

L'estratto che stai consultando  
fa parte del volume in vendita  
su **ShopWKI**,  
il negozio online di **Wolters Kluwer**

[Torna al libro](#)



CEDAM

IPSOA

**UTET**<sup>®</sup>  
GIURIDICA

il fisco

 ALTALEX

# **13. LA VALUTAZIONE. APPLICAZIONI PARTICOLARI**

*di Stefano Pozzoli e Manuela Sodini*



### 13.1. I CONTESTI PARTICOLARI

Un professionista non può che condividere appieno la efficacissima riflessione di Achille Campanile sullo stretto legame che esiste tra regole ed eccezioni: “*L’eccezione conferma la regola. Ci sono regole fatte di sole eccezioni e sono confermatissime*”.

La valutazione, del resto, lo dimostra, tanto più che i testi sembrano sempre confermare che esista un mondo – quello altrui, certo – in cui tutte le stime sono relativamente semplici, un pianeta in cui le aziende di cui si debba misurare il valore sono sempre in utile, hanno andamenti costanti ed un futuro roseo e tante altre splendide caratteristiche.

La realtà, la nostra, spesso non è fatta così, ed è ricca, anzi, di casi particolari, proprio delle eccezioni di cui parla Achille Campanile.

Per questo si vuole dedicare un Capitolo, breve, a casi eccezionali ma frequenti avvisando, che, per semplicità di consultazione, per ogni singolo caso si ricorderanno in estrema sintesi i metodi che di volta in volta si propongono, così da evitare a chi abbia l’esigenza di vedere il solo caso specifico, di doversi riferire a più capitoli del libro.

### 13.2. MISURARE IL VALORE DI UNA START UP

Per una *start up* innovativa, superata una fase pionieristica, nasce spesso il bisogno di accrescere la compagine societaria, sia per motivi industriali che meramente finanziari. Per questo non è poi molto raro che venga richiesto ad un professionista di stimare il valore economico di una *start up*.

Il primo tema che il valutatore si trova ad affrontare è certo quello della scelta del metodo di valutazione che deve, come noto:

- essere coerente con la natura e le caratteristiche dell’incarico affidato: le finalità della perizia, infatti, possono condizionare la scelta. In una operazione di trasformazione, di regola, si preferisce adottare il metodo patrimoniale, in una cessione normalmente si opta per metodi basati sui flussi (redditudinali o finanziari che siano);
- essere compatibile con le informazioni disponibili: è inutile pensare ad un approccio particolarmente analitico e di attualizzazione di flussi annuali, quando non si dispone di un piano industriale che espliciti tali dati.

Il primo possibile riferimento per questa attività dovrebbero essere i Principi italiani di valutazione che, come si è più volte detto, rappresentano un utile punto di riferimento. Purtroppo, però, nei PIV non si rinvengono indicazioni specifiche che riguardano questa particolare casistica, anche se possono comunque essere di aiuto.

Il criterio, chiaramente, non è neutrale rispetto al risultato della stima ed il valore della azienda può pertanto variare in modo significativo in ragione della strada utilizzata. È quindi necessario spiegare con scrupolo le motivazioni che spingono a adottare un metodo piuttosto che un altro.

Ancora, la scelta del metodo non può prescindere dall’analisi delle caratteristiche del settore e dalle peculiarità strutturali di contesto. Le *start up*, peraltro, hanno peculiarità

## 13. La valutazione. Applicazioni particolari

### 13.2. Misurare il valore di una start up

specifiche ed uniche di cui si deve tenere conto: una scarsa disponibilità di dati storici, la bassa confrontabilità con società di capitali mature, una frequente situazione di perdita e consistenti fabbisogni finanziari.

I PIV, si è detto, hanno la lacuna di non trattare specificatamente delle *start up*, però dalla loro lettura (III.1.32) emerge che nelle “*situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentiti dai metodi finanziari*”. Nelle situazioni non stabilizzate (questa è la tesi) di solito si registra una notevole differenza fra flussi reddituali e flussi monetari, in considerazione della dinamica di espansione o contrazione degli investimenti in capitale fisso e circolante che solamente i metodi finanziari sarebbero in grado di rappresentare.

Questa considerazione, proposta come dato di carattere generale, difficilmente trova un riscontro nella realtà dove, infatti, in fase di avvio di un'attività di impresa, il valore è difficilmente rappresentabile in ragione dei flussi di cassa (o finanziari) che genera, proprio in ragione delle dinamiche anomali degli investimenti.

Resta il fatto che, nel caso delle *start up*, la disponibilità di informazioni incida sulla scelta del metodo proprio e, quindi, spesso chi valuta si dovrà orientare in ragione dei dati che possiede, più che di considerazioni di carattere squisitamente tecnico.

Chiaro che è difficile ipotizzare il ricorso al metodo patrimoniale, così come quello ad approcci empirici. Per quanto riguarda il primo, a meno che non si aggiri il problema adottando un approccio patrimoniale complesso – e, quindi, misurando il valore degli *asset* immateriali creati (una *app*, un brevetto, ecc.) – difficilmente può portare ad un valore realistico, bensì ad uno prossimo al dato di liquidazione più che a quello di una (auspicabilmente lucida) “scommessa” qual è una *start up*.

