

Utilities e multiutilities: criteri di valutazione

Aspetti peculiari e criteri utilizzabili

Francesco Ferragina

Partner di Kon Spa, dottore commercialista, docente a contratto di Finanza aziendale all'Università di Firenze

Il grande dinamismo nel settore delle *public utilities* e il progressivo aumento di interesse dei mercati finanziari verso le imprese locali che gestiscono servizi di pubblica utilità impongono di prestare una certa attenzione ai criteri di valutazione che potrebbe essere più opportuno utilizzare nei diversi contesti.

L'evoluzione normativa dell'ultimo decennio, sintetizzabile, da un lato, nella crescente "liberalizzazione" dei servizi in regime di mercato libero e, dall'altro, nella forte pressione per una gestione sempre più efficiente dei servizi cosiddetti "amministrati", unitamente alle necessità di finanza pubblica, hanno profondamente inciso sui modelli di controllo e di gestione dei servizi pubblici locali contribuendo a una notevole differenziazione tra gli operatori che hanno diversamente interpretato le regole del gioco al fine di cogliere tutte le opportunità loro offerte dal mercato e dalle norme.

Il quadro che oggi ne consegue è caratterizzato da differenti approcci negli assetti proprietari e di *governance* (più o meno pubblici), nel modello di gestione dei servizi (multi o *monouility*) e nel rapporto con i mercati finanziari, nonché da una spinta molto forte, soprattutto nei servizi liberalizzati, all'aggregazione con altri soggetti analoghi e a un più generale ripensamento della propria strategia competitiva.

Proprio i processi di aggregazione rappresentano oggi una scelta strategica quasi obbligata, poiché consentono di ampliare il bacino potenziale di utenti e di servizi forniti, di diversificare la propria presenza geografica, di sfruttare potenziali economie di scala che consentono l'ottimizzazione dei costi di gestione e di produzione, di avere maggiore potere contrattuale nei confronti degli *stakehol-*

ders (per esempio, nei confronti degli istituti di credito o, in caso di esternalizzazione di attività, nei confronti dei fornitori di servizi), di rendersi più appetibili per il mercato dei capitali, di disporre teoricamente di maggiori risorse su cui orientare investimenti in ricerca e sviluppo ecc.

A ben vedere però, la crescita dimensionale tramite processi di aggregazione porta in sé anche potenziali aspetti negativi: per esempio, un progressivo allontanamento dal territorio/cliente da parte dei centri decisionali delle imprese (fattore che è stato di grande successo nelle ex municipalizzate) e un'elevata attenzione alla riduzione dei costi di gestione potrebbero incidere sulla qualità dei servizi offerti; pochi grandi operatori con forte radicamento territoriale potrebbero fare sorgere accordi di cartello a tutto svantaggio degli utenti che non sarebbero più in condizioni di scegliere.

Aspetti peculiari della valutazione delle *utilities*

La stima del valore del capitale economico di una società esige una serie di cautele, che la dottrina individua in:

– adeguatezza dei criteri: le metodologie di stima

Tabella 1 – **ALCUNI VANTAGGI E SVANTAGGI DELLE CONCENTRAZIONI**

Processi di aggregazione	
Alcuni vantaggi	Alcuni svantaggi
– Ampliamento del bacino di utenza e dei servizi forniti;	– Perdita del radicamento territoriale;
– possibili economie di scala e di costo;	– eccessiva attenzione alla riduzione dei costi;
– diversificazione geografica;	– nel tempo riduzione della concorrenza con riflessi su tariffe e servizi;
– maggiore potere contrattuale verso <i>stakeholders</i> ;	– altro
– maggiore appetibilità per i mercati finanziari;	
– maggiori risorse per investimenti;	
– altro	

del capitale economico aziendale utilizzate nella prassi valutativa del nostro Paese sono diverse e includono metodi patrimoniali, misti patrimoniali reddituali, metodi reddituali, metodi finanziari, metodi di mercato;

- attendibilità e accuratezza della documentazione: in ogni caso la determinazione del valore del capitale economico deve fondarsi su dati ragionevolmente dimostrabili;
- autonomia dell'oggetto di valutazione: un aspetto di rilievo riguarda la riconosciuta opportunità che la stima *stand alone* di una società o aree

di *business* avvenga come se dovesse mantenersi sempre autonoma in futuro, cioè a prescindere dalle sinergie e dagli altri vantaggi che essa potrebbe ricevere da eventuali integrazioni con altre aziende.

