

Nell'analisi non basta sommare i valori delle società, va interpretata la realtà interconnessa

Valutazione di gruppo a 360°

Relazioni e interdipendenze per scelte aziendali sostenibili

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

Valutare un gruppo non significa sommare i valori delle società che lo compongono, ma piuttosto interpretare una realtà interconnessa, dove le sinergie, i trasferimenti interni, le scelte di governance e le politiche di finanziamento comune concorrono a costruire - o a compromettere - il valore complessivo.

La crescente diffusione delle strutture societarie complesse ha reso centrale il tema della valutazione dei gruppi di impresa, non solo per ragioni legate alla finanza straordinaria (fusioni, acquisizioni, conferimenti, scissioni), ma anche per la necessità di comprendere l'effettivo valore generato da un insieme di aziende che operano sotto la direzione unitaria di un capogruppo. In un contesto dove la dimensione giuridica non coincide più con quella economica, il gruppo emerge come un soggetto valutativo autonomo, con una propria identità economico-finanziaria, distinta da quella delle singole controllate.

Il valore nel gruppo nei gruppi di impresa. Il gruppo d'impresa è definito dalla dottrina aziendalistica come una forma organizzativa che permette di mantenere giuridicamente autonome le singole imprese, pur assicurando una direzione unitaria. Questo modello consente di conciliare esigenze di flessibilità (tramite entità giuridicamente distinte) con obiettivi di integrazione strategica e operativa.

Tale configurazione si presta però a generare fenomeni di complessità valutativa. Le relazioni infragruppo possono produrre vantaggi - economie di scala, condivisione di know-how, accesso agevolato a mercati - ma anche costi, come diseconomie organizzative, duplicazioni di funzioni, e conflitti interni. La valutazione richiede l'integrazione di entrambi i profili, restituendo una stima complessiva e coerente del valore economico espresso dall'intero sistema.

I metodi per valutare i gruppi. La dottrina distingue essenzialmente tra approcci analitici (valutazione delle singole società) e approcci sintetici (valutazione tramite bilan-

Metodi di valutazione dei gruppi di impresa		
Metodo	Descrizione	Applicabilità
Metodo a cascata	Analizza separatamente capogruppo e partecipazioni, valutando i flussi e i rischi di ciascuna	Gruppi semplici con partecipazioni dirette e struttura lineare
Metodo basato sul bilancio consolidato	Considera il gruppo come un'entità unica, utilizzando dati consolidati per flussi e capitali	Gruppi integrati con forte coordinamento operativo e gestionale
Metodo misto	Combina approccio analitico (valutazione singola) e sintetico (visione consolidata)	Gruppi complessi con settori eterogenei e subholding
DCF di gruppo con WACC consolidato	Stima i flussi operativi del gruppo e li attualizza con il costo medio ponderato del capitale	Valutazioni strategiche su gruppi industriali integrati e orientati al mercato
Metodo per somma delle parti	Valuta ciascuna società del gruppo separatamente e somma i risultati, eventualmente con rettifiche	Gruppi finanziari, holding pure o conglomerati settoriali diversificati

co consolidato), con una crescente diffusione dei metodi misti. I principali strumenti a disposizione del valutatore sono:

- il metodo a cascata, che parte dalla capogruppo e attribuisce valori alle partecipazioni in base ai flussi attesi delle controllate;

- il metodo basato sul bilancio consolidato, che assume il gruppo come un'unica entità economica;

- il metodo per somma delle parti, utile nei gruppi finanziari o poco integrati, dove si valuta ciascuna società individualmente;

- il metodo DCF con WACC consolidato, efficace per i gruppi integrati, in quanto consente di stimare i flussi prospettici e attualizzarli con un costo medio ponderato del capitale di gruppo.

Questi metodi vanno scelti e calibrati in base alla struttura del gruppo, al grado di integrazione e all'obiettivo della valutazione.