Per quanto riguarda gli approcci empirici o di mercato è chiaro che è improponibile nella quasi totalità dei casi il ricorso ai multipli, che si fondano sostanzialmente sui “prezzi” di titoli azionari quotati in borsa. Anche il metodo delle transazioni comparabili, comunque, è di difficile adozione, vista la povertà del possibile campione di riferimento.

Per questo non restano che il metodo reddituale e quello finanziario, che per comodità di lettura si riassumono nel paragrafo successivo.

#### 13.2.1. Metodo finanziario e metodo reddituale

Nelle valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda oggetto di stima spesso si ricorre al metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) nelle varianti equity side ed *asset side*, nel primo caso si attualizzano i flussi monetari disponibili per gli azionisti al costo dei mezzi propri secondo il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), nell'altro, i flussi monetari operativi da attualizzare al costo medio ponderato del capitale, ovvero del *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

Di seguito si propone, per memoria, la formula del *Discounted Cash Flow* nella variante analitica ed *asset side*:

$$W = V_0 + SA - L$$

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

Le sigle considerate nella formula rappresentano le seguenti grandezze e variabili:

W: valore corrente teorico del capitale economico dell'azienda che si intende valutare;

V<sub>o</sub>: valore "operativo" del capitale strumentale investito;

F<sub>(t)</sub>: flussi finanziari "unlevered" per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;

F<sub>(n)</sub>: 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 della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

I flussi monetari operativi *unlevered* sono espressi al netto delle imposte che la società dovrebbe corrispondere e risultano così determinati.

Flussi cassa
+ Reddito operativo
- imposte sul reddito operativo
= Reddito operativo dopo le imposte (Nopat)
+ costi non monetari (ammortamenti, accantonamenti)
- investimenti riferiti all'area operativa
- incrementi di capitale commerciale (variazioni di magazzino, crediti, debiti commerciali)

Il valore terminale riguarda il periodo successivo a quello di previsione analitica dei flussi. Per seguire il metodo analitico è chiaro che è indispensabile un idoneo piano aziendale, che deve essere stato elaborato dal *management* dell'azienda oggetto di valutazione o comunque attestato da costoro. Ancora, il piano dovrebbe contenere sia informazioni economico-finanziarie, sia patrimoniali, cosa non così frequente, soprattutto in aziende di queste dimensioni.

Il piano, sempre secondo i PIV, dovrebbe idealmente "estendersi sino al momento della stabilizzazione dei driver di valore", questi ultimi da intendersi come segue:

- il risultato operativo al netto delle imposte (*unlevered*) c.d. Nopat;
- il rendimento del capitale prospettico del capitale operativo investito, c.d. ROIC, vale a dire il rapporto fra Nopat e capitale operativo investito;

### 13. La valutazione. Applicazioni particolari

#### 13.2. Misurare il valore di una start up

- *reinvestment rate* c.d. IR, definito dal rapporto fra la variazione del capitale operativo in un dato periodo ed il Nopat;
- tasso WACC la cui stima dipende peraltro dalla leva finanziaria.

È evidente come nel caso delle *start up* il piano possa prevedere un orizzonte temporale più lungo rispetto a quello generalmente assunto per valutare un'azienda solitamente 3-5 anni, tenuto conto anche dello stadio in cui si trova la *start up*, se in una fase ancora arretrata o in una fase più avanzata come quella in cui il prodotto è già collocato sul mercato e la società è, in realtà, alla ricerca dei suoi equilibri. Anche il piano, del resto, sarà inevitabilmente soggetto ad oggettivi elementi di incertezza, e di questo non si può non tenere conto.

L'aleatorietà sui singoli anni che compongono il *business plan*, ha portato a basarsi sull'attualizzazione del solo valore terminale ("*Terminal Value*"), vale a dire al raggiungimento dello stadio di maturazione dell'iniziativa (tipicamente circa 5-8 anni).

Tale variante del metodo DCF viene comunemente denominata "*Venture Capital Method*" (*VC Method*) ed è stato trattato nel 1987 da William A. Sahlman della *Harvard Business School*.

Il *VC Method* esprime il valore economico di un'iniziativa di *start up* considerando l'ottica di un potenziale investitore e del rendimento richiesto dallo stesso per la sua partecipazione all'iniziativa.

Per il potenziale investitore il valore economico dell'iniziativa a  $t=0$  sarà pari al valore economico ipotizzato all'uscita dall'investimento – o *Terminal Value* a  $t=n$  – e attualizzato sulla base di un adeguato tasso di rendimento a lungo termine – o tasso di rendimento richiesto, il "*Required Rate of Return*" (RRR), sinteticamente può essere rappresentato con la seguente formula.

$$\text{Valore attuale dell'iniziativa} = \text{Terminal Value} / (1 + \text{RRR})^n$$

Nell'applicazione della formula i due parametri da considerare sono RRR e *Terminal Value*. Il *Terminal Value* può essere calcolato generalmente sulla base di multipli attesi di ricavi o EBITDA previsti a fine piano, ovvero al tempo ipotizzato di uscita dell'investimento; in alternativa, con il metodo di "*Gordon*" che capitalizza a un determinato tasso di sconto il flusso di cassa stimato nell'ultimo anno di piano ovvero al raggiungimento di una fase di maturità della *start up*<sup>1</sup>.

