passivo. Questo ne rappresenta però anche il limite maggiore: si giunge, infatti, ad un valore statico del capitale, che non rispecchia le capacità dell'impresa di generare flussi¹. Per tali motivi questo metodo è largamente adottato per le società il cui valore dipende in particolar modo dai cespiti dell'attivo che le compongono: società immobiliari e *holding* pure.

Il metodo patrimoniale può essere suddiviso in due categorie:

- a) patrimoniale semplice
- b) patrimoniale complesso.

1.1 Patrimoniale semplice

Con il metodo patrimoniale semplice per giungere al valore del capitale vengono considerati solo i beni materiali, secondo questa formula:

$$K = C + \left(\sum_{i=1}^n P_i - \sum_{i=1}^n M_i \right) (1 - t_c)^2 \quad [1.1]$$

dove:

K = capitale netto rettificato, che coincide con il valore dell'azienda

C = capitale netto contabile

P = plusvalenze derivanti dalle rettifiche

M = minusvalenze derivanti da rettifiche

¹ In realtà, come si vedrà tra poco, non sempre si può evitare di considerare i flussi di cassa. Questi possono essere utili per valutare alcuni beni intangibili.

² GUATRI L. e BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Università Bocconi Editore, 2005, p. 135.

t_c = aliquota fiscale sui plusvalori latenti³.

Di seguito vengono spiegate le operazioni da effettuare per la rilevazione delle plusvalenze e minusvalenze in modo da giungere ai valori correnti dei beni, e, di conseguenza, al capitale economico dell'azienda.

Immobilizzazioni materiali

Per stabilire il valore delle immobilizzazioni materiali bisogna innanzitutto dividerle in due categorie⁴:

- quelle che hanno un mercato attivo, si può utilizzare il valore corrente desumibile dal mercato dell'usato;
- quelle che non hanno un mercato attivo, si possono utilizzare il costo di riproduzione o il costo di sostituzione. Il primo è utilizzato quando è più economico ricostruire un bene per rimpiazzarlo e il costo da iscrivere è quindi quello da sostenere per riprodurlo. Quando non è possibile, oppure non è significativo a causa delle innovazioni tecnologiche, applicare il costo di riproduzione, si adotta il costo di sostituzione. Quest'ultimo rappresenta il costo necessario per realizzare o acquisire un bene che abbia analoghe utilità e funzioni.

In ambo i casi si deve procedere a diminuire il valore ottenuto per via del deperimento fisico e dell'obsolescenza.

Considerazione a parte meritano i beni in *leasing*. Per verificare se vi siano eventuali plusvalenze (o minusvalenze) si confronta il valore corrente del bene con il valore attuale del debito residuo.

Rimanenze

Per quanto concerne le rimanenze si può distinguere tra:

- materie prime, sussidiarie e di consumo, possono essere stimate con l'ultimo costo d'acquisto o, se disponibile, il valore corrente di mercato;

³ Per un approfondimento sull'aliquota da adottare v. *ibidem*, p. 132 e ss. e BALDUCCI D., *La valutazione dell'azienda*, Milano, Edizioni Fag, 2009, pp. 172 e ss.

⁴ BALDUCCI, *op. cit.*, p. 123 e ss. e GUATRI-BINI, *op. cit.*, p. 119 e ss.

- semilavorati, valutati in base al costo di produzione considerando lo stato di avanzamento dei lavori;
- prodotti finiti, iscritti al minore tra il costo di produzione e il costo medio di vendita, diminuito degli oneri non ancora sostenuti;
- lavori in corso su ordinazione e commesse pluriennali, valorizzati alla percentuale di completamento, tenendo eventualmente conto dei *claims*⁵.

Partecipazioni

Le partecipazioni si possono classificare in:

- partecipazioni in società controllate, per la cui valutazione bisogna determinare il valore economico della controllata, al quale può essere aggiunto un premio di maggioranza⁶. Nel caso in cui il valore della controllata dipenda fortemente dal gruppo in cui è inserita, diviene più significativa la stima del valore dell'intero gruppo, basandosi sul bilancio consolidato. Se, invece, il valore della partecipazione dovesse risultare negativo, a causa di perdite pregresse o attese, oltre all'annullamento della stessa si deve provvedere prima ad una diminuzione di eventuali crediti verso la controllata, e, se non fossero sufficienti, si deve stanziare un fondo nel passivo⁷.

Considerazioni analoghe si possono fare per le partecipazioni che, pur non essendo di controllo, sono rilevanti, seppur con il limite della carenza di informazioni;

- partecipazioni in società non controllate (e non di rilievo), nel caso siano in società quotate, si fa riferimento ai prezzi desumibili dal mercato. Se in società non quotate, si assume come valore il capitale netto contabile o si utilizzano i prezzi di mercato di società comparabili. Solo quando l'acquisto è recente sembra essere significativo l'utilizzo del criterio del costo.

⁵ Si tratta di eventuali maggiori ricavi a cui si può avere diritto in futuro. Essendo incerti non sono contabilizzati, ma andrebbero stimati nel momento in cui si valuta l'azienda.

⁶ Per la determinazione v. GUATRI-BINI, *op. cit.*, cap. 23.

⁷ *Ivi*, pp. 126-127.

Titoli a reddito fisso

Per i titoli a reddito fisso è utile fare una distinzione tra⁸:

- titoli quotati, dove ci si può semplicemente rifare ai valori derivanti dal mercato;
- titoli non quotati, in cui si utilizza il valore nominale o del costo se i tassi di rendimento dei titoli e quelli del mercato non presentano significanti scostamenti. In caso contrario si può assumere il prezzo di titoli similari quotati. Quando ciò non è possibile, per assenza di titoli quotati che abbiano le stesse caratteristiche, si confrontano i tassi dei titoli non quotati con quelli del mercato: se i tassi del mercato sono più elevati si deve procedere ad una rettifica in diminuzione che deriva da un valore attuale minore rispetto al valore nominale. Considerazioni opposte se i rendimenti di mercato sono inferiori.

Crediti

I crediti sono generalmente valutati al nominale. Devono tuttavia essere attualizzati in due casi⁹:

- se non sono fruttiferi di interesse;
- se maturano interessi e questi non sono in linea con quelli di mercato. Anche qui, se il tasso di mercato è superiore a quello del credito, il valore di quest'ultimo deve essere decurtato, se inferiore deve essere maggiorato.

Debiti e prestiti obbligazionari

Per i debiti (sia di funzionamento che di finanziamento) valgono le stesse considerazioni fatte per i crediti. Per le obbligazioni passive si rimanda a quanto detto per i titoli a reddito fisso.

1.2 Patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso, a differenza di quello semplice, considera anche i beni intangibili. Esempi di beni intangibili possono essere il marchio, *know-how*,

⁸ *Ivi*, pp. 125-126.

⁹ *Ivi*, p. 128.

brevetti, *software*, ecc. che oggi costituiscono *asset* fondamentali delle aziende, e per tale motivo non possono essere trascurati nella valutazione. Molti di questi non trovano iscrizione in bilancio perché prodotti internamente, altri, al pari dei beni materiali, devono subire delle rettifiche per aggiornarne il valore. La formula [1.1] viene quindi modificata:

$$K = C + BI + \left(\sum_{i=1}^n P_i - \sum_{i=1}^n M_i \right) (1 - t_c)^{10} \quad [1.2]$$

dove:

K' = capitale netto rettificato comprensivo degli intangibili

C = capitale netto contabile

BI = valore degli intangibili specifici¹¹ non contabilizzati

P = plusvalenze derivanti dalle rettifiche

M = minusvalenze derivanti da rettifiche

t_c = aliquota fiscale.

Segue un'illustrazione dei metodi utilizzati più frequentemente per la stima degli intangibili specifici, rammentando l'elevata incertezza che caratterizza la loro stima a causa proprio della loro "intangibilità". La scelta del metodo va effettuata nei vari casi a seconda delle informazioni di cui si dispone.

Costo storico

Gli intangibili possono essere stimati al costo sostenuto per acquisirli o per produrli internamente. Indipendentemente dalla loro eventuale capitalizzazione in bilancio, bisogna tener conto degli investimenti sostenuti nel corso del tempo per mantenerne

¹⁰ GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, p. 135. In questo caso le plusvalenze e le minusvalenze sono riferite non solo ai beni tangibili, ma anche agli intangibili.

¹¹ Nella formula ci si riferisce solo agli intangibili specifici, escludendo quindi quelli generici (avviamento). Questa scelta è dettata dalla natura dell'avviamento, che, potendo essere definita come la capacità dell'impresa di generare reddito, non è misurabile in modo autonomo. Esso può essere calcolato come la differenza tra il valore economico dell'azienda stimato con metodi reddituali e quello ottenibile applicando la formula [2]. Tuttavia in questo caso, come fatto giustamente notare da POTITO L., *Le operazioni straordinarie*, Torino, Giappichelli Editore, 2009, pp. 58-59, il valore dell'impresa calcolato con i due metodi tende a coincidere. L'utilizzo del metodo patrimoniale, allora, servirebbe solo a scomporre quel valore unico, derivato dal metodo reddituale, nelle sue componenti tangibili e intangibili.

l'utilità, nonché del processo di ammortamento che possono subire, calcolato in base alla vita utile residua.

Costo di riproduzione

Il criterio del costo di riproduzione prevede che i beni in questione siano valutati in base al costo che dovrebbe essere sostenuto negli anni futuri per produrre la stessa risorsa o una di uguale utilità. Gli importi degli investimenti da affrontare sono rilevati analiticamente, attraverso la determinazione dei prezzi e volumi necessari, o utilizzando indici, ovvero coefficienti moltiplicatori della spesa annua. Gli importi così ottenuti vanno attualizzati¹² e rettificati in funzione dello stato d'uso del bene¹³.

Risultati differenziali

L'ipotesi di base consiste nell'affermazione che il possesso di beni immateriali consente all'azienda di avere redditi maggiori rispetto a realtà prive degli stessi beni. Il valore degli *asset*, quindi, si ottiene paragonando i risultati dell'azienda, con quelli della stessa supponendo di non avere a disposizione gli intangibili. Questo calcolo differenziale può avvenire in due modi:

- attualizzazione dei redditi differenziali;
- attualizzazione delle perdite.

Nel primo caso si attualizzano i maggiori ricavi (o minori costi), al netto delle maggiori spese imposte dalla presenza del bene, che l'azienda riesce a raggiungere.

Nel secondo caso si attualizzano le perdite che l'azienda subirebbe in assenza del bene oggetto di valutazione.

Comparativi

L'applicazione di criteri comparati presuppone l'esistenza sul mercato di riferimenti che siano effettivamente confrontabili con quelli dell'azienda. Nella pratica l'oggetto di comparazione può essere di più fattispecie: si spazia dal confrontare transazioni

¹² Per la scelta del tasso di attualizzazione da utilizzare per la stima degli intangibili specifici v. GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, pp. 251 e ss e pp. 428 e ss.

¹³ La formula utilizzata da GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, p. 165 per tale rettifica è: $V = C_r \times \frac{V_r}{V_t}$ in cui: V è il valore del bene, C_r è il costo di riproduzione, V_r è la vita residua e V_t è la vita totale.

similari avvenute in un periodo recente all'utilizzo di multipli di vario genere¹⁴. Ampiamente adottata per la valutazione di marchi e brevetti è la misura delle *royalties*, ovvero dei ricavi che si otterrebbero se si concedesse in uso il bene, o in alternativa il prezzo che si dovrebbe pagare per l'utilizzo dell'intangibile se non fosse posseduto.

¹⁴ Per un approfondimento sui vari multipli utilizzabili v. GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, pp. 181 e ss.

2 Metodo reddituale

Il valore di un'azienda difficilmente può prescindere dalla sua capacità di generare flussi. Il metodo in questione si fonda proprio sulla determinazione del capitale netto economico attraverso l'attualizzazione dei redditi che l'azienda produrrà negli anni futuri. La formula generalmente accettata è:

$$W = \frac{R}{i} \quad [2.1]$$

in cui:

W = valore economico dell'azienda

R = reddito¹⁵

i = tasso di attualizzazione.

Con questa formula si assume che l'azienda abbia vita illimitata e che il reddito sia medio-normale.

L'equazione può essere arricchita se si ipotizza che il reddito avrà una crescita costante (g) nel tempo. Diviene quindi:

$$W = \frac{R}{i - g} \quad [2.2]$$

Un'alternativa utilizzata nel caso particolare in cui l'azienda non sia a tempo indeterminato, ma si prevede che cesserà di esistere nel giro di pochi anni è data da:

$$W = R \times a_{n|i} \quad [2.3]$$

dove:

n = numero di anni di vita residua.