I metodi di valutazione più largamente utilizzati e riconosciuti dalla dottrina si basano sulla stima dei flussi finanziari o reddituali attesi o sulla valorizzazione di elementi patrimoniali caratteristici delle imprese in esame, quali, per esempio, le concessioni. Molti sono i quesiti che ci si deve porre al momento in cui si avvia un processo valutativo di un'*utility*.

 Tabella 2 – **STRATEGIE DI SVILUPPO DELLE UTILITIES EUROPEE DAGLI ANNI '90 A OGGI**

ANNI 1990-2001	<ul style="list-style-type: none"> – Al fine di compensare la riduzione del giro d'affari derivante da cambiamenti dello scenario competitivo (vincoli normativi volti a limitare le posizioni di mercato), sono intrapresi processi di diversificazione sia geografica sia investendo in settori più o meno correlati. – Le decisioni di investimento sono guidate dal solo fine di preservare il giro d'affari, piuttosto che da considerazioni in merito ai ritorni finanziari dell'investimento, a seguito anche delle brillanti valutazioni del settore delle telecomunicazioni. – Il profilo di rischio relativo al settore <i>utility</i> si accresce, a causa del venir meno di prospettive con alto grado di prevedibilità tipiche di società <i>monobusiness</i> operanti in ambito nazionale. – Il mercato inizialmente premia le strategie di diversificazione e penalizza le decisioni di rifocalizzazione su settori storici.
ANNI 2002-2003	<ul style="list-style-type: none"> – Si assiste a un ridimensionamento del concetto di <i>multiutility</i> e dei ritorni attesi (minori sinergie di ricavo derivanti dall'offerta congiunta di più servizi), con parallelo deterioramento dell'equilibrio finanziario, in conseguenza anche degli investimenti di diversificazione precedentemente effettuati e sostenuti con prevalenza di debito. – Il mercato penalizza i titoli del comparto, si ripropongono allora strategie di razionalizzazione dell'attività, e di riequilibrio della struttura finanziaria con riduzione del debito, perseguite principalmente mediante dismissione degli <i>asset</i> non strategici precedentemente acquisiti.
ANNI 2004-oggi	<ul style="list-style-type: none"> – Il processo di dismissione risana rapidamente l'equilibrio finanziario, e si generano nuovi percorsi di crescita non più rivolti a piani di diversificazione orizzontale bensì a opportunità di integrazione verticale, al fine anche di coprire i rischi derivanti dalla liberalizzazione del mercato. – Sono privilegiate iniziative a basso profilo di rischio, con chiara evidenza di un processo di convergenza del settore elettrico con quello del gas. – Hanno avvio generose politiche di remunerazione degli azionisti, grazie al miglioramento della <i>performance</i> operativa e al contenimento delle politiche di investimento. – Il mercato premia i processi di razionalizzazione e riduzione del profilo di rischio.

Fonte: nostra elaborazione e aggiornamento da S. Invernizzi, "Evoluzione delle strategie delle *utilities* europee", in *Management delle utilities*, n. 1/2005.

Innanzitutto è opportuno conoscere la finalità strategica per cui si procede e, più precisamente, se è propedeutica a una fusione, uno scambio azionario, una quotazione in Borsa, un'acquisizione ecc.

Inoltre bisogna definire chiaramente sia l'oggetto della valutazione (per esempio, azienda, *assets* specifici, portafoglio clienti ecc.) sia le eventuali operazioni straordinarie strumentali al buon esito dell'operazione sopra definita (per esempio, scorpori o scissioni o, più in generale, riorganizzazioni societarie o di rami aziendali).

È evidente che tali indicazioni non intendono esaurire un argomento molto complesso, ma esclusivamente offrire al lettore alcuni spunti di riflessione. Nel prosieguo dell'attività altri problemi insorgono: una delle difficoltà che più frequentemente si incontra nella valutazione delle *utilities* è la proiezione di dati economici e finanziari legata talvolta alle incertezze normative e regolamentari e talvolta all'estrema "vivacità" dei *business* "liberalizzati".