Il rating di gruppo: un indicatore trasversale. Una componente spesso trascurata nella valutazione, ma di crescente rilievo, è rappresentata dal rating di gruppo. Le principali agenzie di rating, come Fitch, Moody's e Standard & Poor's, ten-

dono sempre più a esprimere giudizi sull'intero gruppo, tenendo conto della solidità della governance, del grado di integrazione tra le società appartenenti al perimetro e della capacità della capogruppo di intervenire a supporto

Il gruppo in crisi non può essere gestito come somma di crisi societarie, ma necessita di una visione strategica unitaria. La valutazione del valore del gruppo diventa così strumento centrale per dimostrare la convenienza della continuità rispetto alla liquidazione

delle controllate in situazioni critiche.

In molti casi il rating delle singole società viene corretto in base alla struttura del gruppo. Fitch, ad esempio, attribuisce un "support rating" che riflette la probabilità di intervento della capogruppo o dello Stato per salvaguardare la stabilità del sistema. La valutazione del gruppo diventa così non solo un esercizio tecnico, ma anche una lettura della coerenza strategica, della sostenibilità dei flussi infragruppo, della trasparenza dei meccanismi di controllo.

Il rating di gruppo ha

inoltre un impatto diretto sulla stima del valore: influisce sul tasso di attualizzazione, sulle prospettive di crescita e sulla rischio percepita. Una governance debole, un elevato indebitamento o un'eccessiva dipendenza da una controllata strategica possono penalizzare severamente la valutazione finale.

Crisi e valutazione nei gruppi: oltre la logica atomistica. Nel contesto delle procedure di regolazione della crisi, il gruppo d'impresa riceve oggi una specifica attenzione da parte della normativa. Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza prevede la possibilità di presentare piani unitari o piani collegati, aprendo la strada a concordati preventivi e ristrutturazioni a livello consolidato.

Il gruppo in crisi non può essere gestito come somma di crisi societarie, ma necessita di una visione strategica unitaria. La valutazione del valore del gruppo diventa così strumento centrale per dimostrare la convenienza della continuità rispetto alla liquidazione. I piani devo-

no quantificare i flussi attesi dalla prosecuzione dell'attività, confrontandoli con quelli derivanti dalla dismissione degli asset.

Fondamentale pertanto assume il ruolo della valutazione nella definizione dei perimetri di discontinuità. Le entità non ritenute più strategiche possono essere destinate a operazioni di dismissione, fusione o uscita selettiva dal perimetro del gruppo. Il valore assegnato a tali entità, così come quello attribuito agli asset centrali, incide direttamente sulla fattibilità del piano e sulla soddisfazione prospettica dei creditori.

Equilibrio tra valore individuale e valore di gruppo. Un punto critico è senz'altro rappresentato dalla gestione delle politiche infragruppo. Prezzi di trasferimento, distribuzioni di utili, accentramento della tesoreria possono generare squilibri tra le società del gruppo, favorendo la capogruppo a scapito delle controllate o viceversa. La valutazione deve tenere conto di queste dinamiche, individuando eventuali trasferimenti occultati di valore, esposizioni eccessive o dipendenze critiche.

Le crisi più complesse, infatti, non nascono solo da debolezze esterne o settoriali, ma anche da dinamiche interne disfunzionali: eccesso di leva finanziaria a livello consolidato, duplicazioni operative, governance frammentata. In tali contesti, il valore stimato diventa lo specchio di una coerenza - o incoerenza - strutturale.

Una visione sistemica per un valore sostenibile. In definitiva, valutare un gruppo d'impresa significa misurare molto più del semplice patrimonio. Vuol dire comprendere una strategia, stimare l'efficienza delle sinergie, leggere la qualità della governance e considerare la resilienza delle interconnessioni economico-finanziarie.

La disciplina della valutazione, quando applicata ai gruppi, assume una funzione strategica: orienta le scelte di ristrutturazione, informa le decisioni degli investitori, supporta le banche nei processi di concessione del credito e consente ai professionisti di offrire un'analisi indipendente e strutturata anche in contesti di crisi.