Tuttavia, essendo in questa occasione il numero di anni limitato, anziché un reddito medio, questo potrebbe essere stimato analiticamente, la formula diventerebbe:

$$W = \sum_{t=1}^n R_t \times v^t \quad [2.4]$$

¹⁵ Come evidenziato da GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, p. 479, il reddito atteso può riferirsi a valori "in atto" o a valori "potenziali". Nel primo caso il reddito che si ipotizza verrà generato è frutto della capacità attuale già dimostrata dall'azienda e porta al valore del capitale economico. Alternativamente il reddito può assumere valori "potenziali", ovvero basati su assunzioni: l'azienda ha la possibilità di produrre tale reddito, ma attraverso capacità che non ha ancora raggiunto. Si giunge quindi a "valori potenziali del capitale".

in cui:

v = fattore di attualizzazione¹⁶.

Infine, si può ampliare la [2.4] in modo da definire il valore di una azienda con vita indeterminata:

$$W = \sum_{t=1}^n R_t \times v^t + TV \times v^n \quad [2.5]$$

dove:

TV = valore terminale dell'azienda¹⁷.

La scelta della formula da adottare dipende dalle informazioni che si hanno a disposizione e dalle caratteristiche dell'azienda.

Qualsiasi sia la formula che si voglia applicare, è necessario stimare:

- a) il reddito
- b) il tasso di attualizzazione.

2.1 Il reddito

Il reddito futuro può essere espressione, come già accennato, dei flussi attesi analiticamente, anno per anno, o di un flusso di reddito medio, a seconda dell'equazione che viene utilizzata. Un terzo modo è esprimere tale valore mediante una fascia di redditi. Così facendo si ottengono diversi risultati considerando scenari più o meno favorevoli.

Inoltre, il reddito deve subire un processo di normalizzazione, va cioè depurato non solo delle componenti straordinarie, ma anche di quelle afferenti la gestione non caratteristica dell'impresa. Oltre a ciò bisogna rettificare le componenti che nel bilancio sottostanno a regole contabili, non sempre espressive di valori effettivi. Infine si neutralizza l'effetto dell'inflazione.

Per quanto riguarda la determinazione del reddito prospettico vi sono diverse tecniche, di seguito illustrate.

¹⁶ Dalla matematica finanziaria: $v = \frac{1}{1+i}$

¹⁷ Il valore terminale può essere calcolato in più modi. Può essere uno stimato valore di liquidazione, possono essere utilizzati multipli di mercato o può essere utilizzata la rendita perpetua del reddito medio atteso in n ($TV = \frac{R_n}{i}$).

Metodo della proiezione dei risultati storici¹⁸

Il reddito dell'azienda viene stimato partendo dai risultati ottenuti nei bilanci passati, che vengono poi corretti per tener conto delle prospettive future. Affinché questo approccio possa essere utilizzato devono verificarsi due condizioni¹⁹:

- che vi siano fattori individuabili le cui variazioni condizionano i risultati prospettici;
- che possa essere stimato in modo attendibile il modo in cui questi fattori influenzano il flusso futuro.

Esempi di questi fattori sono i prezzi e i volumi di vendita, l'efficienza produttiva, costi di produzione ecc.

Metodo dei risultati programmati

Questa tecnica si fonda sui documenti previsionali prodotti dall'azienda, in particolare budget e piani pluriennali. I dati che contengono, tuttavia, rischiano di essere solo potenziali, basati su "speranze" dei manager piuttosto che su reali abilità dell'impresa. E' necessario, quindi, valutare l'attendibilità delle ipotesi su cui si basano per verificare se quei risultati sono effettivamente realizzabili.

Metodo della crescita attesa

Questo approccio si basa sulle capacità di sviluppo dell'azienda. Per sviluppo si intende l'aumento delle dimensioni o del volume di attività, fattori che possono essere strettamente correlati con l'aumento della redditività²⁰, mentre non sono da considerarsi operazioni straordinarie, come ad esempio acquisizioni.

Per tener conto della crescita si può agire sia sul numeratore delle formule, con un aumento del reddito (senza dimenticare che le assunzioni fatte devono essere affidabili e dimostrabili), sia sul denominatore, sottraendo al tasso di interesse un tasso

¹⁸ Un approccio basato solo sui risultati storici ha il rischio di essere poco significativo perché non considera i dati previsionali, di particolare rilevanza in un contesto dinamico come quello odierno. Tale metodo, come messo in luce da GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, pp. 483-484, può essere visto come caso particolare del metodo della proiezione dei risultati futuri. Possono essere, infatti, confermati i risultati del passato, ma anche la semplice conferma prevede una previsione.

¹⁹ GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, p. 484.

²⁰ In realtà la crescita non è sempre connessa con la creazione di valore, tuttavia l'ipotesi sottostante è che se l'impresa non si sviluppasse rischierebbe di non sopravvivere.

di crescita costante g , applicando ad esempio la formula [2.2]. E' importante però che non vengano fatte ambedue le cose, si tratterebbe di un errore poiché si duplicherebbe l'effetto della crescita.

Metodo delle opzioni innovative

Il valore dell'azienda potrebbe essere legato a nuove strategie che migliorano i redditi attesi²¹. Le opzioni innovative possono essere di vario genere: innovazioni interne, come ad esempio una ristrutturazione produttiva, esterne, legate ad operazioni di M&A, o ancora di ristrutturazione finanziaria²². Il fattore che le accomuna è la capacità di dover essere realizzabili, ovvero l'impresa deve effettivamente avere la disponibilità in quel momento di sostenere il progetto.

2.2 Il tasso di attualizzazione

La scelta del tasso di attualizzazione presenta problematiche maggiori rispetto alla determinazione del reddito. Fondamentale è che il tasso sia coerente con il numeratore. Il reddito è ciò che remunera gli azionisti, sotto forma di dividendi o di maggiore *equity*, e per tale motivo il tasso deve coincidere con il costo opportunità del capitale di rischio.

Il modello più diffuso nella pratica è il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)²³ che mette in relazione il rendimento di un titolo con la sua rischiosità, misurata attraverso il coefficiente beta:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad [2.6]$$

dove:

r_e = tasso di rendimento atteso degli azionisti (i, nelle formule del modello reddituale)

r_f = tasso di rendimento primo di rischio (*risk free*)

β = sensibilità del titolo ai movimenti del mercato

r_m = tasso di rendimento del mercato.

²¹ In questo caso il valore dell'azienda è puramente potenziale.

²² COPELAND T., KOLLER T., e MURRIN J, *Valuation: measuring and managing the value of companies*, New York, Wiley, 1994.

²³ SHARPE W., *Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium*, in *Journal of finance* n.19, Settembre 1964, pp. 425-442. Oltre al CAPM sono stati sviluppati altri modelli non lineari o multifattoriali. Si rimanda a GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, Parte Seconda, per una più ampia trattazione.

Il tasso *risk free* è il tasso di rendimento concesso per investimenti esenti da rischio. Vengono generalmente utilizzate le obbligazioni pluriennali dello Stato (BTP a 10 anni nel caso italiano)²⁴.

Il tasso di rendimento del mercato coincide con rendimento di un ideale portafoglio contenente tutti i titoli quotati. La differenza tra r_m e r_f rappresenta, quindi, il premio per il rischio²⁵ connesso con l'investimento azionario, ovvero l'eccedenza di rendimento di tali titoli rischiosi rispetto a titoli *risk free*.

Il beta misura la sensibilità del titolo rispetto alle variazioni del mercato. Un beta maggiore di uno amplifica i movimenti del mercato, e al contrario, un beta minore di uno li contrae.

Il beta è statisticamente determinato come rapporto tra la covarianza tra i rendimenti del titolo (r_j) e quelli del mercato (r_m) e la varianza dei rendimenti di mercato, come segue:

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_j, r_m)}{\text{var}(r_m)} \quad [2.7]$$

Al risultato così ottenuto vengono tuttavia apportate delle modifiche, sia per tener conto delle dimensioni dell'azienda²⁶, sia perché il dato ha natura storica e non prospettica²⁷.

Un'alternativa alla stima diretta del beta è utilizzare i beta di settore, indispensabile se la società non è quotata. Il procedimento può essere così articolato²⁸:

²⁴ In realtà nel mercato odierno parlare di titoli privi di rischio potrebbe non essere corretto. Tuttavia utilizzare le obbligazioni dello Stato (con correzioni nel caso in cui l'impresa abbia attività all'estero) è una buona approssimazione per inserire il rischio paese. Il *risk free rate* si può scomporre allora in due parti: una componente priva di rischio in senso stretto (ad esempio i rendimenti dei Bund tedeschi) più un *credit spread* (o rischio paese). Sul punto v. MASSARI M., GIANFRATE G., e PEPE M., *BTP o Bund? La stima del costo del capitale quando i titoli di Stato non sono più risk-free*, La valutazione delle aziende n.61, 2011.

²⁵ Il premio per il rischio potrebbe anche essere stimato autonomamente, piuttosto che come differenza tra r_m e r_f .

²⁶ Statisticamente i beta di società di piccole dimensioni sono inferiori, perciò vengono incrementati. Sul punto v. GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, pp. 364 e ss.

²⁷ Le tecniche più usate per trasformare il beta storico in beta prospettico sono quelle di Blume e Vasicek. Per approfondimento v. GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, pp. 362 e ss.

²⁸ MASSARI M. e ZANETTI L., *Valutazione finanziaria*, Milano, McGraw-Hill, 2004, pp. 139 e ss.

- 1) scelta di società comparabili: queste devono appartenere allo stesso settore e avere analoghe dimensioni e redditività. In caso di aziende *multibusiness* si può fare una media ponderata dei beta dei singoli *business*;
- 2) calcolo del beta delle società comparabili, adottando la formula [2.7];
- 3) *unlevering* dei beta: si tratta di depurare i beta delle singole società dell'effetto leva:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - t_c) \times D/E} \quad [2.8]$$

dove:

β_U = beta *unlevered*

β_L = beta *levered*

t_c = aliquota fiscale

D = totale del debito

E = equity

- 4) calcolo della media dei beta *unlevered* delle società confrontabili;
- 5) *relevering* del beta: il beta che si ottiene deve essere rettificato per considerare la struttura finanziaria della specifica azienda:

$$\beta_{RL} = \beta_U \times \left[1 + (1 - t_c) \times \frac{D}{E} \right] \quad [2.9]$$

in cui:

β_{RL} = beta *relevered*.

3 Metodo finanziario

Il modello finanziario (*Discounted Cash Flow*) si è sviluppato nel mondo anglosassone e valuta l'azienda alla stregua di un qualsiasi investimento. L'impresa viene infatti valutata sulla sua capacità di produrre flussi di cassa. Il modello finanziario può seguire due approcci:

- a) approccio *asset side*
- b) approccio *equity side*.

3.1 Approccio *asset side*

Utilizzando l'approccio *asset side* prima si determina il valore del capitale operativo, e poi si giunge al valore economico del capitale netto. Nella sua variante più diffusa il valore del capitale operativo viene diviso in un periodo a previsione esplicita, in cui sono stimati e attualizzati i flussi di cassa analiticamente, e un periodo a previsione illimitata, rappresentato dal valore terminale dell'azienda. La formula generalmente utilizzata è:

$$W = EV - PNF \quad [3.1]$$

posto:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} \quad [3.2]$$

in cui:

W = valore economico del capitale netto

EV = valore del capitale operativo (*Enterprise Value*)

PNF = Posizione Finanziaria Netta, pari alla differenza tra i debiti finanziari e le attività liquide, titoli negoziabili e crediti finanziari

FCFO = flussi di cassa operativi (*Free Cash Flow from Operations*)

TV = Valore Terminale

WACC = Costo Medio Ponderato del Capitale (*Weighted Average Cost of Capital*)

n = numero di anni del periodo a previsione esplicita, in genere posto pari a 5. Periodi di anni superiori possono difficilmente essere considerati per la scarsità e l'aleatorietà delle informazioni analitiche.

Un'alternativa è quella proposta dal modello dell'APV (*Adjusted Present Value*)²⁹ che scinde il valore di un'impresa *levered* nella somma tra il valore di un'impresa *unlevered* e il valore dei benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli oneri finanziari³⁰. Quest'ultimo viene quindi determinato esplicitamente:

$$W_L = W_{UL} + W_{TS}^{31} \quad [3.3]$$

nello specifico:

$$W_{UL} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + r_{ul})^t} + \frac{TV}{(1 + r_{ul})^n} \quad [3.4]$$

$$W_{TS} = \sum_{t=1}^n \frac{t_c \times OF_t}{(1 + r_d)^t} \quad [3.5]$$

dove:

W_L = valore dell'impresa *levered*, che coincide con l'*Enterprise Value*

W_{UL} = valore dell'impresa *unlevered*

W_{TS} = valore derivante dallo scudo fiscale

r_{ul} = tasso di rendimento *unlevered*³²

t_c = aliquota fiscale

OF = oneri finanziari

r_d = tasso di interesse medio sul debito

I flussi di cassa operativi

I flussi di cassa operativi, solitamente desunti dai piani previsionali, si calcolano partendo dall'EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), ovvero la differenza tra ricavi e costi operativi, a cui si sottraggono le imposte. Il risultato così ottenuto, che prende il nome di NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*), va eliminato delle componenti di reddito che non hanno natura monetaria, ovvero ammortamenti e accantonamenti. Per giungere ai FCFO si devono considerare anche le variazioni di cassa che non

²⁹ Divenuto popolare grazie a di MYERS S., *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions. Implications for Capital Budgeting*, in *Journal of finance*, vol. 29, Marzo 1974, pp. 1-25.