Altro aspetto concerne la trasformazione culturale che investe le *utilities* allorché passano da una logica di gestione pubblicistica a una di gestione privatistica.

La rapidità con cui le *utilities* affrontano tale trasformazione incide notevolmente sulle *performances*. Il processo è, peraltro, più lento nelle *local utilities* e in tutte quelle realtà in cui il controllo pubblico e il forte radicamento territoriale condizionano la gestione dell'impresa.

In tali situazioni i dati storici hanno una significatività decisamente limitata, rendendo ancora più incerta la stima dei dati previsionali, definiti sia sotto il profilo finanziario sia sotto il profilo reddituale.

È importante sottolineare in questa sede che esistono numerosi casi di successo, per esempio in Toscana e in Emilia Romagna, di aziende interamente pubbliche e a forte radicamento territoriale che conseguono ottimi risultati pur preservando le proprie caratteristiche di base.

Criteri di valutazione utilizzabili

Le specificità di ciascuno dei *business* connessi alla gestione dei servizi di pubblica utilità crea notevoli difficoltà al valutatore soprattutto in presenza

di imprese *multiutility*. Ogni qualvolta ci si pone, in presenza di imprese industriali, il problema del criterio di valutazione più opportuno da adottare, la scelta ricade su uno o più dei seguenti criteri:

a. metodi analitici:

- metodo patrimoniale;
- metodo misto;
- metodo reddituale;
- metodi finanziari,

che mirano a definire un valore del capitale economico, basandosi su informazioni patrimoniali, reddituali o finanziarie;

b. metodi relativi:

- metodo dei multipli di borsa;
- metodo delle società comparabili;
- metodo delle transazioni comparabili,

che esprimono il valore dell'azienda in funzione di alcuni indicatori dedotti direttamente dai prezzi di mercato delle transazioni realmente effettuate in aziende similari. Tale valutazione tiene in considerazione congiuntamente quei fattori tipicamente soggettivi e non valorizzabili con un'espressione numerica.

Nelle *utilities*, specie in quelle in cui l'attività è caratterizzata dalla contemporanea presenza di più linee di *business*, il problema della scelta del criterio di valutazione viene amplificato dal fatto che la corretta valorizzazione del capitale economico necessita dell'applicazione di più criteri congiuntamente, uno per ogni linea di *business*. Ne consegue che molto spesso il valore economico del capitale si ottiene mediante il metodo della somma delle parti.

Analizziamo sinteticamente ciascuno dei criteri proposti dalla dottrina e dalla prassi prevalenti.

Criteri patrimoniali

Il metodo di valutazione patrimoniale esprime il valore di un'azienda in funzione del suo patrimonio, ossia analizza i valori dei singoli elementi dell'attivo e del passivo dalla cui contrapposizione emerge l'entità del patrimonio netto. Tale impostazione offre, proprio per sua natura, una visione dell'azienda fondata su una rappresentazione delle sue componenti patrimoniali, la cui preventiva

valorizzazione avviene con appropriate metodologie in funzione della natura e delle caratteristiche delle stesse.

La fase applicativa del metodo patrimoniale si caratterizza per la presenza di alcuni momenti fondamentali:

1. calcolo del capitale netto di bilancio. Esso deriva dalla sommatoria del capitale sociale e delle riserve (formate da utili o da rivalutazioni), a cui vengono sottratti gli eventuali importi per i quali è stata decisa la distribuzione a titolo di dividendo o di compenso agli amministratori;

2. rivalutazione degli elementi attivi non monetari (immobilizzazioni tecniche, rimanenze di magazzino partecipazioni, titoli ecc.) a valori correnti e attualizzazione dei crediti e dei debiti;

3. valutazione analitica dei beni immateriali.

In generale, nell'applicazione dei metodi patrimoniali, la determinazione del capitale rettificato (K) si ottiene attraverso la seguente formula:

$$K = C + [(P1 + P2 + \dots) - (M1 + M2 + \dots)] * (1 - t)$$

dove:

C = capitale netto contabile;

P = incrementi di valore;

M = riduzioni di valore;

t = incidenza degli oneri fiscali latenti.