Nel caso in cui si ricorra al metodo reddituale l'elemento preponderante della stima, come noto, risiede nella definizione della capacità prospettica dell'impresa di produrre reddito, dunque si deve giungere al c.d. reddito medio normale atteso per la cui determinazione sono necessarie stime sulle condizioni di operatività economica futura. È chiaro che, anche qui, la mancanza di una serie storica crea non poche difficoltà, non fosse altro per le informazioni che fornirebbe per la normalizzazione del reddito.

È chiaro che nel caso di una *start up* molte componenti di costo – e non solo di ricavo – sono incerte nel loro fluire futuro: si pensi per tutti agli ammortamenti, che sono

<sup>1</sup> <https://www.duffandphelps.it/insights/news-e-eventi/business-plan-e-valutazione-preliminare-delliniziativa>.

### La valutazione. Applicazioni particolari 13.

Misurare il valore di una start up 13.2.

fortemente condizionati dalla intensità di investimento e dalla capitalizzazione delle componenti immateriali.

Come ricordano anche i PIV le valutazioni reddituali sono normalmente di tipo equity side ancorché siano configurabili anche seguendo un approccio *asset side*. Comunque, visto che per il metodo finanziario abbiamo illustrato la formula analitica *asset side*, di seguito, si propone la formulazione più semplice, ovvero una equity side di tipo sintetico:

$$V = R/i_e$$

Dove:

R è il reddito medio normale atteso;

$i_e$  rappresenta il costo del capitale proprio.

Secondo i PIV, per altro, nel caso di aziende con “radici meno solide, o operanti in settori caratterizzati da elevata variabilità” come può essere appunto il caso delle *start up* è opportuno adottare un orizzonte temporale limitato, in tal caso la formula da adottare è quella che segue:

$$V = R a_{n,i}$$

Dove il valore dell'azienda è pari al corrispondente valore attuale calcolato per il tempo  $n$  e al tasso  $i$  di una rendita temporanea di rata costante R (dove R sta per reddito medio normale atteso).

Per quanto riguarda il tasso, entrambi i metodi fanno ricorso al CAPM ed al WACC. Il primo serve ad individuare il tasso di remunerazione del capitale proprio, ed il secondo quello di attualizzazione dei flussi (reddituali o finanziari) prodotti dalla azienda e quindi finalizzati a valorizzare il capitale operativo.

In particolare, si ricorda, il WACC da utilizzare per l'attualizzazione dei flussi finanziari o reddituali *asset side* è determinato come segue:

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

Le sigle considerate nella formula rappresentano le seguenti grandezze e variabili:

## 13. La valutazione. Applicazioni particolari

### 13.2. Misurare il valore di una start up

$W_e$ : peso attribuito al capitale proprio;

$W_d$ : peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);

$i_e$ : costo del capitale proprio;

$i_d$ : costo del capitale di terzi;

$t$ : aliquota fiscale.

Il costo del capitale proprio ( $i_e$ ) è determinato utilizzando il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) che a sua volta si fonda su tre variabili: il tasso esente da rischio (c.d. *risk free rate*), il premio per il rischio di mercato e il coefficiente beta. L'individuazione di queste tre grandezze deve essere effettuata in modo coerente con le caratteristiche dell'entità oggetto di valutazione.

Secondo i PIV, il costo dei mezzi propri ottenuto tramite il CAPM può essere maggiorato di un coefficiente (fattore alfa) al fine di considerare il rischio specifico che può dipendere da:

- rischi competitivi;
- rischi di *business*;
- rischi tecnici.

Il fattore alfa, in sostanza, è un elemento che ci permette di discostarci da un calcolo meramente tecnico del tasso di attualizzazione, ed è un qualcosa che è quindi quanto mai necessario nel caso di una *start up*.

#### 13.2.2. Il nodo cruciale: la scelta del tasso

In realtà sia che si segua un approccio reddituale o finanziario, e che il metodo utilizzato sia sintetico o analitico è chiaro che il nodo è il tasso di attualizzazione, perché è il tasso che enfatizza la sostanza del problema, e cioè che misura la rischiosità della scommessa che intende giocare l'imprenditore.

È il tasso, quindi, che differenzia la valutazione di una *start up* da quella di un'altra azienda.

Su questo, in verità, non ci sono ricette. Nella prassi, come si è detto, si è soliti fare ricorso al solo CAPM nel caso di approccio equity side, ed al WACC nel caso di asset side, salvo poi applicare, un po' grossolanamente, un aumento del tasso individuato che di regola si traduce in uno sconto rispetto al valore di una azienda matura, che oscilla tra il 30% ed il 40%.

Il problema, però, è che nella redazione di una perizia, occorre arrivare ad una "opinione di valore", che secondo il punto I.1.4 dei PIV, sia: razionale, verificabile, coerente, affidabile, ecc.; questo mal si concilia con un aumento dei tassi immotivato o genericamente individuato con un riferimento ad una vaga prassi.

Pertanto, per dare per quanto possibile sistematicità alla scelta del tasso di attualizzazione, è possibile fare ricorso ad uno schema qualitativo che si fonda sull'idea, di per sé banale, che tanto più arretrata è la fase di sviluppo dell'azienda tanto maggiore deve essere il tasso.

A questo proposito le fasi di una *start up* potrebbero essere inquadrate come segue:

- ideazione del prodotto;

- implementazione del prodotto;
- collocazione sul mercato e *market validation*;
- equilibrio finanziario;
- raggiungimento della redditività.