³⁰ Nel metodo precedente il maggior valore derivante dai benefici fiscali è implicito nel tasso di attualizzazione (WACC).

³¹ MASSARI M. e ZANETTI L., *op. cit.*, p. 74.

³² Il tasso *unlevered* può essere stimato con il modello del CAPM utilizzando il beta *unlevered* (β_U) calcolato con la formula [10].

trovano collocamento nel Conto Economico, ma nell'attivo dello Stato Patrimoniale. Si sottraggono quindi l'eventuale aumento di Capitale Circolante Netto Commerciale³³ (CCNC) e gli investimenti effettuati in attività fisse (si addizionano la diminuzione di CCNC e i disinvestimenti).

$$\begin{array}{r}
 \text{Ricavi operativi} \\
 - \text{Costi operativi} \\
 \hline
 = \text{EBIT} \\
 - \text{Imposte} \\
 \hline
 = \text{NOPAT} \\
 + \text{Ammortamenti e accantonamenti} \\
 \pm \Delta \text{CCNC} \\
 \pm \text{Investimenti (disinvestimenti) in} \\
 \text{attivo fisso} \\
 \hline
 = \text{FCFO}
 \end{array}$$

Il Costo Medio Ponderato del Capitale

Come già osservato nel caso del metodo reddituale, è importante la coerenza tra numeratore e denominatore. Nel metodo finanziario *asset side* devono essere attualizzati i flussi di cassa operativi, le cui fonti da remunerare sono rappresentate sia dal capitale proprio che dal capitale di terzi³⁴, e per tale motivo si utilizza il Costo Medio Ponderato del Capitale. Il WACC può essere così calcolato:

$$WACC = r_e \frac{E}{D + E} + r_d(1 - t_c) \frac{D}{D + E} \quad [3.6]$$

Per la stima di r_e valgono le considerazioni fatte nel secondo capitolo con riferimento al metodo reddituale, r_d è il costo medio del debito.

³³ Ottenuto tramite la differenza tra crediti e debiti di funzionamento. Da non confondere con il Capitale Circolante Netto di natura finanziaria, derivante dalla differenza tra attività e passività a breve.

³⁴ Nell'approccio APV i flussi sono attualizzati con r_{ul} . Questo perché l'ipotesi sottostante è che l'impresa sia finanziata esclusivamente con capitale proprio.

³⁵ In alternativa può calcolarsi in funzione del tasso di rendimento *unlevered*: $WACC = r_{ul} \left(1 - t_c \frac{D}{D+E}\right)$. Con questa formula si evidenzia quanto detto in nota 30. Infatti all'aumentare del debito il WACC diminuisce e il valore dell'azienda aumenta a causa dei maggiori benefici dello scudo fiscale.

Il valore terminale

In modo analogo al modello reddituale, il valore terminale dell'azienda, che spesso costituisce la parte più rilevante, può essere stimato o utilizzando dei multipli di mercato (*asset side*)³⁶, o attualizzando all'infinito (rendita perpetua) un flusso di cassa medio-normale tenendo conto anche delle prospettive di crescita. In quest'ultimo caso la formula da adottare sarebbe:

$$TV = \frac{FCFO_n(1 + g)}{WACC - g} \quad [3.7]$$

3.2 Approccio *equity side*

Nell'approccio *equity side* il valore del capitale viene determinato in via diretta, attualizzando i flussi di cassa disponibili per gli azionisti:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{TV}{(1 + r_e)^n} \quad [3.8]$$

in cui:

FCFE = flussi di casa disponibili per gli azionisti (*Free Cash Flow to Equity*).

I flussi di cassa in questione si differenziano da quelli operativi poiché remunerano solo il capitale di rischio, e per tale motivo sono attualizzati al tasso r_e . I FCFE possono essere determinati partendo dal NOPAT come segue:

$$\begin{aligned} & \text{NOPAT} \\ & - \text{Oneri finanziari (al netto} \\ & \text{dell'effetto fiscale)} \\ & + \text{Ammortamenti e accantonamenti} \\ & \pm \Delta \text{CCNC} \\ & \pm \text{Investimenti (disinvestimenti) in} \\ & \text{attivo fisso} \\ & \pm \text{Incremento (decremento) della} \\ & \text{posizione finanziaria netta} \end{aligned}$$

³⁶ Sul metodo dei multipli v. infra.

$$= \frac{FCFE}{r_e - g}$$

Il valore terminale, al pari dell'approccio *asset side*, si può stimare utilizzando dei multipli di mercato (*equity side*) o attualizzando all'infinito un FCFE medio-normale, considerando la crescita attesa:

$$TV = \frac{FCFE_n(1 + g)}{r_e - g} \quad [3.9]$$

Un versione particolare del DCF è quella del *Dividend Discounted Model*, con cui si arriva a definire prezzo di una singola azione in funzione dei dividendi che genera e della crescita attesa degli stessi:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r_e - g} \quad [3.10]$$

dove:

P_0 = prezzo di un'azione al tempo 0

DIV_1 = dividendo atteso al tempo 1

g = crescita attesa dei dividendi.

Per giungere al valore del capitale netto è sufficiente moltiplicare P_0 per il numero di azioni presenti.

4 Metodi misti

I metodi misti sono un connubio tra il modello patrimoniale e il modello reddituale. In questo modo si cerca di limitare i difetti dei due modelli: quello patrimoniale che non considera la redditività futura, e quello reddituale che non considera l'effettiva consistenza patrimoniale. Si vuole raggiungere quindi un equilibrio tra l'obiettività del primo e la razionalità del secondo³⁷. I modelli misti possono essere di tre tipi: del valore medio, con stima autonoma del *goodwill* o basato sull'EVA® (*Economic Value Added*)³⁸.

4.1 Metodo del valore medio

Il metodo del valore medio prevede che nella determinazione del valore dell'azienda la sua composizione patrimoniale e la sua capacità di produrre reddito abbiano uguale importanza³⁹. Il valore dell'azienda è infatti pari alla media aritmetica tra il valore della stessa calcolato con metodo patrimoniale e con metodo reddituale:

$$W = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right) \quad [4.1]$$

o anche:

$$W = K + \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} - K \right) \quad [4.2]$$

in cui si evidenzia come il patrimonio rettificato sia aumentato di metà dell'avviamento.

Il modello è tuttavia privo di razionalità economica sia perché l'azienda è un soggetto unitario, e solo ipoteticamente il suo valore si può attestare a metà tra quello patrimoniale e reddituale, ma soprattutto perché considera solo metà dell'avviamento.

4.2 Metodo della stima autonoma del *goodwill*

Il modello con stima autonoma del *goodwill* determina il valore dell'azienda in funzione della componente patrimoniale e dell'avviamento. Quest'ultimo viene calcolato come valore attuale del reddito differenziale (o sovrareddito) che l'azienda è

³⁷ GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, p. 599 e BALDUCCI D., *op. cit.*, p. 275.

³⁸ EVA® è un marchio registrato della Stern Stewart & Co.

³⁹ BALDUCCI D., *op. cit.*, pp. 279 e ss.

in grado di generare rispetto ad altre aziende dello stesso settore. La formula generalmente accettata è:

$$W = K + G \quad [4.3]$$

con:

$$G = (R - i'K)a_n|i'' \quad [4.4]$$

dove:

G = avviamento (*goodwill*)

K⁴⁰ = capitale netto rettificato secondo il metodo patrimoniale

R = reddito medio normale atteso⁴¹

i' = tasso di rendimento normale del settore di appartenenza. i'K è quindi il reddito normale del settore

n = numero di anni in cui l'azienda è in grado di produrre sovrareddito

i'' = tasso di attualizzazione del sovrareddito. Spesso si assume un i'' > i' a causa della maggiore aleatorietà del sovrareddito rispetto al reddito normale: i'' è quindi composto da un tasso *free risk*, maggiorato del premio per rischio azionario. Un tasso di attualizzazione pari al semplice tasso *free risk* è ammesso in caso di differenziale di reddito negativo (*badwill*), o se il reddito prodotto è particolarmente stabile.

Se si ipotizza che il sovrareddito sia generato illimitatamente nel tempo, l'avviamento può essere calcolato con una rendita illimitata:

$$G = \frac{R - i'K}{i''} \quad [4.5]$$

4.3 Metodo basato sull'EVA®

L'EVA® nasce come misura della performance aziendale all'interno delle teorie di creazione del valore. Il concetto di base è che un'impresa crea valore se il suo rendimento è maggiore della remunerazione delle fonti. Non è sufficiente quindi che un'azienda produca reddito, ma, affinché non venga distrutto valore, questo deve essere superiore al costo del capitale:

⁴⁰ In alternativa si può utilizzare K', considerando quindi gli intangibili. La formula diventerebbe:

$$W = K' + (R - iK')a_n|i'$$

⁴¹ Per la determinazione di R par. 2.1.

$$EVA^{\text{®}} = NOPAT - WACC \times CI \quad [4.6]$$

Come si evince dalla formula, la configurazione di reddito è quella di un reddito operativo normale al netto delle imposte (NOPAT)⁴². Non sono compresi gli interessi passivi poiché il rendimento del debito è già all'interno del costo del capitale (WACC). Il prodotto tra WACC e CI (capitale investito) è il reddito minimo al quale l'azienda deve arrivare per accrescerne il valore.

Nell'ottica della valutazione d'azienda, l'EVA[®] può essere visto come un'accezione del sovrareddito in una visuale *asset side* e l'avviamento è perciò rappresentato dal valore attuale degli EVA[®] futuri, che prende qui il nome di MVA (*Market Value Added*):

$$MVA = \frac{EVA^{\text{®}}}{WACC} \quad [4.7]$$

si ha quindi:

$$EV = CI + MVA \quad [4.8]$$

Per trovare il valore del capitale netto è sufficiente sottrarre all'*Enterprise Value* la posizione finanziaria netta.

⁴² Come già sottolineato in precedenza, è fondamentale la coerenza tra gli input. Se il NOPAT è depurato anche delle componenti di reddito accessorie, allora anche il capitale investito deve contenere solo attività caratteristiche. A tal fine sarebbe meglio utilizzare una riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il metodo gestionale.

5 Metodo dei multipli

Il metodo dei multipli fonda il valore di un'azienda sul confronto con società o transazioni comparabili. L'obiettivo è quello di sviluppare dei coefficienti (o multipli) attraverso cui giungere al valore dell'azienda. Il multiplo, che può essere definito come il rapporto tra un prezzo (tipicamente l'EV o il prezzo di un'azione) e una grandezza economica aziendale (EBIT, utile netto, ecc.), va moltiplicato per la stessa grandezza economica aziendale dell'azienda da valutare.

La semplicità e la velocità del metodo hanno permesso una sua ampia diffusione, soprattutto all'interno delle banche d'investimento. Non sono pochi tuttavia i limiti che porta: in primo luogo, trovare delle società effettivamente comparabili può risultare difficile. Le società dovrebbero avere uguale tasso di crescita e rischio⁴³. Inoltre i multipli si basano su prezzi che possono dipendere dall'andamento del mercato o dal potere contrattuale delle parti, riducendo quindi la loro capacità di esprimere il reale valore dell'azienda. Infine, si tratta di un metodo relativo con cui non si valuta l'azienda in via diretta, per le sue effettive capacità, ma con un valore medio (o mediano) di imprese simili che può portare a sottovalutare imprese con ottime capacità e sopravvalutare imprese scarse.

Importante è anche qui la coerenza tra numeratore e denominatore: se il numeratore si riferisce all'EV, allora anche il denominatore deve essere una grandezza riferibile all'intera azienda. Caso analogo se si vuole determinare l'*Equity Value*. Quindi i multipli, così come i metodi finanziari, possono essere *asset* o *equity side*.

I multipli *asset side* più utilizzati sono:

- $\frac{EV}{EBIT}$ = rapporto tra il valore di mercato del capitale investito operativo e il reddito operativo;
- $\frac{EV}{EBITDA}$ ⁴⁴ = rapporto tra il valore di mercato del capitale investito operativo e il reddito operativo al lordo degli ammortamenti;

⁴³ Mentre trovare imprese con lo stesso rischio è più semplice, siccome dipende in gran parte dal settore di appartenenza, l'ipotesi di società con stesso tasso di crescita è più forte.

⁴⁴ EBITDA = EBIT più ammortamenti e accantonamenti (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*).

- EV/Sales = rapporto tra il valore di mercato del capitale investito operativo e le vendite.