Criteria misti

Il metodo misto patrimoniale/reddituale ha trovato largo utilizzo nella prassi e nella dottrina, poiché riesce a considerare contemporaneamente gli aspetti patrimoniale e reddituale, evidenziando così sia una valutazione obiettiva e verificabile sia una stima dell'avviamento, inteso come capacità dell'azienda di generare redditi superiori alla "norma" del settore. Tale componente assume pertanto consistenza e rilievo in termini di valore non tanto come grandezza astratta e teorica, ma solo in quanto elemento in grado di consentire all'azienda di tradurre la propria posizione competitiva in flussi di sovrareddito e, quindi, di remunerare gli azionisti con rendimenti superiori a quelli ottenibili con investimenti alternativi di pari rischio, co-

me, per esempio, quelli mediamente conseguibili investendo la stessa entità di capitale nel medesimo settore di attività.

La formula adottata per il calcolo del capitale economico è riconducibile a due componenti: il capitale netto rettificato (K) e la capitalizzazione del sovrareddito (*goodwill*) su un arco temporale limitato o illimitato. Pertanto si ha:

$$W = K + (R - i * K) * a_{n-i}$$

oppure:

$$W = \frac{K + (R - i * K)}{i}$$

dove:

K = capitale netto rettificato;

R = reddito medio normale atteso (come già definito nel precedente paragrafo);

n = numero definito di anni;

i = tasso di rendimento normale giudicato soddisfacente per investimenti analoghi;

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito, cioè della differenza $(R - i * K)$.

Entrambi i criteri sopra esposti sono considerati utili ai fini della valutazione delle *utilities*, poiché sono in grado di valorizzare correttamente alcuni *assets* peculiari quali, per esempio, le reti, i clienti o le concessioni.

Le *reti* sono lo strumento fisico con cui avviene l'erogazione del servizio. Le modalità con cui le reti si sono formate, *rectius* sono state costruite, e sono pervenute nella disponibilità degli enti o delle *utilities* stesse sono molto complesse e spesso non generalizzabili. Solo a mero titolo esemplificativo, le reti di distribuzione del gas sono state spesso realizzate con consistenti contributi statali e in un notevole lasso di tempo in connessione a contratti di concessione di lunga durata: anche la mera ricostruzione documentale non è agevole.

I *clienti* per alcuni *business* sono l'*asset* più importante, talvolta esclusivo. In merito alla valutazione del portafoglio clienti spesso ci si orienta su parametri di mercato dedotti da precedenti transazioni. Altre volte si valutano analiticamente i singoli clienti in funzione del contributo che ciascuno di essi apporta alla marginalità complessiva dell'azienda (o può ragionevolmente apportare in

un prossimo futuro), della sua fedeltà, della sua capacità complessiva di spesa. Maggiore rilievo assumono i clienti in un'ottica di *multiutility* per lo sfruttamento delle opportunità di *cross-selling*, cioè della possibilità di diversificare sullo stesso soggetto l'offerta di servizi.

Un breve approfondimento merita anche la valutazione delle *concessioni*.¹

Le concessioni sono considerabili anzitutto come "condizioni per la gestione" rilevabili nell'ambiente, in quanto senza la concessione non vi è impresa e conseguente attività nel campo delle *public utilities*. Tuttavia, a certe condizioni e con qualche difficoltà, potrebbero essere considerate anche come "beni", in quanto suscettibili di differenziare il valore delle imprese, operanti in regime di concessione, secondo la loro "qualità" (cioè il contenuto che le caratterizza) e la loro "durata", che possono essere determinati e che condizionano direttamente i flussi di risultato conseguibili dalle imprese e, quindi, il valore del loro capitale.

Per essere "beni" in senso pieno, cioè *intangibles*, le concessioni dovrebbero avere le caratteristiche congiunte dell'identificabilità, della valutabilità, della separabilità o della cedibilità. Queste tre caratteristiche sono invero richieste, in generale, per il riconoscimento degli *intangibles* di aziende operanti in libero mercato e non in un mercato regolato, come quello delle imprese operanti in regime di concessione. In questo ultimo caso è evidente che la cedibilità del bene immateriale di norma non esiste, ma la disponibilità della concessione esprime un diritto che assicura a quell'impresa soltanto un dato livello e una certa stabilità dei flussi di risultato conseguibili (economici o finanziari) per il tempo di durata della concessione. D'altra parte non vi sono altre imprese che possano svolgere la stessa attività, se non hanno la concessione; se si fosse in presenza, invece, di un regime misto, le aziende concessionarie avrebbero sempre una riserva di attività nel loro bacino di mercato e le altre sarebbero concorrenti solo nei bacini non riservati. Chiaramente le aziende concessionarie avreb-

bero, in questo caso e a parità di altre condizioni, un valore maggiore di quelle che tali non fossero, legittimando così l'emergere del valore della concessione come "bene".