Il tasso a regime è normalmente considerato quello riferibile alla media del settore. Il tasso da applicare può perciò essere dato dal tasso sommato al prodotto fra il tasso stesso moltiplicato per il numero di tasselli mancanti al raggiungimento della redditività. Perciò se il tasso è pari al 10% e alla *start up* mancano 5 *step* per arrivare all'ultimo livello; il tasso di attualizzazione sarà il 60% ( $10 + 5 \times 10$ ).

Anche così facendo, in verità, la scelta del tasso resta giustificata in modo qualitativo e certo non raffinato, ma almeno si tiene in qualche misura di conto il ciclo di vita dell'azienda.

Però, anche su questo, vengono in soccorso i PIV, che al punto III.1.46 precisano che, in presenza di rapporti di indebitamento elevati, quale di regola è il caso di una *start up*, *“occorre considerare che difficilmente il costo medio ponderato del capitale può essere inferiore al costo del capitale unlevered (ovvero al costo dei mezzi propri dell'impresa non indebitata), ciò in quanto i costi di dissesto più che compensano i benefici fiscali connessi alla deducibilità degli oneri finanziari”*.

A tal proposito i PIV suggeriscono l'utilizzo di tassi variabili nel tempo che tengano conto della evoluzione della struttura finanziaria. Nel caso di una *start up* questo, ovviamente, sarà possibile solo in presenza di un piano industriale che presenti anche uno stato patrimoniale prospettico, cosa in verità non frequente. Resta però valido il principio proposto.

### 13.3. VALUTARE LE AZIENDE IN PERDITA

È molto frequente doversi misurare con la valutazione di un'azienda in perdita. Basti pensare al caso in cui la proprietà voglia procedere alla riorganizzazione del proprio gruppo mediante operazioni straordinarie di fusione o cessione totale o anche solo di un ramo d'azienda considerato ormai non strategico o non risanabile, ovvero che si pianifichi un'operazione di ristrutturazione finalizzata a salvaguardare l'impresa mediante piani attestati di risanamento o accordi di ristrutturazione.

In questi casi il professionista si troverà a stimare un'azienda che può presentare una successione di flussi reddituali o finanziari negativi, sia sul piano storico che prospettico. È chiaro che il valore limite dell'azienda, sotto il quale non ha senso scendere nella propria valutazione, è rappresentato dal valore di liquidazione che tenga conto del presunto valore di realizzo delle attività al netto dei relativi costi di dismissione.

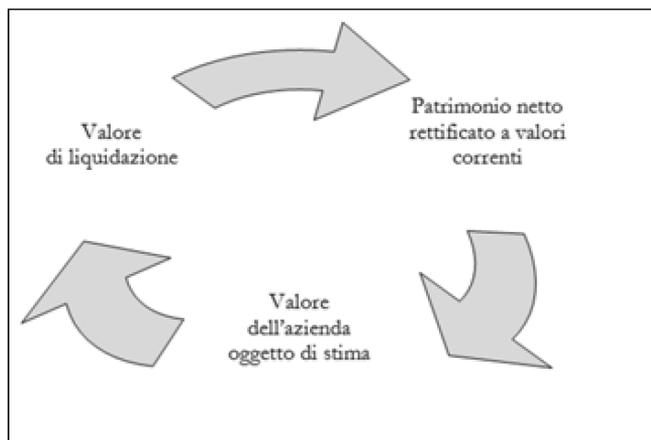
Se il “tetto verso il basso” della valutazione è il patrimonio netto di liquidazione, è chiaro che il problema è individuare quello che possa essere invece un corretto valore economico della azienda e che in via di principio potrà attestarsi in un intervallo che ha per estremi il patrimonio netto rettificato a valori correnti ed il valore di liquidazione (Tavola 13.1).

## 13. La valutazione. Applicazioni particolari

### 13.3. Valutare le aziende in perdita

Resta fermo, però, che il punto in cui si collocherà il valore dipenderà in larga parte dalle proiezioni economiche future le quali, in teoria – e molto spesso nella pratica – dimostrano, rispetto al tristo presente, un florido futuro.

Tavola 13.1 – Il valore delle aziende in perdita



Quella dei flussi futuri positivi rischia di sembrare una agevole scappatoia, in termini valutativi, per arrivare a valori comunque superiori a quelli di liquidazione. Occorre però ricordarsi che il valutatore deve rispondere della sua valutazione, anche e soprattutto, sul piano dell'etica professionale e questo comporta che non possa accettare dei piani industriali e dei dati prospettici meno che realistici. È quanto mai evidente che un *business plan* che passi miracolosamente dall'area della perdita a quella del consistente profitto in un breve lasso di tempo non può essere accettato se non dopo una adeguata verifica.

Il professionista, in sostanza, dovrà procedere affrontando due analisi, la prima volta ad accertare la consistenza e le caratteristiche delle perdite passate, la seconda diretta all'esame dei risultati economici attesi per il futuro.