I multipli equity side più noti sono invece:

- P/EPS⁴⁵ = rapporto tra prezzo di mercato di un'azione e utile per azione;
- P/CF = rapporto tra prezzo di mercato di un'azione e *cash flow*⁴⁶ per azione;
- P/BV = rapporto tra prezzo di mercato di un'azione e valore contabile del patrimonio netto per azione.

Una volta calcolato lo stesso multiplo per più società comparabili è sufficiente prenderne il valore medio (o mediano)⁴⁷ e moltiplicarlo per la stessa grandezza del denominatore dell'azienda da valutare. Infine, per ottenere il valore del capitale netto si deve, in caso di multipli *asset side* sottrarre la posizione finanziaria netta, in caso di multipli *equity side* moltiplicare per il numero delle azioni.

Un'ulteriore distinzione che si può fare sui multipli è inerente ai flussi che vengono adottati al denominatore⁴⁸:

- multipli current: la grandezza è tratta dall'ultimo bilancio disponibile;
- multipli trailing: la grandezza è una media dei risultati ottenuti nel recente passato;
- multipli leading: la grandezza è una media tra i risultati dell'esercizio in corso e quelli dei futuri 2/3 esercizi;
- multipli forward: sia la grandezza del numeratore che del denominatore si riferiscono a risultati futuri.

Un'ultima considerazione che riguarda i multipli può essere fatta in riferimento all'approccio utilizzato per la stima dei prezzi. Questi, infatti, possono essere calcolati utilizzando i prezzi riscontrabili nei mercati quotati (*stock market multiples*) oppure sulla base di prezzi riferibili a transazioni di aziende (*deal multiples*).

⁴⁵ EPS = *Earnings Per Share*

⁴⁶ CF = Utile più ammortamenti e accantonamenti

⁴⁷ A volte i multipli vengono rettificati per renderli maggiormente comparabili (multipli *clean* e multipli *adjusted*). Sul punto v. GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, pp. 680 e ss.

⁴⁸ POTITO L., *op. cit.*, pp. 70-71.

Cenno a parte merita il metodo delle quotazioni di borsa, appartenente alla stessa famiglia del metodo dei multipli, ovvero quello delle valutazioni relative. Il valore della società viene calcolato semplicemente come media delle quotazioni delle proprie azioni sul mercato in un periodo di riferimento più o meno lungo a seconda di ciò che il valutatore ritiene più opportuno. Questo metodo ha il vantaggio di esprimere il valore di mercato dell'azienda, ma presenta forti limiti dati dalla volatilità dei mercati azionari, il cui andamento non è sempre correlato alle prestazioni della società.

6 Il *venture capital method* (cenni)

Il *venture capital method* è usato prettamente da operatori istituzionali che vogliono investire, attraverso attività di *private equity*⁴⁹, in società che si trovano *nell'early stage*. Le caratteristiche di aziende che si trovano in questa fase di vita, un patrimonio non ancora ben definito e flussi di cassa difficilmente stimabili, rendono i metodi descritti fino adesso poco attendibili.

Il metodo è molto semplice, e per questo anche molto criticato. Il valore della società (valore *pre-money*) è pari alla differenza tra il valore attuale della società al momento in cui l'investitore monetizzerà la propria partecipazione (valore *post-money*) e l'investimento che ha affrontato. Il valore della società in futuro è a sua volta stimato in funzione del multiplo P/EPS di società comparabili, di un reddito medio prospettico e un tasso di sconto particolarmente elevato a causa dell'alto rischio. In formule:

$$W_{PreM} = \frac{W_{PostM}}{(1+r)^t} - I \quad [6.1]$$

con:

$$W_{PostM} = R \times \frac{P}{EPS} \quad [6.2]$$

in cui:

W_{PreM} = valore della società prima del finanziamento

W_{PostM} = valore della società al tempo t

I = entità del finanziamento.

⁴⁹ Sul *private equity* v. infra.

PARTE II: L'applicazione dei metodi di valutazione delle aziende alle operazioni straordinarie

7 La fusione

7.1 Descrizione e finalità della fusione

Con la fusione due o più società decidono di integrarsi e dar vita ad un soggetto economico e giuridico unitario. Vi sono due tipi di fusione⁵⁰:

- fusione propriamente detta, in cui tutti i partecipanti all'operazione si estinguono per dar vita ad una nuova società:
- fusione per incorporazione, una delle società assorbe le altre.

Spesso accade che una delle partecipanti abbia una posizione predominante rispetto alle altre. Questo, unito ad una maggiore semplicità organizzativa, fa sì che la fusione per incorporazione sia maggiormente adottata. Per tale motivo nel corso del capitolo si farà riferimento alla fusione per incorporazione, fermo restando che molte delle cose che saranno dette sono valide anche per la fusione propriamente detta.

Da un punto di vista economico e strategico i motivi che portano alla fusione tra società sono di vario genere⁵¹. Tuttavia, qualunque sia il motivo, affinché la fusione abbia il carattere della ragionevolezza, sia cioè portatrice di nuovo valore per le società, condizione necessaria è che:

$$W_{A+B} > W_A + W_B \quad [7.1]$$

ovvero la somma dei valori delle due (o più) società prese singolarmente deve essere minore del valore di un'unica società contenente entrambe.

Questo risultato può essere ottenuto sfruttando le economie di scala o di scopo che si creano oppure grazie alla maggiore competitività e al più elevato potere di mercato che si raggiunge. Si tratta quindi di implementare delle strategie di sviluppo dal cui esito dipende il successo dell'operazione. Se gli obiettivi della fusione sono quelli

⁵⁰ E' lo stesso codice civile a fare questa distinzione. Recita infatti l'art. 2501 c.c.: "La fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una società nuova, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre."

⁵¹ POTITO L., *op. cit.*, pp. 78 e ss.

appena detti, questa può essere vista come uno strumento alternativo all'acquisizione, con il vantaggio di non dover fronteggiare una uscita di liquidità, oppure come una fase successiva ad un'acquisizione di partecipazioni totalitarie o di controllo, il cui semplice possesso non permette di sfruttare sufficienti sinergie.

Altre finalità economiche possono essere: di contrastare la minaccia di nuovi entranti, di incorporare aziende con elevata liquidità, anche espressa sotto forma di plusvalenze latenti in modo da poterla reinvestire, o ancora può essere una scelta dei soci per diversificare l'investimento.

Infine possono essere attuate anche fusioni prive di ragionevolezza economica, decise dai manager per aumentare il loro potere.

7.2 Il rapporto di cambio

All'interno della fusione il rapporto di cambio veste un ruolo di primaria importanza⁵². Può essere definito come il numero di azioni della società derivante dalla fusione che devono essere concesse agli azionisti delle società fuse. Algebricamente è ottenuto dal rapporto tra il valore economico di un'azione dell'incorporata e il valore economico di un'azione dell'incorporante:

$$RC = \frac{W_B/N_B}{W_A/N_A} \quad [7.2]$$

dove:

RC = rapporto di cambio

W_A = valore della società A, incorporante

N_A = numero di azioni di A

W_B = valore della società B, incorporata

N_B = numero di azioni di B.

Ciò significa che i soci dell'incorporata possono scambiare un numero di azioni pari a W_A/N_A per avere in cambio un numero di azioni dell'incorporante pari a W_B/N_B .

Il rapporto di cambio necessita quindi di una valutazione delle aziende partecipanti, che presenta sempre un certo grado di soggettività. Se non si tenesse conto di

⁵² L'unico caso in cui non è previsto il rapporto di cambio si ha quando la fusione avviene tra società di cui una possiede la totalità delle partecipazioni dell'altra.

particolari interessi da parte degli attori coinvolti, o della presenza di potere contrattuale da una delle parti allora si arriverebbe a definire un rapporto di cambio cosiddetto teorico. Tuttavia spesso accade che questi fattori incidono e si delimita un rapporto di cambio effettivo.

Rapporti di cambio effetti provengono quindi da⁵³:

- un confronto negoziale, in cui ognuna delle parti cerca di ottenere condizioni più vantaggiose per massimizzare il risultato dell'operazione;
- condizioni di subalternità, che tipicamente nasce quando una delle società controlla l'altra. La controllata non ha quindi pieno potere decisionale e non può opporsi all'operazione.

Nel primo caso gli amministratori possono adottare un rapporto di cambio effettivo, che diverga non troppo da quello teorico, giacché diviene impossibile eliminare completamente quegli elementi discrezionali che sono propri della negoziazione. Tuttavia questo scostamento tra i due rapporti di cambio deve essere fondato su stime dimostrabili, poiché non può avvantaggiare una sola delle parti e deve garantire parità di trattamento a tutti i soci delle partecipanti.

Nel secondo caso il solo rapporto di cambio ammissibile è quello teorico, essendo l'unico in grado di fornire quelle garanzie di "razionalità, obiettività, dimostrabilità" necessarie per non ledere i diritti delle minoranze.

7.3 La valutazione delle società

Come già accennato, valutare le società partecipanti all'operazione è indispensabile per determinare il rapporto di cambio. Teoricamente le società non dovrebbero essere valutate singolarmente in un'ottica *stand alone*, considerandole cioè come soggetti autonomi, ma dovrebbe essere valutato il contributo che ogni partecipante è in grado di dare alla società derivante dalla fusione, in altre parole andrebbe valutato quanto vale una rispetto all'altra⁵⁴. Questo perché sia i beni, in particolare quelli intangibili, sia i flussi delle società possono subire delle modifiche in seguito alla fusione. Andrebbe perciò calcolato quanta parte del patrimonio e dei flussi dell'incorporante (o della

⁵³ GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, p.782.

⁵⁴ POTITO L., *op. cit.*, pp. 91 e ss.

nuova società) sono da attribuire alle fuse. Si intuisce che nella pratica questo non è fattibile, perciò si rimanda a valutazioni *stand alone*, che, nonostante i limiti, sono l'unica strada percorribile.

Affinché le aziende siano raffrontabili è necessario che i metodi di valutazione adottati siano omogenei. Omogeneità non significa che deve essere utilizzato lo stesso metodo di valutazione, bensì le stesse regole e gli stessi comportamenti nelle scelte essenziali⁵⁵. La scelta del modello da utilizzare è perciò funzione delle determinanti di valore delle singole imprese. Non avrebbe senso valutare ad esempio due aziende che presentano attività completamente diverse con uno stesso criterio.

E' già stato detto che il rapporto di cambio deve essere dimostrabile, conseguentemente anche il metodo di valutazione delle aziende deve essere basato su stime dimostrabili che dispongano di un elevato numero di informazioni. Ciò dovrebbe portare a favorire i metodi basati su valori "in uso", eliminando l'utilizzo esclusivo di quelli che portano a valori prettamente potenziali, come i metodi finanziari. In particolare la dottrina sembra spingere verso l'adozione di più metodi congiuntamente, in modo da mostrare che la valutazione si basi su ipotesi fondate e accurate. La preferenza è verso il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill*, che non solo consente di avere valori meno soggettivi, ma permette anche di avere una valutazione dei singoli beni, soprattutto dell'avviamento, facilitando non poco la distribuzione nell'attivo dell'eventuale disavanzo da annullamento⁵⁶. Metodi relativi, come quello dei multipli, sarebbero accettati se utilizzati non come criterio primario, ma come valutazione di controllo.

Tuttavia studi recenti⁵⁷ hanno mostrato che oggi nella pratica si prediligono metodi basati su flussi di cassa coadiuvati dall'utilizzo di multipli di mercato come strumento di controllo.

⁵⁵ GUATRI L. e BINI M., *op. cit.*, p.785.

⁵⁶ Il disavanzo da annullamento nasce dalla differenza positiva tra il valore contabile della partecipazione che l'incorporante ha nell'incorporata e il patrimonio netto contabile dell'incorporata. Questo surplus, se giustificato economicamente, può essere distribuito come plusvalore dei beni dell'incorporata o come avviamento.

⁵⁷ FERRARO O., *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni di M&A. Un'analisi delle principali scelte valutative*, Roma, Rirea, 2008, pp. 28 e ss. e GAREGNANI G. M., *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e MLBO*, Milano, Giuffrè Editore, 2006, pp. 93 e ss.

7.4 Il caso della fusione per incorporazione di CSA International S.r.l. in Monti Ascensori S.p.A.⁵⁸

Motivazioni dell'operazione

Monti Ascensori è una società che si occupa di manutenzione, riparazione, installazione, ristrutturazione e ammodernamento di ascensori, montacarichi, scale, marciapiedi mobili e piattaforme elevatrici, mentre CSA International si occupa della manutenzione della stessa classe di impianti in condomini lungo tutto il territorio nazionale.

CSA International fu costituita proprio da Monti Ascensori che, nel Giugno 2007, data dell'operazione, detiene il 30,101% dell'Incorporanda, oltre ad esercitare un controllo attraverso l'ausilio di patti parasociali che le consentono di avere il 57,713% di voti in assemblea.