Criteri finanziari

I metodi finanziari di valutazione si ispirano al concetto generale che il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che la stessa è in condizione di generare in futuro. In concreto sono state sviluppate differenti alternative metodologiche, tra le quali ha trovato particolare attenzione quella dei flussi di cassa operativi scontati o *Unlevered discounted cash flows analysis (UDCF)*.

Con l'adozione del metodo dell'*Unlevered discounted cash flow*, il valore del patrimonio netto di un'azienda viene determinato sulla base della seguente formula:

$$W = V_0 + SA - L$$

$$W = \left[\sum_{t=1}^n F_{(t)}(1 + WACC)^{-t} + F_{(n)}(1 + WACC)^{-n} \right] + SA - L$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

- W = valore corrente teorico del capitale dell'azienda che si intende valutare;
- V_0 = valore "operativo" del capitale strumentale investito nella società;
- $F_{(t)}$ = flussi finanziari *unlevered* per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
- $F_{(n)}$ = valore residuo della sola attività operativa del complesso aziendale alla fine dell'ultimo periodo di previsione esplicita;
- $WACC$ = costo medio ponderato del capitale investito;
- SA = valore attribuito ai beni non strumentali (*surplus assets*);
- L = consistenza dei debiti onerosi alla data di riferimento (posizione finanziaria netta).

¹Si veda in proposito L. Guatri, *La valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 1994 e F. Zanda - M. Lacchini - T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Torino, Giappichelli, 1997.

I flussi finanziari *unlevered* esprimono la dimensione finanziaria della gestione operativa dell'azienda e pertanto si determinano sia trasformando grandezze economiche di competenza (reddito operativo) in effettivi movimenti di risorse monetarie generati per effetto del normale svolgimento dell'attività operativa dell'azienda stessa sia considerando gli esborsi derivanti dalla realizzazione di investimenti. La sommatoria dei flussi di cassa operativi netti attualizzati esprime, di fatto, il valore complessivo del totale delle attività operative di un'impresa e quindi il valore corrente del capitale investito operativo.

Il valore residuo è una misura sintetica (talvolta indiretta) dei flussi di cassa che si formano al di là della soglia di previsione esplicita. Ai fini della stima del valore residuo, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore residuo $F_{(v)}$ può essere determinato come:

- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita (utile nel caso di aziende operanti in regime di concessione amministrativa);
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto dell'ultimo anno di previsione esplicita;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici (per esempio, *enterprise value/EBITDA*);
- valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso finanziario prospettico medio.

Criteri reddituali

I metodi reddituali ravvisano nella capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione.

Per determinare il valore di un'azienda è necessario quantificare in modo attendibile una configurazione di reddito che meglio esprima nel corso del tempo il potenziale di produzione di ricchezza futura in condizioni di normale funzionamento e gestione dell'azienda stessa. I redditi così individuati vengono dunque capitalizzati a un tasso che aggravi al rendimento degli investimenti privi di rischio un adeguato premio per il rischio insito nel

particolare investimento rappresentato dall'azienda oggetto di valutazione.

Il concetto di reddito medio normale atteso è volto a esprimere una più compiuta quantificazione del reddito che l'azienda è stabilmente in grado di produrre.

La funzione generale che lega il capitale economico (W) alla componente reddituale (R) può essere rappresentata dalla seguente formula:

$$W = R/i$$

dove:

i = tasso di capitalizzazione;

R = reddito medio normale atteso.

