
Estratto

Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.



Wolters Kluwer

3. **LA VALUTAZIONE D'AZIENDA**

di Marco Fazzini

3.1. PREMESSA

Diceva Oscar Wilde che “*nowadays people know the price of everything and the value of nothing*”, oggi le persone conoscono il prezzo di tutte le cose e il valore di nessuna. È un'osservazione quanto mai attuale, soprattutto in una fase storica in cui la volatilità e l'incertezza sembrano costituire il comune denominatore delle dinamiche economiche. E se è talora complesso individuare il valore di un singolo *asset*, a maggior ragione la difficoltà aumenta nel valutare un insieme composto da *asset*, professionalità, valori condivisi, unicità: di un'azienda, insomma.

Vi sono tuttavia frangenti in cui la determinazione del valore è necessaria, come ad esempio in una transazione, in una liquidazione, in un dissidio tra soci, in un recesso societario, in un'operazione di finanza straordinaria, nella quantificazione di un danno, etc.

Prima di entrare nel merito delle *technicalities*, vi sono due aspetti che è bene aver chiari.

Anzitutto la valutazione d'azienda è un procedimento di stima caratterizzato da un **elevato grado di soggettività**, solo parzialmente compensato dall'applicazione di metodiche consolidate e da principi di comportamento condivisi, che sintetizzano le esperienze e le *best practices* maturate nel corso degli anni. Ciò significa che due persone, ancorché dotate della stessa conoscenza della materia e da un'affine sensibilità, difficilmente perverranno allo stesso risultato, pur partendo dai medesimi presupposti e input quantitativi. Provando a fare un paragone, è come fornire a due chef i medesimi ingredienti, chiedendo loro di realizzare una determinata pietanza. Il risultato può essere apparentemente analogo, ma la diversa combinazione di tempi, processi di lavorazione, dosi, estro creativo, esperienza pregressa ed estetica nella presentazione del piatto porta in realtà ad esiti non necessariamente confrontabili.

Il secondo aspetto concerne la **differenza tra prezzo e valore**: in un mondo ideale dovrebbero coincidere, ma nella realtà possono presentare un disallineamento anche significativo. Alcuni esempi sulla dicotomia prezzo/valore possono essere utili a comprendere meglio il concetto.

Si pensi anzitutto alla tipica *t-shirt* di cotone prodotta da una società di alta moda: a fronte di un valore del bene molto modesto, misurabile in pochi euro, essa è posta in vendita ad un prezzo misurabile nell'ordine delle decine di euro. In questo caso il prezzo è superiore al valore del bene.

Un altro esempio: in uno stato di necessità, l'urgenza del realizzo può indurre le persone a vendere i propri beni (ad esempio gioielli, immobili, collezioni, etc.) per importi inferiori al loro valore intrinseco. In tal caso il prezzo è inferiore al valore.

Infine, focalizzandosi su una prospettiva economico-aziendale, si ipotizzi di dover calcolare il valore di una quota pari al 2% del capitale di una società di piccole dimensioni e con risultati non troppo brillanti, in cui un altro socio possiede il 98%: il valore della quota, in astratto, è pari al 2% del valore complessivo della società; il prezzo, in concreto, può essere indeterminabile o prossimo a zero, in quanto potrebbe non esservi alcuno disponibile ad acquisirla. Anche in tal caso potrebbe non esservi alcuna correlazione tra prezzo e valore.

3. La valutazione d'azienda

3.2. *Le prospettive della valutazione*

Il valore, generalizzando il concetto, esprime una potenzialità; il prezzo, invece, riflette la contingenza. Il disallineamento tra i due può essere talvolta significativo, ma non esiste un importo “più vero di un altro”. Possono essere entrambi legittimi, a seconda delle caratteristiche dell'oggetto di negoziazione e delle circostanze.

Agli studenti sono solito proporre un esempio molto banale per comprendere la differenza tra valore e prezzo, esempio che mi prendo la licenza di riproporre in questa sede. Anzitutto chiedo agli studenti di indicare il valore di una gomma da masticare nel momento in cui si svolge la lezione, tenuto conto che si trovano in un complesso universitario intorno al quale vi sono numerosi bar aperti. La risposta è solitamente la medesima: partendo dal presupposto che in una confezione si trovano 10 gomme e che il valore complessivo è di 1 €, il valore di ciascuna è pari a 1 € / 10 gomme, vale a dire 10 centesimi. Si tratta di un valore relativamente oggettivo e che può essere riscontrato recandosi in più bar e, alla domanda se sono disponibili a corrispondere un prezzo superiore al valore, rispondono negativamente.