La fusione si configura quindi come un'operazione volta al riassetto organizzativo del gruppo, in modo da ottenere un'unitarietà di indirizzo strategico e gestionale. Inoltre la fusione consente a Monti Ascensori di allargare il proprio portafogli, rinforzare l'integrazione con la rete di cliente e aumentarne la fidelizzazione.

I metodi di valutazione adottati

Per il calcolo del rapporto di cambio è necessaria la stima del valore delle due società. Come specificato nel Documento Informativo, la valutazione a cui si è giunti, nonostante le due società siano state considerate separatamente, senza tener conto della sinergie, non ha portato ad un valore assoluto delle società, bensì ad un valore relativo, funzionale alla determinazione di un rapporto tra i due capitali economici. Per arrivare a tale scopo viene anche evidenziato come i criteri adottati seguano il principio dell'omogeneità.

⁵⁸ Fonte: le informazioni, i dati e le tabelle sono tratti dal Documento Informativo del 15/06/2007 disponibile su www.montiascensori.it

In definitiva sono stati utilizzati i seguenti metodi di valutazione:

	Monti Ascensori	CSA
Metodo principale	DCF Unlevered	DCF Unlevered
Metodo di controllo	Quotazione di mercato	Multipli

La valutazione dell'Incorporante

Gli amministratori di entrambe le società, applicando il metodo del DCF *Unlevered*, sono giunti ai seguenti valori:

WACC	7,31%
g	3,5%
EV	38.381.866,60
PFN	(3.752.000,00)
SA ⁵⁹	3.586.250,88
W	38.216.117,48

Il WACC è stato determinato utilizzando la formula [3.6], descritta nel capitolo 3.

g è il tasso di crescita atteso dei flussi di cassa successivi al periodo a previsione esplicita.

Per la stima di EV è stata applicata la formula [3.2], attualizzando i flussi di cassa operativi attesi nel quinquennio 2007-2011 per il periodo a previsione esplicita, e stimando i flussi di cassa per il periodo a previsione illimitata come media dei flussi di cassa operativi del quinquennio 2007-2011.

Analizzando il bilancio si rileva la PFN come:

Attività finanziarie correnti	2.861.742
Passività finanziarie correnti	(2.670.219)
Passività finanziarie non correnti	(3.943.761)
PFN	(3.752.238)

⁵⁹ SA rappresenta i *Surplus Asset*, ovvero i beni non strumentali, e perciò calcolati separatamente.

I SA rappresentano la partecipazione che Monti Ascensori possiede in CSA, pertanto tale valore è il 30,101% del valore di CSA.

Come già detto, il metodo di controllo adottato è quello dei prezzi di mercato. E' stata calcolata la media delle quotazioni del titolo sul mercato nel semestre 01/10/2006 – 31/03/2007 giungendo a un valore pari a 37.293.688,00.

La valutazione dell'Incorporanda

Nel valutare l'Incorporanda gli amministratori sono arrivati a determinare i seguenti valori:

WACC	9,2%
g	3,5%
EV	10.617.578,95
PFN	1.296.480,00
SA	-
W	11.914.058,95

Non esistendo un piano pluriennale è stato stimato solo il valore terminale. I flussi di cassa sono stati determinati applicando al valore della produzione atteso rapportato ad anno un coefficiente calcolato come rapporto tra il valore della produzione medio del periodo 2007-2011 di Monti Ascensori e i flussi di cassa di Monti Ascensori utilizzati nel periodo a previsione illimitata.

La posizione finanziaria netta è, al pari della Incorporante, ottenibile dai dati di bilancio:

Attività finanziarie correnti	1.296.480
Passività finanziarie correnti	(10)
Passività finanziarie non correnti	-
PFN	1.296.480

Il criterio di controllo utilizzato è il metodo dei multipli. In particolare i multipli scelti sono stati, per omogeneità, gli stessi utilizzati nell'IPO di Monti Ascensori:

	MAX	MIN
EV/EBITDA	7,7	6,3
EV/EBIT	10,6	9,4
P/EPS	15,9	14,7

EBIT, EBITDA ed EPS⁶⁰ sono desumibili dal Conto Economico:

Valore della produzione	7.355.787
Costi di produzione e spese generali	(6.075.058)
EBITDA	1.280.729
Ammortamenti	(244.945)
EBIT	1.035.784
Proventi e oneri finanziari	23.396
Imposte	(371.277)
Utile netto	687.903

CSA è stata operativa solo per 8 mesi all'interno dell'esercizio, per questo motivo i dati sono stati rapportati ad un anno. Sono stati quindi determinati tali valori:

	MAX	MIN
EV	14.630.000	11.970.000
EV	16.430.000	14.570.000
W	15.900.000	14.700.000

Il rapporto di cambio

In definitiva gli amministratori hanno optato nella definizione del concambio per i seguenti valori di capitale economico:

⁶⁰ Il valore di EPS è dato dal rapporto tra l'utile netto e il numero delle azioni

Monti Ascensori	34.448.082,00
Quota 30,101% CSA	3.551.918,00
Totale valore Monti Ascensori	38.000.000,00
CSA	11.800.000,00

Il rapporto di cambio così delineato:

$$RC = \frac{W_{CSA}/E_{CSA}^{61}}{W_{MA}/N_{MA}}$$

$$RC = \frac{11.800.000/4.842.000}{38.000.000/10.937.500}$$

$$RC = 0,70144$$

Quindi i soci di CSA hanno ricevuto 0,70144 azioni di Monti Ascensori per ogni euro di capitale sociale posseduto.

⁶¹ Il valore contabile dell'*equity* dell'Incorporata sostituisce nella formula il numero delle azioni poiché la società è una S.r.l.. In questo caso il rapporto W_{CSA}/E_{CSA} non rappresenta, ovviamente, il valore economico di un'azione, ma il valore economico di un euro di capitale.

8 Il *leveraged buyout*

8.1 Descrizione e finalità del *leveraged buyout*

Il *leveraged buyout* è una tecnica finanziaria, nata negli Stati Uniti, con cui si vuole acquistare la proprietà di una società finanziando l'operazione con ingente capitale di debito. Il debito che viene contratto è garantito dalla stessa società obiettivo che provvederà a rimborsarlo attraverso i flussi finanziari che è in grado di generare o grazie a plusvalenze latenti che nascono dalla dismissione di beni accessori. L'elevato rapporto di indebitamento che si crea permette di sfruttare la leva finanziaria⁶², che consente ai promotori dell'iniziativa di ottenere elevati rendimenti.

L'LBO presenta varie fattispecie accumulate da due fattori⁶³:

- il limitato investimento da parte dei promotori;
- il rimborso del debito attraverso le risorse della società *target*.

Lo schema utilizzato più di frequente in operazioni di LBO, la tecnica KKR (dal nome della società di consulenza Kohlberg Kravis Roberts che per prima ha introdotto queste operazioni), prevede al termine dell'acquisizione una fusione tra la società che ha effettuato l'operazione e la società *target*.

Lo schema KKR, o anche denominato *merger leveraged buyout*, è quindi così strutturato:

- 1) Scelta della società target. Affinché l'operazione abbia successo è necessario che la società obiettivo abbia determinate caratteristiche. Deve avere una struttura patrimoniale stabile, con un basso quoziente di indebitamento, in modo da reggere l'ampliamento del debito. Deve avere un'attività caratterizzata da basso rischio, poco influenzata dai cicli economici, operante in un settore maturo in cui abbia una forte posizione sul mercato, in modo da non richiedere ulteriori investimenti e che possa al contempo garantire dei flussi di cassa stabili. Condizione ideale è che abbia inoltre degli *asset* non strategici da

⁶² La leva finanziaria amplifica gli effetti dell'indebitamento sul reddito. Consente di avere un ROE tanto più elevato quanto più è alto il rapporto di indebitamento se il differenziale tra ROI e r_d è positivo:

$$ROE = [ROI + (ROI - r_d) D/E](1 - t_c).$$

⁶³ POTITO L., *op. cit.*, p. 165.

poter alienare per concentrare le azioni sul *core business* e ripagare parte del debito. Infine è ritenuta positiva la presenza di un management efficiente e motivato.

- 2) Costituzione della *newco*. I promotori dell'operazione costituiscono una società veicolo (*newco*) impegnando una parte limitata di capitale proprio (20/25%) e finanziando il resto con debiti. Le risorse raccolte saranno utilizzare per acquistare la *target*.
- 3) Acquisto della società obiettivo.
- 4) Fusione. Successivamente all'acquisto avviene la fusione tra le due società. Può accadere che sia la *newco* ad incorporare la *target*, ma più di frequente avviene il contrario, andando a delineare una fusione inversa. Le motivazioni risiedono nel potere di mercato che la *target* già possiede, nonché nel complesso di intangibili, come marchio e reputazione, che si potrebbero perdere se fosse la *target* a "scompare".
- 5) Rimborso del debito. La società rimborsa il debito contratto attraverso i flussi di cassa che genera.

Le finalità che portano a questa operazioni sono di vario tipo. Frequente è il caso in cui sono i manager della *target* i promotori dell'iniziativa (*management buyout*). Il loro scopo è quello di acquisire la proprietà dell'azienda, o anche in un ramo di essa, ed utilizzare le proprie capacità manageriali per sfruttare le potenzialità di crescita inesprese. Il LBO può essere anche promosso da intermediari finanziari che vedono nella società obiettivo un investimento profittevole. L'intermediario si affida spesso a manager di sua conoscenza, da inserire all'interno dell'impresa per ottenere un rendimento elevato dalle capacità di sviluppo. Ancora, può accadere che operazioni di LBO siano attuate a seguito di un passaggio generazionale per concentrare la proprietà dell'azienda sui soli membri interessati a proseguirne l'attività (*family buyout*).

8.2 La valutazione della società target

Si intuisce facilmente come nel LBO il metodo di valutazione d'azienda più coerente con le caratteristiche dell'operazione sia il metodo finanziario, in particolare l'utilizzo

del modello APV risulta significativo perché in grado di evidenziare il maggior valore derivante dall'elevato indebitamento.

E' particolarmente importante non sopravvalutare i flussi di cassa che potenzialmente può generare l'azienda. Il rischio è di pagare un prezzo troppo elevato per l'azienda e ottenere un rendimento per gli azionisti non sufficientemente alto, ma soprattutto non riuscire a rimborsare le rate del debito.

In caso di società quotate assume particolare rilievo anche il metodo dei multipli, non solo come metodo di controllo, ma anche come metodo di valutazione principale, seppure sia consigliato affiancare sempre una valutazione di tipo assoluto.

9 La scissione

9.1 Descrizione e finalità della scissione

Attraverso l'operazione di scissione il patrimonio della società viene suddiviso, tutto o in parte, tra una o più società preesistenti o di nuova costituzione. I soci della società madre ottengono in cambio quote o azioni della società beneficiaria. Anche la scissione, come la fusione, prevede due tipologie:

- scissione totale: il patrimonio della società madre (o scissa) viene interamente suddiviso tra due o più società;
- scissione parziale: solo una parte del patrimonio della scissa confluisce in una o più società.

Un'ulteriore distinzione tra le varie forme di scissione può essere fatta con riferimento alle azioni o quote che i soci ricevono. Si possono avere:

- scissione proporzionale simmetrica: i soci della società originaria mantengono inalterata la loro proporzione di patrimonio all'interno delle beneficiarie (e della scissa se la scissione è parziale);
- scissione proporzionale asimmetrica: il totale delle partecipazioni che i soci hanno nella scissa e nelle beneficiarie è proporzionale alla partecipazione che avevano nella società ante scissione;
- scissione non proporzionale: in tutti gli altri casi, ovvero quando non vi è proporzione tra le azioni o quote che i soci vanno ad acquisire e quelle che già detenevano.

Operazioni di scissione vengono di solito attuate per ridisegnare l'attività dell'azienda, frazionandola in modo che la scissa possa concentrare i propri sforzi sul *core business*, oppure perché si crede che le sinergie delle varie attività non sono tali da giustificare la concentrazione in un'unica azienda, ritenendo che possano rendere meglio separatamente. Attraverso la scissione si può aumentare la flessibilità della società alleggerire la struttura organizzativa, consentendo di prendere decisioni più rapide.

A questi motivi a volte vengono contrapposte cause che non trovano giustificazioni economiche razionali, come ad esempio scissioni che nascono da un diverbio tra i soci

che portano, soprattutto nel caso in cui i patrimoni che vengono separati non hanno autonomia funzionale, a una diminuzione del valore complessivo.

9.2 Il rapporto di cambio

Per quanto riguarda il rapporto di cambio si possono fare considerazioni analoghe a quelle fatte per il rapporto di cambio in caso di fusione. In caso di scissione in società preesistenti si configura, infatti, un'operazione molto simile a quella di fusione per incorporazione, in cui la beneficiaria rappresenta l'incorporante. In ogni caso il rapporto di cambio rappresenta il numero di azioni o quote che devono essere concesse ai soci delle beneficiarie in cambio di un certo numero di azioni o quote che questi possedevano nella scissa.