È chiaro che le aziende possono affrontare momenti di difficoltà che non sono necessariamente definitivi; normalmente, anzi, si tende ad individuare quattro stadi del percorso di crisi in cui è comunque possibile intervenire per evitare situazioni irreversibili. Il primo stadio è quello della "incubazione". Ad esso segue quello della "manifestazione della crisi", alla quale normalmente si associa una sensibile erosione dei margini ed un forte incremento dell'indebitamento. Nel terzo stadio gli squilibri finanziari si accentuano ripercuotendosi sulle ridotte possibilità di accessibilità al credito e sulla scarsa fiducia degli *stakeholder* (perdita di clienti, accettazioni di condizioni meno vantaggiose

dai fornitori, *turnover* dipendenti). L'ultimo stadio è quello del dissesto a cui si giunge in assenza di opportuni interventi correttivi assunti nelle fasi precedenti.

In questo paragrafo ci concentriamo soprattutto sulle situazioni in cui l'azienda si trova in uno dei primi tre stadi e, dunque, quando si viene chiamati a fornire una valutazione di realtà che, ancorché in difficoltà, ipotizzano percorsi ed interventi volti al recupero delle attività.

Vediamo come si procede. Anzitutto, è necessario partire da una ricostruzione storica delle perdite, finalizzata a comprendere le cause che hanno determinato una gestione evidentemente non efficiente. Le ragioni di una crisi possono essere riconducibili a fenomeni di carattere generali, quali un incremento della concorrenza od una diffusa crisi di settore, oppure a momenti che affronta la singola azienda, come ad esempio un passaggio generazionale.

Anche le perdite, di conseguenza, possono presentare carattere transitorio ovvero strutturale. Possono trovare una spiegazione in squilibri economici finanziari o in entrambi, l'esperto per poter effettuare tale indagine non potrà esimersi da opportune riclassificazioni degli schemi di bilancio al fine di comprendere la dinamica operativa dell'azienda, la gestione extraoperativa ed i flussi monetari associati alle diverse aree della gestione. A tal proposito la relazione sulla gestione, ove prevista, ed il rendiconto finanziario – peraltro obbligatorio per la generalità delle imprese a partire dal bilancio 2016, così come previsto dal D.Lgs. n. 139/2015 – potranno rivelarsi documenti preziosi per conoscere i fattori che hanno concorso al conseguimento delle perdite ed eventuali possibilità di rimozione delle stesse.

Il rendiconto, come noto, contiene informazioni sui flussi monetari associati alle diverse aree della gestione: operativa, investimento, finanziamento e sulle capacità dell'azienda di autofinanziarsi, nonché sul suo grado di indebitamento.

Le perdite potrebbero essere dovute ad una crisi di *business* o, per converso, ad eventi non strettamente collegati alla gestione operativa quali ad esempio il costo del reperimento delle risorse finanziarie esterne.

Solitamente una situazione di difficoltà finanziaria si associa ad uno squilibrio economico, vale a dire quella situazione in cui l'impresa è incapace mediante la gestione tipica di remunerare attraverso i ricavi i fattori produttivi impiegati compreso il capitale.

È evidente che le misure correttive da porre in essere saranno diverse fra loro, in ragione dei fattori di criticità presenti. Oltre allo studio delle cause, il professionista dovrà interrogarsi su altri fattori quali il *trend* storico delle perdite; questo, infatti, ha inevitabilmente delle ripercussioni sulla proiezione futura dei risultati economici.

Al professionista interessa comprendere la successione temporale delle perdite che sono state conseguite nei diversi esercizi ed il loro *trend*, le perdite potrebbero presentare carattere crescente, decrescente, stazionario, elemento di cui l'esperto incaricato non può non tenere conto ai fini della proiezione futura dei risultati. Ad un andamento irregolare delle perdite potrebbe associarsi una previsione maggiormente ottimistica, mentre un *trend* crescente delle stesse, in assenza di elementi innovativi che facciano preludere

## 13. La valutazione. Applicazioni particolari

### 13.3. Valutare le aziende in perdita

ad un'inversione di rotta, si tradurrà inevitabilmente in previsioni future poco ottimistiche.

Oltre all'esame delle cause che hanno determinato le perdite ed il loro andamento, il professionista dovrà soffermarsi sull'intensità delle stesse, che si misura in termini relativi utilizzando indici che rapportano ad esempio la perdita al fatturato, mentre assume un significato secondario l'entità della perdita in termini assoluti<sup>2</sup>.

L'analisi sulle perdite viene quindi condotta lungo tre direttrici:

- studio delle cause;
- esame del *trend*;
- analisi dell'intensità.

Tale lettura, contribuisce non solo a fornire una visione più completa della situazione storica, ma permette di comprendere meglio i piani industriali che dovrebbero contemplare anche scenari alternativi al superamento della crisi quali quelli derivanti da un possibile *default*.

Pertanto, i dati storici, analizzati secondo gli approcci sopra proposti, costituiranno l'elemento ponte per verificare la coerenza delle future scelte aziendali e la loro capacità di superare le inefficienze.

#### 13.3.1. La misurazione del valore: il metodo misto

Terminata la fase di analisi storica dell'azienda e considerati i possibili interventi correttivi per l'uscita dalla crisi, nonché i possibili scenari futuri, si dovrà procedere a individuare la metodologia di valutazione da adottare in un contesto complesso quale quello delle aziende in perdita.

Sono evidenti le difficoltà applicative che si riscontrano nella valutazione di aziende in contesti di crisi. I metodi di valutazione tradizionalmente utilizzati per la determinazione del valore di imprese in normali condizioni di funzionamento conducono a stime fuorvianti se non opportunamente "modificati"<sup>3</sup> in modo da tenere conto della loro applicazione ad aziende in crisi e che potrebbero finire anche in *default* (e questo scenario deve essere certo contemplato nelle diverse ipotesi in termini probabilistici e di rischio).