Un breve approfondimento merita di essere effettuato in merito al processo di normalizzazione del reddito. In specie quando la *multiutility* è organizzata sotto forma di *holding*, si assiste a un processo di trasferimento della marginalità dell'attività alle altre aziende del gruppo sotto forma di corrispettivi per servizi resi. Questo tipo di impostazione, tipica di molti gruppi industriali, tende a ottimizzare la gestione di quelle attività, in particolare quelle amministrative e di manutenzione degli impianti, che possono riguardare tutte o molte delle aree di *business*. Tale modalità organizzativa può generare distorsioni nella valutazione quando i servizi erogati all'interno del gruppo non sono remunerati a condizioni di mercato. In tale ipotesi si deve procedere a normalizzare il reddito di conseguenza.

Nel caso in cui l'orizzonte temporale sia definito e dunque limitato, la formula sopra esposta dovrà essere modificata in modo da rappresentare una rendita annua posticipata di durata pari a n anni (in cui i indica il tasso di attualizzazione).

$$W = R * a_{n-i}$$

Nel caso in cui il ricorso a una configurazione di reddito normale atteso possa avvenire con riferimento a una previsione dettagliata, almeno per alcuni anni, le formule precedentemente illustrate devono essere riesprese nel seguente modo:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{Rt}{(1+Ke)^t} + TV$$

dove:

Rt = redditi netti normali del periodo esplicito;

Ke = costo dei mezzi propri;

TV = valore attuale del valore residuo, inteso come il valore attuale dei redditi che l'azienda continuerà, mediamente o secondo un determinato tasso di crescita medio atteso, a generare nei periodi successivi a quelli di prevedibilità analitica.

Il tasso di attualizzazione

I criteri che utilizzano i flussi, sia finanziari sia reddituali, devono adoperare tassi di attualizzazione adeguati.

Il costo medio ponderato del capitale o $WACC$ è definito come segue:

$$WACC = w_e i_e + w_d i_d (1 - t)$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

w_e = peso attribuito al capitale proprio;

w_d = peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);

i_e = costo del capitale proprio;

i_d = tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);

t = aliquota fiscale media della società.

Il costo del capitale proprio i_e o Ke è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata. Ai fini della determinazione del corretto costo del capitale è possibile utilizzare i modelli rischio/rendimento, tra i quali, per esempio, il *Capital asset pricing model (CAPM)*.

Il costo del capitale di debito $i_d(1 - t)$ o Kd , da utilizzare ai fini del calcolo del $WACC$, è pari al tasso medio del capitale di terzi (tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari unlevered) i_d , al netto della fiscalità media effettiva t della società, applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Criterio dei multipli

L'argomento di cui stiamo trattando pone la valutazione fondata sui multipli in un ruolo di assoluto rilievo.

Proprio le difficoltà incontrate con l'utilizzo dei metodi analitici di valutazione, legate all'incapacità di esprimere con un unico criterio la complessità delle attività delle *public utilities*, sembrano invece superabili attraverso l'adozione di opportuni multipli di mercato.

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al *prezzo fatto in scambi in beni similari* avvenuti nel recente passato. Sono di norma applicati mediante l'utilizzo di diverse metodologie, tra cui:

- metodi di Borsa: consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello attribuibile dal mercato borsistico;
- metodi delle società comparabili o dei multipli di Borsa: si fondano sull'analisi della relazione esistente, per un campione di aziende quotate similari all'azienda oggetto di valutazione, tra l'andamento dei prezzi di Borsa e alcuni parametri economico-patrimoniali (per esempio, ricavi, *EBIT*, *EBITDA*, patrimonio netto ecc.) o di mercato (per esempio, i clienti);
- metodi delle transazioni comparabili: si fondano sull'analisi delle transazioni effettivamente intercorse per l'acquisizione di aziende o rami o *assets* similari a quelli oggetto di valutazione. Anche in tali ipotesi si mettono in relazione l'andamento dei prezzi di Borsa e alcuni parametri economico-patrimoniali o di mercato.

A differenza dei metodi descritti nei precedenti paragrafi, per i quali si procede alla stima di un valore anche sulla base di informazioni interne e di apprezzamenti soggettivi dei profili di rischio, il mercato esprime dei prezzi il cui meccanismo di formulazione è complesso e condizionato dal concorso di numerose variabili anche esterne all'impresa, le quali possono non avere invece alcun rilievo nei processi di stima del valore.