9.3 La valutazione delle società

Così come nella fusione, anche nella scissione risulta indispensabile valutare le società che partecipano all'operazione. Questo sia in caso di scissione in società preesistenti, giacché bisogna definire il rapporto di cambio, sia in caso di scissione in società neocostituite, poiché il codice civile richiede che siano conosciuti i valori effettivi trasferiti⁶⁴.

Le società (e complessi trasferiti) vanno valutati in ottica *stand alone*⁶⁵, utilizzando se possibile più criteri di valutazione. Risulta invece difficilmente applicabile il principio dell'omogeneità perché il complesso scisso può non godere di piena autonomia, a differenza della beneficiaria preesistente, il che rende le due realtà difficilmente confrontabili.

La valutazione di un'azienda o un ramo aziendale che nella scissa erano adeguatamente indipendenti, come ad esempio un'Area Strategica d'Affari o una *Business Unit*, può essere fatta utilizzando metodi reddituali, coadiuvati dalla verifica

⁶⁴ "Se la destinazione di un elemento dell'attivo non è desumibile dal progetto, esso, nell'ipotesi di assegnazione dell'intero patrimonio della società scissa, è ripartito tra le società beneficiarie in proporzione della quota del patrimonio netto assegnato a ciascuna di esse." (art. 2506 *bis* c.c.)
"Ciascuna società è solidalmente responsabile, nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto ad essa assegnato o rimasto, dei debiti della società scissa non soddisfatti dalla società cui fanno carico." (art. 2506 *quater* c.c.).

⁶⁵ Nella scissione di società già esistenti valgono le stesse considerazioni fatte per la fusione per incorporazione, ovvero che il complesso trasferito e la beneficiaria andrebbero valutati l'una in rapporto dell'altra, tuttavia si rinuncia a seguire questo approccio a causa delle difficoltà che porterebbe.

con il metodo dei multipli. L'autosufficienza del complesso in questione consente infatti di determinare un flusso reddituale slegato dalle restanti attività aziendali.

Molto più complessa è la valutazione se si fa un uso improprio della scissione, ovvero se si trasferisce una parte dell'azienda che presa singolarmente non è in grado di generare flussi, in cui l'unico metodo plausibile è quello patrimoniale, stimando il valore dei singoli beni oggetto dell'operazione.

La valutazione dell'eventuale beneficiaria preesistente non trova problematiche differenti a quelle già discusse nella fusione.

9.4 Il caso della scissione parziale di Bastogi S.p.A. a beneficio di Brioschi Sviluppo immobiliare S.p.A.⁶⁶

Motivazioni dell'operazione

Bastogi è una sub-holding finanziaria che, attraverso la sua attività di direzione e coordinamento, opera in quattro diverse aree di *business*: sviluppo immobiliare, servizi per l'arte, formazione e alberghiero. Brioschi è anch'essa una sub-holding, operante però esclusivamente nel settore immobiliare. Lo scopo dell'operazione consiste nel trasferire a Brioschi il ramo immobiliare detenuto da Bastogi, in modo da consentire alla Scissa di concentrare gli sforzi negli altri settori e alla Beneficiaria di aumentare la propria attività. Nel contempo i soci della Scissa rimangono all'interno del *business* immobiliare attraverso la partecipazione che assumono nella Beneficiaria.

I metodi di valutazione adottati

Nel Documento Informativo è specificato che le valutazioni non sono finalizzate alla stima del valore assoluto delle società, bensì all'individuare il rapporto di cambio più opportuno. La Beneficiaria e il ramo scisso sono state perciò valutate in ottica *stand alone*, ricorrendo a criteri valutativi coincidenti, seppur non tralasciando le peculiarità di ciascuna società, in modo da giungere a un metro di giudizio uniforme che non leda gli interessi dei soci di ambedue le società interessate e nello stesso tempo renda le due realtà confrontabili.

⁶⁶ Fonte: le informazioni, i dati e le tabelle sono tratti dal Documento Informativo del 22/12/2007 disponibile su www.brioschi.it

Le caratteristiche del ramo scisso, consistente in larga parte da immobili e partecipazioni, e della Beneficiaria, una sub-holding, hanno fatto pendere la scelta degli amministratori verso il metodo patrimoniale semplice come criterio principale e il metodo della quotazione in borsa come criterio di controllo.

La valutazione della Beneficiaria

Come già anticipato, la valutazione di Brioschi è stata effettuata utilizzando il metodo patrimoniale semplice, dividendo il processo in 4 fasi:

- 1) stima del valore corrente degli immobili, sia di proprietà della Beneficiaria, sia delle società da essa controllate, direttamente o indirettamente;
- 2) stima del valore corrente delle partecipazioni;
- 3) stima degli oneri per l'attività di capogruppo;
- 4) determinazione del valore economico del patrimonio netto.

Nella prima fase, per determinare il valore corrente degli immobili sono state utilizzate delle perizie di stima affidate a società indipendenti, esperte nella valutazione immobiliare. Per determinare il valore di mercato, gli esperti hanno individuato, a seconda del bene, il metodo valutativo più appropriato, ricorrendo soprattutto a:

- metodo comparativo: il valore corrente è determinato dal confronto tra il bene oggetto della stima ed altri simili recentemente scambiati o offerti sul mercato;
- metodo della trasformazione: il valore corrente è stimato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa che il complesso immobiliare è in grado di generare nel periodo in cui si effettua l'operazione immobiliare.

Una volta stabilito il valore economico degli immobili, è stata sottratta la fiscalità latente, stimata pari al 20% del plusvalore latente.

Si è giunto, in sintesi, ai seguenti valori per quanto concerne Brioschi:

	Valore contabile	Valore corrente	Plusvalore lordo	Fiscalità latente	Plusvalore netto
Totale	15.915	53.114	37.199	(7.440)	29.759

Per le controllate i risultati ottenuti sono:

	Valore contabile	Valore corrente	Plusvalore lordo	Fiscalità latente	Plusvalore netto
Totale	168.007	696.954	528.947	(105.789)	423.158

Con riferimento alla fase 2), la tabella che segue sintetizza il valore contabile delle partecipazioni, il patrimonio netto rettificato delle partecipate di pertinenza della Beneficiaria, e il plusvalore latente. La stima del valore corrente delle partecipazioni è stata basata sulle valutazioni degli immobilizzi delle controllate.

	Valore contabile partecipazioni	PN rettificato di pertinenza Brioschi	Plusvalore latente su partecipazioni
Totale	104.199	365.832	261.633

Nella terza fase sono stati stimati i c.d. costi di *holding*, atti a tener conto degli oneri che una capogruppo deve sostenere per svolgere attività di direzione e coordinamento. Il valore, pari a 40.763, è stato ottenuto attualizzando i costi operativi, al netto dell'effetto fiscale, che la Beneficiaria deve sostenere per il controllo del gruppo e lo sviluppo di progetti immobiliari.

Nella quarta e ultima fase è stato determinato il patrimonio netto rettificato della società come segue:

PN contabile	239.061
Plusvalore latente netto su immobili	29.759
Plusvalore latente su partecipazioni	261.633
Costi di <i>holding</i>	(40.763)
PN rettificato della Beneficiaria	489.690

Essendo la società quotata, come metodo di controllo si è ritenuto opportuno utilizzare il criterio dei prezzi di borsa. Sono state rilevate le quotazioni nei 3 mesi antecedenti il giorno in cui la scissione è stata resa pubblica, ed è stata calcolata la media ponderata del titolo in tre diversi intervalli temporali: 1 mese, 2 mesi e 3 mesi.

Come valore unitario del titolo, si è utilizzata la media dei tre dati precedentemente rilevati. La tabella seguente riassume quanto detto, illustrando i valori riscontrati:

	1 mese	2 mesi	3 mesi	Media
Media ponderata	0,456	0,491	0,514	0,487

In conclusione, il valore di Brioschi sulla base del metodo dei prezzi di borsa è:

Media dei prezzi medi ponderati	0,487
Numero azioni Brioschi	721.844.833
Valore Brioschi	351.469

La valutazione del ramo scisso

Il ramo scisso, a valori contabili, è così composto:

ATTIVO		PASSIVO	
Imm.ni Materiali	2.284	Debiti v. banche	42.949
Crediti	12.165	Altri debiti	687
Partecipazioni	140.471	<u>Totale passivo</u>	<u>43.636</u>
<i>di cui in Brioschi (53,308%)</i>	<i>128.220</i>	<u>Patrimonio netto scisso</u>	<u>111.284</u>
Totale attivo	154.920	Totale passivo e PN	154.920

Per ciò che riguarda la valutazione del ramo scisso, sia i metodi adottati che le fasi in cui sono divisi, ricalcano sostanzialmente quanto fatto per la Beneficiaria.

Per la valutazione con il metodo principale, il patrimoniale semplice, è stato in primo luogo determinato, da soggetti indipendenti, il valore delle immobilizzazioni immateriali di proprietà di Bistogi:

	Valore contabile	Valore corrente	Plusvalore lordo	Fiscalità latente	Plusvalore netto
Totale	2.284	4.150	1.866	(373)	1.493

Si fa poi lo stesso per i complessi immobiliari di proprietà delle società partecipate da Bastogi, ad esclusione di Brioschi, e facenti parte del ramo scisso:

	Valore contabile	Valore corrente	Plusvalore lordo	Fiscalità latente	Plusvalore netto
Totale	58.115	422.325	364.210	(72.842)	291.368

Si determina quindi il valore delle partecipazioni oggetto di scissione. Brioschi è esclusa poiché il suo valore è stato già stimato in precedenza.

	Valore contabile partecipazioni	PN rettificato di pertinenza Bastogi	Plusvalore latente su partecipazioni
Totale	12.216	63.126	50.910

Il valore corrente della partecipazione in Brioschi è stato stimato come il 53,308% (quota di capitale di proprietà di Bastogi) della valutazione economica prima effettuata:

Valore contabile partecipazione in Brioschi	128.220
Valore corrente partecipazione in Brioschi	261.043
Plusvalore latente sulla partecipazione in Brioschi	132.823

Con i dati a disposizione è stato infine possibile determinare il valore economico del ramo scisso:

PN contabile	111.284
Plusvalore latente netto su immobili	1.493
Plusvalore latente su partecipazioni	50.910
Plusvalore latente su partecipazione in Brioschi	132.823
PN rettificato della Beneficiaria	296.510

Il metodo dei prezzi di borsa, rispetto al metodo patrimoniale sopra descritto, ha portato ad una valutazione che differisce solo per quel che riguarda la partecipazione in Bioschi. Per gli altri *asset* sono rimaste le valutazioni fatte con il metodo patrimoniale:

PN contabile	111.284
Plusvalore latente netto su immobili	1.493
Plusvalore latente su partecipazioni	50.910
Plusvalore latente su partecipazione in Brioschi ⁶⁷	59.140
PN rettificato della Beneficiaria	222.827

Il rapporto di cambio

Il rapporto di cambio è stato calcolato per ambedue i metodi di valutazione.

Sono stati prima individuati i valori unitari delle azioni della Beneficiaria e del ramo scisso, tramite il rapporto tra i valori economici in precedenza determinati e il numero di azioni delle società; successivamente il valore per azione del ramo scisso è stato rapportato al valore per azione della Beneficiaria per ottenere il rapporto di cambio:

RC basato sul metodo patrimoniale (principale)	
Valore ramo scisso	296.510.000
N. azioni Bastogi	675.928.572
Valore per azione ramo scisso	0,439
Valore Brioschi	489.689.948
N. azioni Brioschi	721.844.833
Valore per azione Beneficiaria	0,678
Rapporto di cambio	0,647

⁶⁷ 53,308% del valore di Brioschi stimato con il metodo dei prezzi di borsa meno il valore contabile della partecipazione.

RC basato sul metodo dei prezzi di mercato (controllo)	
Valore ramo scisso	222.827.000
N. azioni Bastogi	675.928.572
Valore per azione ramo scisso	0,330
Valore per azione Beneficiaria	0,487
Rapporto di cambio	0,677

In conclusione, il rapporto di cambio si è attestato in un *range* compreso tra 0,647 e 0,677, caratterizzato da uno scostamento sufficientemente basso.

10 Il conferimento

10.1 Descrizione e finalità del conferimento

Con il conferimento una società (conferente) cede un'azienda o un suo ramo ad un'altra (conferitaria), ottenendo in cambio quote o azioni della conferitaria.

Il conferimento si differenzia dalla scissione in quanto nella scissione le quote o azioni della beneficiaria vengono assegnate ai soci della scissa, nel conferimento la partecipazione nella conferitaria trova spazio all'interno dell'attivo della conferente.

Le finalità dell'operazione non sono dissimili da quella della scissione poiché in ambedue le fattispecie si tratta di scorporare l'azienda originaria. Si può ricorrere al conferimento perché si ritiene che l'azienda, o un suo ramo, non stia rendendo secondo le loro potenzialità e perciò si trasferiscono ad una società che possa accrescerne il valore. Altri scopi possono essere la volontà di trasformare la conferente in una holding o la possibilità di ottenere liquidità più facilmente attraverso l'alienazione di una quota della partecipazione.