In molti suggeriscono di utilizzare il metodo misto patrimoniale-reddituale quale approccio che meglio risponde alla stima di aziende operanti in condizioni di perdita<sup>4</sup>.

L'ambito del tutto particolare e complesso in cui si trova ad operare l'esperto chiamato a stimare aziende in perdita impone di soffermarsi sui componenti della formula che risulta essere la seguente.

$$W = K' + a_{ni} (R - K_e K')$$

<sup>2</sup> Cfr. G. Brescia, F. Muraca, *Le perizie di stima delle aziende. Guida operativa alla perizia di valutazione ed alle attestazioni del professionista*, Rimini, 2013.

<sup>3</sup> Cfr. A. Damodaran, *Valutazione delle aziende*, Milano, 2014; PIV 2015, Milano, 2015.

<sup>4</sup> Fondazione Nazionale Commercialisti, *La valutazione delle aziende in crisi: spunti e riflessioni*, documento del 31 luglio 2015.

dove i simboli assumono il seguente significato:

W: valore corrente teorico dell'azienda che si intende valutare;

K': valore del patrimonio netto rettificato;

R: reddito medio normalizzato;

$a_{ni}$ : funzione di attualizzazione di una rendita posticipata, il sovra reddito o sotto reddito ( $R - K_e K'$ ), avente durata di n anni al tasso  $i$ ;

$K_e$ : tasso di rendimento del capitale di rischio investito, giudicato normale per il settore di appartenenza;

$i$ : tasso finanziario di attualizzazione del sovra reddito o sotto reddito.

Pertanto,  $a_{ni} (R - K_e K')$  rappresenta il calcolo autonomo dell'avviamento (positivo o negativo) della società oggetto di stima.

Ovviamente, ai fini della determinazione del capitale netto rettificato, il perito, tenuto conto del particolare contesto in cui si trova ad operare, dovrà preliminarmente tenere in debita considerazione di eventuali componenti di ricavo e costo non dichiarate o non contabilizzate secondo la normativa ed i principi contabili.

Nelle società dotate di organi di controllo la verifica di eventuali costi e ricavi occulti potrebbe avere una portata ridotta rispetto ad aziende prive di questo tipo di organi, tuttavia non si potrà prescindere dall'interrogarsi sulla rappresentazione veritiera e corretta dei documenti di bilancio, ancorché lo stesso si scontrerà inevitabilmente con l'oggettiva impossibilità di dimostrare con certezza l'esistenza e l'entità di componenti reddituali occultate.

In concreto ci si troverà a dover stimare eventuali costi, ricavi e fondi occulti, cercando di indicare nel proprio elaborato il percorso logico seguito per la ricostruzione di tali componenti, fermo restando tutti i limiti derivanti dalle carenze informative e da una ricostruzione di carattere extracontabile. Il patrimonio netto contabile dovrà dunque essere rettificato per tenere conto di eventuali componenti reddituali e fondi non contabilizzati e dovrà essere riespresso per tenere conto del valore corrente dei cespiti.

Ai fini della riespressione a valori correnti degli impianti e macchinari secondo i PIV si potrebbero assumere il costo di produzione di un bene nuovo o rimpiazzo oppure stimando il bene sulla base delle sue capacità di produrre utili nel futuro.

L'impostazione reddituale ricorda l'impairment test o in altri termini il valore d'uso determinato secondo l'OIC 9 che tratta delle "Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali". Il principio contabile si pone come obiettivo quello di verificare che il valore delle proprie attività iscritte in bilancio non superi il relativo valore di realizzo, ne consegue che si ha una riduzione di valore se il valore contabile di una attività è superiore al valore recuperabile, dove per valore recuperabile di un'attività si intende il maggiore tra il suo valore equo e il suo valore d'uso. Il valore equo è l'ammontare ottenibile dalla vendita di un'attività in una transazione ordinaria tra operatori di mercato alla data di valutazione.

Se non esiste un accordo vincolante di vendita né alcun mercato attivo per un'attività, il valore equo è determinato in base alle migliori informazioni disponibili per riflettere

## 13. La valutazione. Applicazioni particolari

### 13.3. Valutare le aziende in perdita

l'ammontare che la società potrebbe ottenere dalla vendita dell'attività in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili. Nel determinare tale ammontare, la società considera il risultato di recenti transazioni per attività similari effettuate all'interno dello stesso settore industriale.

Il valore d'uso è invece determinato sulla base del valore attuale dei flussi finanziari in entrata ed in uscita che si prevede abbiano origine da un'attività attualizzati ad un tasso appropriato.

In linea tendenziale i piani di riferimento non superano un orizzonte temporale di 5 anni.

La dottrina economico-aziendale propende per la tesi che, nel caso di società in perdita, si debba procedere ad una rivalutazione controllata, specialmente se le capacità reddituali prospettive dell'azienda non riescono a sopportare i maggiori ammortamenti conseguenti alla rivalutazione dei cespiti. In altre parole, è preferibile limitare la rivalutazione piuttosto che riesprimere i beni ad un valore corrente elevato e dover poi introdurre un correttivo alla stima mediante il *badwill*.