10.2 La valutazione dell'azienda conferita

Il codice civile per i conferimenti in società di capitali prevede che il complesso trasferito debba essere valutato da un esperto (art. 2343 c.c. per le S.p.A. e art. 2465 per le S.r.l.), e che nella relazione dell'esperto ci sia la descrizione dei beni conferiti. Il legislatore, quindi, non richiede più che i beni siano valutati singolarmente (come accadeva prima della riforma del 2003), bensì di indicarne semplicemente il valore complessivo.

E' stata dunque permessa l'adozione di metodi di valutazione basati sui flussi, seppure l'applicabilità rimanga circoscritta a quei complessi dotati di propria autonomia, ed inoltre la dottrina consiglia di utilizzarli solo come metodo di controllo.

Ampiamente adottati nella pratica sono i metodi patrimoniali, proprio perché in grado di esprimere in modo analitico il valore dei beni trasferiti. In particolare, il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento è sicuramente il più indicato poiché consente di giungere, oltre che ad una valutazione dettagliata del patrimonio, anche alla stima di un valore di avviamento, iscrivibile poi in bilancio.

10.3 Il caso del conferimento del ramo d'azienda di ASM Brescia S.p.A. a favore di CIGE S.p.A.⁶⁸

Motivazioni dell'operazione

ASM Brescia e CIGE sono entrambe società operanti in settori di pubblica utilità, in particolare nell'area dell'energia. Il ramo oggetto di conferimento è afferente all'attività di distribuzione del gas, e poiché la conferitaria (CIGE) è controllata dal 100% dalla conferente (ASM Brescia), l'operazione è inquadrabile in un riassetto organizzativo volto a migliorare l'efficienza dei servizi resi.

I metodi adottati

L'esperto ha ritenuto che il metodo di valutazione principale più idoneo alle caratteristiche dell'operazione e del ramo trasferito fosse quello misto con stima autonoma dell'avviamento. Ha perciò provveduto in primo luogo ad una valutazione analitica dello Stato Patrimoniale per determinare il Patrimonio Netto Rettificato, quindi, ha stimato il valore dell'avviamento attraverso l'attualizzazione del sovrareddito.

Come metodi di controllo sono stati invece utilizzati il criterio reddituale e il criterio dei multipli.

La valutazione con il metodo principale

Al fine di stimare il Patrimonio Netto Rettificato sono stati individuati inizialmente i valori correnti dei singoli beni attivi e passivi oggetto di conferimento:

- immobilizzazioni materiali: l'esperto ha classificato le immobilizzazioni materiali in terreni e fabbricati, reti di distribuzione, cabine di I e II salto, allacciamenti e contatori per renderne più agevole la valutazione.

Considerando poi le valutazioni fatte da una società esperta in perizie nel settore, che ha stimato il valore industriale degli stessi, e, aggiustando queste valutazioni per tener conto delle condizioni contrattuali dei cespiti, a fronte di

⁶⁸ Fonte: le informazioni, i dati e le tabelle sono tratti dalla relazione di stima del 17/07/2006 disponibile su www.borsaitaliana.it

un valore contabile pari a 92.561.290,84, sono stati determinati i seguenti valori correnti:

Terreni	2.864.000
Fabbricati	612.600
Reti di distribuzione	71.318.409
Cabine di I e II salto	2.890.149
Allacciamenti	32.531.437
Contatori	7.431.896
TOTALE	117.648.491

- immobilizzazioni immateriali: comprendono concessioni, avviamento e costi pluriennali.

Per le concessioni si ritiene che esistano i presupposti affinché siano mantenute in bilancio, essendo contratti stipulati con alcuni comuni. Inoltre, poiché la scadenza delle concessioni è stata prorogata, mentre l'ammortamento contabile è rimasto invariato, si è ritenuto opportuno rivalutarne il valore.

L'avviamento è riferito ad un precedente acquisto da parte della società e trova giustificazione in alcuni contratti che erano in capo all'acquisita. Analogamente alle concessioni precedenti si è ritenuto corretto un mantenimento in bilancio, tuttavia in questo caso l'ammortamento contabile ha durata superiore rispetto ai contratti, è stata quindi necessaria una svalutazione.

E' stato infine ritenuto che i costi pluriennali, inerenti ad una campagna pubblicitaria, non avessero i requisiti per essere capitalizzati. Il loro valore corrente è stato perciò posto pari a 0.

La tabella seguente riassume quanto detto, includendo i valori:

	Valori contabili	Valori correnti
Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	498.388,64	707.213,74
Avviamento	354.771,64	328.492,24
Altre immobilizzazioni (costi pluriennali)	478.383,84	0
TOTALE	1.331.544,12	1.035.705,98

- crediti: sono stati analizzati nel dettaglio i singoli crediti per rilevarne l'effettiva realizzabilità. Si è giunto ai seguenti risultati:

	Valori contabili	Valori correnti
Crediti verso utenti e clienti	502.641,99	476.754,37
Fondo svalutazione crediti	(36.749,91)	(36.749,91)
Crediti verso imprese controllate	22.057.778,36	22.057.778,36
Crediti verso controllanti	232.318,54	232.318,54
Crediti verso altri	238.709,73	248.402,90
TOTALE	22.994.698,71	22.978.504,26

- rimanenze: comprendono esclusivamente lavori in corso su ordinazione. Le ricerche compiute dall'esperto non hanno riscontrato dissonanze rispetto al loro valore contabile di 517.280,29;
- ratei e risconti attivi: l'esperto ha semplicemente verificato l'attribuibilità al ramo di distribuzione dal gas, confermandone il valore contabile di 116.154,62;
- TFR: la Conferente ha fornito un elenco contenente i 64 dipendenti trasferiti e il TFR ad essi attribuito. E' stato estratto un campione di 5 individui per verificare la correttezza dei dati forniti e nell'indagine non sono emerse differenze. Il valore del fondo è pertanto:

	Valore contabile	Valore corrente
TFR	954.157,75	1.232.843,45
TOTALE	954.157,75	1.232.843,45

- debiti: procedimento analogo a quello dei crediti è stato fatto per i debiti, evidenziando un valore leggermente superiore a causa dell'inserimento di un importo per ferie non godute dai dipendenti:

	Valori contabili	Valori correnti
Debiti verso fornitori	2.733.628,13	2.733.628,13
Debiti verso imprese controllate	362.357,25	362.357,25
Debiti verso controllanti	1.215.087,47	1.215.087,47

Debiti tributari	1.587,60	1.587,60
Debiti verso altri	1.523.983,99	1.811.499,07
TOTALE	5.836.644,44	6.124.159,52

- ratei e risconti passivi: non sono sorte discrepanze rispetto al valore di carico pari a 5.386.124,45.

I risultati ottenuti sono riassunti nella tabella che segue, in cui è stabilito anche il valore del Patrimonio Netto Rettificato:

STATO PATRIMONIALE		
ATTIVO		
	Valori contabili	Valori correnti
Immobilizzazioni	93.892.834,96	118.684.196,98
<i>Immateriali</i>	1.331.544,12	1.035.705,98
<i>Materiali</i>	92.561.290,84	117.648.491,00
Attivo Circolante	23.511.979,00	23.495.784,55
<i>Rimanenze</i>	517.280,29	517.280,29
<i>Crediti</i>	22.994.698,71	22.978.504,26
Ratei e risconti attivi	116.154,62	116.154,62
TOTALE ATTIVO	117.520.968,58	142.296.136,15
PASSIVO		
TFR	954.157,75	1.232.843,45
Debiti	5.836.644,44	6.124.159,52
Ratei e risconti passivi	5.386.124,45	5.386.124,45
TOTALE PASSIVO	12.176.926,64	12.743.127,42
TOTALE PATRIMONIO NETTO	105.344.041,94	129.553.008,73

Una volta fissato il Patrimonio Netto Rettificato è stato stimato il sovrareddito.

Il reddito prospettico del ramo aziendale è stato calcolato a partire dal piano economico della Conferente, che prevede il risultato operativo dei 5 anni futuri:

	2006	2007	2008	2009	2010
Risultato operativo	6,8	7,8	8,8	9,7	10,7

Ai fini della determinazione del reddito è stata calcolata la media aritmetica dei 5 valori, a cui è stata poi sottratta un'aliquota fiscale media del 37,25%. Il risultato ottenuto è pari a 5.496.900.

Il tasso di rendimento normale del settore è stato stimato utilizzando il modello del CAPM. Come tasso privo di rischio è stato utilizzato il rendimento dei BTP decennali, pari a 3,65%; il beta è stato determinato seguendo le indicazioni dell'autorità, ed è stato fatto pari a 0,49; il premio per il rischio è stato quantificato al 4%. In funzione di questi input si ottiene una redditività media di settore after-tax del 3,5%.

Il modello del CAPM è stato utilizzato anche per la stima del tasso di attualizzazione del sovrareddito. Quest'ultimo differisce dal precedente a causa del coefficiente beta più elevato, pari a 0,65. Il tasso di attualizzazione after-tax è quindi del 4%.

Sulla base dei parametri quantificati è stato determinato il valore economico del capitale:

$$G = (5.496.900 + 0,035 \times 129.553.008,73)a_{5|0,04}$$
$$W = 129.553.008,73 + 4.285.077,94 = 133.838.086,67$$

La valutazione con i metodi di controllo

I metodi di controllo utilizzati sono stati il metodo reddituale e il metodo dei multipli.

Con riferimento al primo, è stato attualizzato all'infinito il reddito operativo medio futuro, stimato tramite i dati del piano economico, al tasso utilizzato come *benchmark* di settore nel metodo misto (pre-tax in questo caso):

$$W = \frac{8.760.000}{0,056} = 156.428.571$$

Per il metodo dei multipli sono state individuate, come società comparabili, delle aziende operanti nel ramo della distribuzione del gas, quotate nel mercato italiano:

Società	EV/EBITDA	EV/EBIT
Acea	7,6	13,2
Acsn	5,8	9,6
Aem-Milano	11,7	22,8
Aem-Torino	9,3	13,4
Amga	8,8	14,5
Hera	8,7	15,6
Snam RG	8,3	12,3
Media	8,6	14,5

Con riferimento ai risultati riportati nella tabella è stato calcolato il valore economico del capitale⁶⁹:

	VALORE
EV/EBITDA	$8,6 * 15.680.000 = \mathbf{134.848.000}$
EV/EBIT	$14,5 * 8.760.000 = \mathbf{127.020.000}$

Valutazione finale

Alla luce di quanto esposto, la valutazione riscontrata con il metodo principale pari a 133.838.086,67, arrotondata infine a 133.800.000, risulta corretta e significativa per il ramo di distribuzione del gas oggetto di conferimento.

⁶⁹ Non essendo presenti crediti o debiti finanziari nel ramo conferito, EV e W coincidono

11 L'Initial Public Offering

11.1 Descrizione e finalità dell'IPO

L'Initial Public Offering (IPO) è l'operazione attraverso cui una società si quota per la prima volta su un mercato regolamentato.

Si tratta di un'offerta al pubblico dei titoli della società, che può avvenire secondo tre modalità:

- Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS): vengono offerte sul mercato azioni di nuova emissione;
- Offerta Pubblica di Vendita (OPV): vengono offerte sul mercato azioni già possedute dagli azionisti;
- Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS): una combinazione delle precedenti.

La quotazione in un mercato regolamentato consente alla società di ottenere diversi vantaggi:

- permette ai soci attuali di monetizzare la loro partecipazione, conservando, se preferiscono, una quota della società;
- permette di reperire nuove risorse finanziarie attraverso un aumento di capitale che consente sia di poter implementare nuovi piani di sviluppo, sia di migliorare la struttura finanziaria della società
- crea un canale d'accesso privilegiato a diversi strumenti finanziari, ad esempio prestiti obbligazionari;
- migliora l'immagine della società, accresce il capitale reputazionale e rafforza la fiducia sia degli shareholders che degli stakeholders.

Il processo di quotazione prevede varie fasi, incentrate sulla soddisfazione degli obblighi informativi da fornire alle autorità di controllo e sulla definizione del miglior prezzo di emissione:

- 1) Analisi di convenienza, in cui si valuta la fattibilità e le modalità dell'operazione, il numero di azioni da offrire e un primo ampio *range* del prezzo di emissione.
- 2) Presentazione della domanda di ammissione e dei documenti informativi

obbligatori alle autorità di vigilanza. All'interno del prospetto informativo, oltre alla descrizione della società, delle strategie di sviluppo e dei dati di bilancio consuntivi e preventivi, è indicato il valore della società, e quindi il *range* di valore del titolo.

- 3) I manager presentano la società agli analisti del consorzio di intermediari che si occupano del collocamento.
- 4) *Roadshow e bookbuilding*. Il management introduce la società alla comunità finanziaria attraverso una serie di incontri nelle principali piazze finanziarie internazionali (*roadshow*), e contemporaneamente vengono raccolte le manifestazioni di interesse degli investitori istituzionali (*bookbuilding*). In questa fase viene anche definita una forchetta di prezzo, più stretta del *range* di prezzo presente nel prospetto informativo, dalla quale viene in seguito scelto il prezzo di emissione.
- 5) Offerta Pubblica: vengono raccolte le adesioni che provengono dal pubblico *retail* sulla base del prezzo massimo. Il prezzo massimo è il maggior valore presente nella forchetta di prezzo determinata nel *bookbuilding*.
- 6) Definizione del prezzo finale di offerta, unico per gli investitori istituzionali e pubblici.

11.2 La determinazione del prezzo di offerta

Seppure descritte in modo riassuntivo, dalle varie fasi si può notare come la definizione del prezzo di emissione rappresenti la problematica di maggior interesse e importanza all'interno dell'IPO.

La valutazione della società, che viene fornita nel prospetto informativo, serve a delineare un iniziale *range* entro cui dovrebbe cadere il prezzo di offerta. Sono utilizzati solitamente il metodo finanziario e il metodo dei multipli: il metodo finanziario poiché in grado di fornire una valutazione oggettiva e assoluta della società, il metodo dei multipli perché attraverso la comparazione con società già quotate è in grado di rappresentare intrinsecamente l'andamento del mercato.

Il prezzo di emissione non dipende però semplicemente dalla valutazione oggettiva della società fatta dall'*advisor*, ma da numerosi fattori.

La fase di *bookbuilding* ha un ruolo di notevole importanza. La domanda, sia in termini di quantità che di prezzo, degli investitori istituzionali, a cui solitamente vengono assegnati la maggior parte dei titoli, consente infatti di delineare un arco di prezzi più ristretto. Le capacità del management di far percepire la forza e le possibilità di sviluppo della società sono la chiave per riscontrare una domanda degli investitori soddisfacente.

Inoltre, l'andamento del mercato e la percezione soggettiva influenzano la fase di offerta pubblica, l'ultimo tassello necessario per la definizione del miglior prezzo.

La scelta finale dipende quindi dal connubio tra la valutazione oggettiva dell'*advisor*, la valutazione soggettiva degli investitori e le condizioni del mercato.

Un fenomeno che spesso si riscontra nell'IPO è quello dell'*underpricing*. Studi empirici hanno mostrato che nei giorni successivi alla prima quotazione si rileva un andamento particolarmente positivo del titolo. Questo rialzo è spiegato dalla preferenza da parte delle società di un prezzo di emissione prudente, anche inferiore al reale valore di mercato, in modo da assicurarsi che tutte le azioni offerte siano sottoscritte (o vendute) e vengano scambiate con regolarità.

11.3 Il caso dell'IPO di Salvatore Ferragamo S.p.A.⁷⁰

Motivazioni dell'operazione

Ferragamo è una società operante nel settore del lusso.

La scelta di quotarsi, nonostante il momento storico non felice per le borse mondiali, è stata dettata dalla volontà da parte di alcuni soci di liquidare una quota della loro partecipazione. L'operazione si configura quindi nella fattispecie di Offerta Pubblica di Vendita.

Il prezzo di offerta

Per determinare l'intervallo indicativo entro cui far cadere il prezzo di offerta sono stati utilizzati sia il metodo finanziario, attualizzando i flussi cassa prospettici, sia il metodo dei multipli di mercato, comparando la società con altre aziende simili quotate.

⁷⁰ Fonte: le informazioni, i dati e le tabelle sono tratti dal Prospetto Informativo relativo all'IPO disponibile su www.ferragamo.com

Con riferimento al criterio dei multipli, la tabella che segue riassume il campione di società utilizzato e i valori riscontrati:

Società	EV/EBITDA	P/EPS
LVMH	11,5	19,5
Burberry	20,1	36,4
Tod's	14,8	25,2
Richemont	21,8	41,8
Media	17,1	30,7

Tenendo in considerazione i due metodi, il valore per azione si attesta in un intervallo compreso tra 8 e 10,5

Nel Prospetto Informativo è specificato come il prezzo finale di offerta sia deciso solo dopo la fase di offerta globale di vendita⁷¹, e dipenda dalle condizioni del mercato mobiliare, dalle manifestazioni di interesse degli investitori istituzionali e dalla domanda pervenuta nell'offerta pubblica.

Il *range* di prezzo è stato infatti ristretto dopo il *bookbuiding* a un valore compreso tra 8,75 e 9,25, e, in conclusione, dopo l'offerta globale, è stato posto pari a 9.

⁷¹ L'offerta globale comprende l'offerta istituzionale e l'offerta pubblica.

12 Il *Private Equity*

12.1 Descrizione e finalità del *Private Equity*

Il *Private Equity* è un'attività di finanziamento attraverso cui un operatore specializzato investe nel capitale di rischio di un'impresa non quotata.

L'apporto di risorse finanziarie è finalizzato all'accrescimento del valore dell'impresa, in modo da poter generare un profitto all'investitore istituzionale al momento della sua uscita dalla società. La partecipazione al capitale azionario di quest'ultimo è infatti limitata ad un arco temporale di medio termine, 3/5 anni, dopo il quale monetizza il proprio investimento.

La partecipazione dell'operatore non si esaurisce con l'apporto di capitale. Affinché venga creato valore è necessario che partecipi all'attività dell'impresa, integrandola con le proprie capacità manageriali: organizzazione aziendale, pianificazione e controllo, analisi strategica sono fattori fondamentali per la crescita della società.

L'intervento di *Private Equity* può avvenire in tutte le fasi di vita di un'impresa, delineando un profilo diverso per ciascuna fase. Tuttavia alcune caratteristiche che la *target* deve possedere sono indispensabili:

- un piano di sviluppo realizzabile;
- possibilità concreta di una futura crescita sia dimensionale che reddituale;
- una proprietà e un management capaci e determinati;
- possibilità di disinvestire a condizioni vantaggiose.

12.2 La valutazione dell'impresa *target*

La valutazione della *target* assume un ruolo predominante, in quanto errori di stima in eccesso possono portare a pagare un prezzo troppo elevato per la partecipazione e quindi non consentire un rendimento sufficientemente elevato.

Da un punto di vista pratico la valutazione presenta problematiche non dissimili da quelle analizzate nel *leveraged buyout*. Anzi, il *leveraged buyout* è una delle tecniche per attuare operazioni di *Private Equity*.

I metodi di valutazione adottati sono quindi il metodo finanziario e il metodo dei multipli.

Se l'operazione viene effettuata nella fase iniziale di vita di un'impresa prende il nome di *Venture Capital*. Il metodo spesso adottato nell'*early stage* è il *Venture Capital Method* poiché consente all'investitore di determinare un prezzo in funzione del rendimento che vuole realizzare. Il metodo finanziario risulta più difficile da utilizzare a causa della eccessiva aleatorietà e alla scarsità di dati che caratterizzano i flussi di cassa prospettici di un'azienda da poco avviata.

13 La trasformazione

13.1 Descrizione e finalità della trasformazione

Con la trasformazione si ha un cambiamento della forma giuridica dell'azienda.

Vi sono due fattispecie di trasformazione:

- trasformazione omogenea: una società commerciale muta in un altro tipo di società commerciale. Può inoltre essere evolutiva (da società di persone a società di capitali) o involutiva (società di capitali in società di persone);
- trasformazione eterogenea: sono coinvolti soggetti anche non societari (ad esempio consorzi o fondazioni) e si possono avere trasformazioni in società di capitali e da società di capitali.

Diverse sono le motivazioni che portano una società a mutare la propria forma. In primis potrebbe avvenire che, a causa di perdite, il capitale scenda al sotto del minimo legale e, salvo nuovi versamenti dei soci, una trasformazione regressiva rimane l'unica strada percorribile per continuare l'attività. Un aumento delle dimensioni aziendali o la possibilità di una futura quotazione in borsa potrebbero invece portare a una trasformazione progressiva. Ancora, la volontà dei soci di cambiare l'attività dell'azienda da lucrativa a *no profit* (o viceversa) spinge l'impresa verso una trasformazione eterogenea.

13.2 La stima del patrimonio

Il codice civile prevede che, nel caso di trasformazione da società di persone in società di capitali, il capitale della società derivante dalla trasformazione sia stimato in base al valore attuale⁷² degli elementi dell'attivo e del passivo e deve risultare da una relazione di stima redatta da un esperto secondo le stesse norme previste per il conferimento (art. 2500 *ter* c.c.).

Rispetto al conferimento in cui vi è il trasferimento di un'azienda, nella trasformazione avviene semplicemente un cambiamento del tipo societario. La relazione dell'esperto è quindi finalizzata unicamente a stimare un corretto valore dei beni attivi e passivi, mentre nel conferimento si tratta di individuare un valore economico del capitale.

⁷² L'espressione poco felice "valore attuale" usata dal legislatore è da intendersi come valore effettivo e non nel significato che prevede la matematica finanziaria.

Viene da sè che l'unico metodo di valutazione adottabile è il metodo patrimoniale, semplice o complesso, poiché consente di pervenire a una stima analitica del patrimonio aziendale. La valutazione dei singoli beni, inoltre, dovrebbe avvenire con criteri analoghi a quelli utilizzati nel bilancio ordinario.

L'adozione del metodo reddituale risulta circoscritto alla sola valutazione di controllo, per verificare se il patrimonio netto è almeno pari alla capacità reddituali future⁷³.

Il metodo misto con stima autonomo dell'avviamento rimane applicabile, seppure mentre la presenza di un avviamento negativo può trovare iscrizione in bilancio a rettifica di alcuni beni dell'attivo, l'iscrizione di un eventuale avviamento positivo pone parecchi dubbi a causa della sua natura di avviamento autogenerato.

⁷³ POTITO L., *op. cit.*, pp. 259 e 256.

Conclusione

La tesi ha mostrato come nella pratica sia importante conoscere tutti i metodi di valutazione, i limiti e i vantaggi che li caratterizzano, per poter, a seconda del contesto, adottare quello più opportuno.

I casi di studio analizzati rivelano, infatti, che non esiste un unico metodo superiore rispetto agli altri, ma scelta del valutatore è funzione sia dell'operazione, sia delle caratteristiche dell'azienda o del ramo d'azienda da valutare.

Un attento studio dell'impresa e degli scopi della valutazione sono inoltre importanti per non incorrere in stime approssimative causate da un utilizzo superficiale dei criteri.

E' opinione diffusa che, in un contesto come quello odierno, le operazioni straordinarie possono aiutare le imprese a risollevarsi dalla crisi. Ad esempio, concentrazioni di aziende tramite fusioni, riorganizzazione dell'attività attraverso scissioni o apporti di conoscenze manageriali come nel *private equity* possono senz'altro essere un valido strumento per accrescere valore. Tutto ciò però potrebbe rivelarsi poco valido se non fosse accompagnato da corrette valutazioni dei capitali economici e delle reali prospettive future.

Bibliografia

- BALDUCCI, D. *La valutazione dell'azienda*. Milano, Edizioni Fag, 2009.
- CARATOZZOLO, M. *I bilanci straordinari*. Milano, Giuffrè, 2009.
- COPELAND, T., KOLLER, T., & MURRIN, J. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New York, Wiley, 1994.
- DAMODARAN, A. *Valutazione delle aziende*. Milano, Apogeo, 2002.
- FERRARO, O. *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni di M&A. Un'analisi delle principali scelte valutative*. Roma, Rirea, 2008.
- FORESTIERI, G. *Corporare & Investment Banking*. Milano, Egea, 2009.
- GAREGNANI, G. M. *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e MLBO*. Milano, Giuffrè Editore, 2006.
- GUATRI, L., & BINI, M. *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano, Università Bocconi Editore, 2005.
- MASSARI, M., & ZANETTI, L. *Valutazione finanziaria*. Milano, McGraw-Hill, 2004.
- MASSARI, M., GIANFRATE, G., & PEPE, M. BTP o Bund? La stima del costo del capitale quando i titoli di Stato non sono più risk-free. *La valutazione delle aziende n.61*, 2011.
- MUSASIO, A. *Il trasferimento di ramo d'azienda. Aspetti di valutazione*. Milano, Franco Angeli, 2002.
- MYERS, S. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions. Implications for Capital Budgeting. *Journal of finance n.29*, Marzo 1974.
- PEROTTA, R. *Le valutazioni di fusione*. Milano, Giuffrè, 1983.
- PEROTTA, R. *Il conferimento d'azienda*. Milano, Giuffrè, 2005.

PEROTTA, R. *Le valutazioni di scissione*. Milano, Giuffrè, 2006.

POTITO, L. *Le operazioni straordinarie*. Torino, Giappichelli Editore, 2009.

SHARPE, W. Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium. *Journal of finance*
n.19, Settembre 1964.