#### 13.3.2. Il metodo dei flussi di cassa attesi

In alternativa al metodo misto, è possibile ricorrere al metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) per stimare società in perdita. Anche in questo caso, come peraltro già visto per il metodo misto, si dovranno apportare degli aggiustamenti ai parametri al fine di evitare di giungere a stime fuorvianti.

Il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF), come è noto, si presenta in due varianti equity side ed *asset side*. Nel primo caso si attualizzano i flussi monetari disponibili per gli azionisti al costo dei mezzi propri secondo il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), nell'altro, i flussi monetari operativi da attualizzare al costo medio ponderato del capitale, ovvero del *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

Di seguito si propone, per memoria, la formula del *Discounted Cash Flow* nella variante analitica ed *asset side*:

$$W = V_o + SA - L$$

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

Le sigle considerate nella formula rappresentano le seguenti grandezze e variabili:

W: valore corrente teorico del capitale economico dell'azienda che si intende valutare;

V<sub>o</sub>: valore "operativo" del capitale strumentale investito;

## La valutazione. Applicazioni particolari 13.

### Valutare le aziende in perdita 13.3.

$F_{(t)}$ : 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 della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

I flussi monetari operativi netti *unlevered* risultano così determinati.

Flussi cassa
+ Reddito operativo
– imposte sul reddito operativo
= Reddito operativo dopo le imposte (Nopat)
+ costi non monetari (ammortamenti, accantonamenti)
– investimenti riferiti all’area operativa
– incrementi di capitale commerciale (variazioni di magazzino, crediti, debiti commerciali)

Il valore terminale riguarda il periodo successivo a quello di previsione analitica dei flussi. Per seguire il metodo analitico è chiaro che risulta indispensabile un idoneo piano aziendale che contenga informazioni economico, finanziarie e patrimoniali.

In generale, il periodo di previsione analitica dovrebbe coincidere con il periodo del piano di ristrutturazione, vale a dire quel tempo necessario a raggiungere uno steady state, ovvero il nuovo assetto stabile.

Il criterio DCF, nel caso di un’azienda in perdita, deve considerare due aggiustamenti: uno avente ad oggetto i flussi di cassa attesi, l’altro il tasso di attualizzazione.

Nell’analizzare i flussi si dovrebbero considerare almeno due scenari uno che ipotizza i flussi in continuità aziendale, l’altro in caso di *default*; in ogni anno oggetto del piano si dovrà stimare la probabilità di *default* in modo da ottenere la probabilità di sopravvivenza dell’azienda per un determinato intervallo di tempo.

Damodaran<sup>5</sup>, in particolare, suggerisce di calcolare la probabilità cumulata di sopravvivenza secondo la modalità seguente.

Poniamo che un’azienda abbia il 30% di possibilità di *default* nel primo anno ( $n$ ) e del 10% nel secondo anno ( $n+1$ ), la probabilità cumulata di sopravvivenza nei 2 anni è pertanto  $(1-0,30)(1-0,10) = 63\%$ .

Tuttavia, la determinazione della probabilità di sopravvivenza nel modo suggerito può presentarsi molto complessa e quindi, in alternativa, l’esperto potrebbe affidarsi alle stime di *default* elaborate da agenzie di *rating* (Tavola 13.2).

<sup>5</sup> Cfr. A. Damodaran, *Valutazione delle aziende*, Milano, 2014; PIV 2015, Milano, 2015.

## 13. La valutazione. Applicazioni particolari

### 13.3. Valutare le aziende in perdita

Tavola 13.2 – Probabilità di dissesto in base al rating

Rating	Probabilità cumulata di dissesto	
	5 anni	10 anni
AAA	0,03%	0,03%
AA	0,18%	0,25%
A+	0,19%	0,40%
A	0,20%	0,56%
A-	1,35%	2,42%
BBB	0,25%	4,27%
BB	9,27%	16,89%
B+	16,15%	24,82%
B	24,04%	32,75%
B-	31,10%	42,12%
CCC	39,15%	51,38%
CC	48,22%	60,40%
C+	59,36%	69,41%
C	69,65%	77,44%
C-	80,00%	87,16%

Fonte: A. Damodaran, *Valutazione delle aziende*, pag. 647, Milano.

Particolare attenzione dovrà essere posta sulla stima del costo medio ponderato del capitale. Un'affidabile misurazione del tasso di sconto costituisce uno dei punti più delicati e centrali di questa metodologia proprio a causa del grande impatto che una variazione del WACC provoca sul valore dell'impresa.

Evidentemente, si dovrà scegliere un tasso che sia coerente con i flussi in termini di rischio proprio in virtù di quella probabilità di sopravvivenza/default sopra evidenziata.

In particolare, nello stimare il costo del capitale sarà opportuno esprimere il rapporto fra il patrimonio netto ed il debito tenendo conto dell'evoluzione della struttura finanziaria, non potendo assumere rapporti medi calcolati dal mercato per aziende similari che inevitabilmente condurrebbero a stime fuorvianti.

In presenza di rapporti di indebitamento elevati, tipici per le società in perdita, si avrà un costo medio ponderato del capitale superiore al costo dei mezzi propri *unlevered* in quanto i costi di dissesto più che compenseranno i vantaggi fiscali connessi alla deducibilità degli oneri finanziari.

Per stimare il costo del debito di un'impresa in dissesto è raccomandato l'utilizzo di un tasso collegato al *rating*, in proposito si veda la Tavola 12.3 e 12.4<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html).

## La valutazione. Applicazioni particolari 13.

Valutare le aziende in perdita 13.3.

**Tavola 13.3 – Il costo del debito in base al rating – Imprese non finanziarie di maggiori dimensioni**

For larger firms (market cap > \$5 billion)			
If interest coverage ratio is (Ebit/oneri finanziari):		Rating is	Spread is
>	≤ to		
-100000	0.199999	D2/D	20.00%
0.2	0.649999	C2/C	17.00%
0.65	0.799999	Ca2/CC	11.78%
0.8	1.249999	Caa/CCC	8.51%
1.25	1.499999	B3/B-	5.24%
1.5	1.749999	B2/B	3.61%
1.75	1.999999	B1/B+	3.14%
2	2.249999	Ba2/BB	2.21%
2.25	2.49999	Ba1/BB+	1.74%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1.47%
3	4.249999	A3/A-	1.21%
4.25	5.499999	A2/A	1.07%
5.5	6.499999	A1/A+	0.92%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.70%
8.50	100000	Aaa/AAA	0.59%

**Tavola 13.4 – Il costo del debito in base al rating – Imprese non finanziarie di minori dimensioni**

If interest coverage ratio is (Ebit/oneri finanziari):		Rating is	Spread is
>	≤ to		
-100000	0.499999	D2/D	20.00%
0.5	0.799999	C2/C	17.00%
0.8	1.249999	Ca2/CC	11.78%
1.25	1.499999	Caa/CCC	8.51%
1.5	1.999999	B3/B-	5.24%
2	2.499999	B2/B	3.61%
2.5	2.999999	B1/B+	3.14%
3	3.499999	Ba2/BB	2.21%

## 13. La valutazione. Applicazioni particolari

### 13.3. Valutare le aziende in perdita

If interest coverage ratio is (Ebit/oneri finanziari):		Rating is	Spread is
>	≤ to		
3.5	3.9999999	Ba1/BB+	1.74%
4	4.499999	Baa2/BBB	1.47%
4.5	5.999999	A3/A-	1.21%
6	7.499999	A2/A	1.07%
7.5	9.499999	A1/A+	0.92%
9.5	12.499999	Aa2/AA	0.70%
12.5	100000	Aaa/AAA	0.59%

Infine, si segnala la possibilità di stimare un'azienda in perdita anche avvalendosi di una valutazione relativa (criterio dei multipli), in tal caso si potrà fare riferimento al quoziente EV/Sales utilizzato solitamente nei casi di società con margini negativi o in fase di *turnaround*.

Tale scelta è da collegare ad una ragione di ordine pratico in quanto i multipli P/E, P/BV e addirittura EV/Ebitda non risultano utilizzabili per società in dissesto che obblighino a spostare l'attenzione nella parte alta del Conto economico.

Tuttavia, ancorché sia possibile valutare un'azienda in difficoltà con il metodo dei multipli, così come confermato anche dai PIV, il perito dovrà necessariamente inserire nella valutazione degli aggiustamenti, tipicamente assumendo il multiplo da imprese quotate appartenenti al medesimo settore che siano in una fase di crisi, oppure assumendo il multiplo da aziende quotate, che si trovino in situazione di crisi indipendentemente dal settore.

#### 13.3.3. Acquistare un'azienda in perdita

L'acquisto di una azienda in perdita rappresenta un tipico caso di asimmetria informativa tra acquirente e venditore. O, meglio, il venditore ha ovviamente presente quello che vende e sa che, in un contesto *stand alone*, il valore della azienda è ragionevolmente contenuto, quanto meno in termini relativi.

Chi compra, al contrario, punta a ristrutturare la società che acquista avvalendosi o di vantaggi competitivi di cui è dotato (è il caso di un *competitor*, che punta a realizzare sinergie, o a ridurre le tensioni sul mercato in cui opera); o, nel caso di chi vuole entrare in un determinato mercato, semplicemente ritiene comunque meno costoso risanare una azienda esistente piuttosto che partire da zero. O, infine, giudica l'azienda un valore che potrà essere giocato in chiave speculativa.

Tutti, oggi, sono consapevoli che in alcuni casi è necessario non soltanto operare sul piano delle attività e della redditività, ma lavorare sulle passività, e che quindi a volte si riesce a creare valore avvalendosi della propria capacità di ridurre, ricontrattandolo, il debito.

### **La valutazione. Applicazioni particolari 13.**

*Valutare le aziende in perdita 13.3.*

Le cronache finanziarie, comunque, sono ricche di casi di clamorosi insuccessi, anche da parte di operatori qualificatissimi: si pensi al clamoroso insuccesso di Mercedes con Chrysler. Ed anche di esempi di eccezionale capacità di risanamento, magari inattesi, come quello di Fiat, che sembrava ormai compromessa, e che invece è riuscita a recuperare quote di mercato e redditività proprio acquisendo e risanando la Chrysler.

L'estratto che stai consultando  
fa parte del volume in vendita  
su **ShopWKI**,  
il negozio online di **Wolters Kluwer**

[Torna al libro](#)



CEDAM

IPSOA

**UTET**<sup>®</sup>  
GIURIDICA

il fisco

 ALTALEX