Chiedo poi loro di immaginare una diversa ambientazione e di supporre di trovarsi di sera, in automobile, lontani da un centro abitato e senza esercizi commerciali aperti, in direzione di un appuntamento molto agognato con il ragazzo/la ragazza dei propri sogni; aggiungo, come ulteriore variabile, una poco opportuna frittata di cipolle mangiata per cena e non ancora del tutto digerita. A questo punto li interrogo nuovamente sul prezzo che sono disponibili ad attribuire alla medesima gomma da masticare ed è ben intuibile come esso differisca sensibilmente dal valore, a fronte di mutate condizioni di contesto.

L'esempio è ovviamente provocatorio, ma riflette bene ciò che accade nella realtà: il valore è frutto di un insieme di condizioni contingenti e il valutatore non deve cercare il “valore vero”, che non esiste, bensì individuare il metodo che meglio è in grado di interpretare le caratteristiche dell'impresa e che, in un determinato frangente, si rivela più adeguato di altri.

3.2. **LE PROSPETTIVE DELLA VALUTAZIONE**

Valutare un'azienda non è troppo diverso dal valutare un'auto usata: non esiste una sola metrica per stabilire la congruità del valore, ma si fa riferimento a più prospettive.

Quando ci si reca dal concessionario, per prima cosa si effettua una ricognizione del mezzo, verificando la presenza di graffi o fitte nella carrozzeria, l'usura del battistrada dei pneumatici, il funzionamento dei freni e del motore, la regolarità dei tagliandi, la presenza di *optional* qualificanti, come l'aria condizionata, dispositivi di sicurezza, tetto apribile, etc. Insomma, si esamina l'automobile “per quello che è”, rettificando il valore in più o in meno a seconda di ciò che si riscontra.

Al pari di un'auto, anche un'azienda può avere i suoi “graffi sulla carrozzeria”, che possono ridurre il valore contabile, quali crediti difficilmente recuperabili, rimanenze obsolete, partecipazioni in società in stato di crisi, passività potenziali derivanti da contenziosi, etc.; di contro possono sussistere elementi qualificanti che non trovano riscontro nei dati di bilancio, quali un immobile di pregio acquistato molti anni addietro

e quasi integralmente ammortizzato, marchi e brevetti che assicurano determinati vantaggi competitivi, un avviamento, etc.

Così come per l'auto, anche per un'azienda è possibile stimare il valore in relazione a "quello che c'è", sulla base di un esame ragionato delle attività e delle passività. Per far questo è necessario esaminare le voci del bilancio e riscontrare per ciascuna la congruità del valore contabile; nel caso in cui emergano differenze, occorre apportare rettifiche incrementative, se il valore contabile è inferiore al valore corrente, e decrementative, se il valore contabile è superiore al valore corrente. Per effetto di tali variazioni, il "patrimonio netto contabile" subisce una serie di rettifiche e prendo il nome di "patrimonio netto rettificato". Il metodo di valutazione in questione è conosciuto come **metodo patrimoniale**, in quanto si basa sul valore del patrimonio aziendale.

Tornando all'esempio dell'auto, non si può fare riferimento soltanto allo stato in cui si trova, ma anche alle aspettative che si hanno circa il suo utilizzo: una cosa è acquistare un'auto di 5 anni con 300.000 Km; altra cosa è acquistare un'auto di analoga vetustà, ma con 30.000 Km. Nel primo caso la vita residua del mezzo è più contenuta ed è probabile che si debbano fronteggiare maggiori costi di manutenzione; nel secondo caso si è in presenza di un'auto relativamente nuova, che presumibilmente richiederà una manutenzione meno onerosa. L'utilità attesa, ovvero ciò che ci si aspetta dal mezzo tenuto conto delle sue caratteristiche intrinseche, è dunque un fattore tutt'altro che secondario. Traslando il ragionamento sulle imprese, un secondo criterio consiste nel determinare il valore di un'azienda in base alle aspettative future, cioè ai risultati che potenzialmente potrebbe conseguire tenendo conto delle caratteristiche "di partenza", quali il posizionamento strategico, l'attitudine all'innovazione, la struttura finanziaria, etc. Nei due capitoli precedenti si è detto che, da un punto di vista contabile, le *performances* di un'impresa possono essere apprezzate in funzione della capacità di produrre reddito e di trasformare tale reddito in liquidità; in altre parole, in funzione della capacità di conseguire risultati economici positivi (dimensione economica) e di far sì che essi si trasformino in denaro (dimensione finanziaria).

Si possono dunque utilizzare il **metodo reddituale** o il **metodo finanziario**, a seconda che si valuti un'azienda in funzione dei redditi attesi o dei flussi di cassa attesi. I due criteri in questione sono anche chiamati **metodi basati sui risultati attesi**.

La **differenza tra metodo patrimoniale e metodi basati sui flussi attesi** risiede essenzialmente nel differente orientamento temporale.

Il metodo patrimoniale permette di effettuare una valutazione "al presente", sulla base degli eventi passati che hanno portato ad una certa configurazione patrimoniale. Per spiegarsi meglio, un credito, un impianto, una rimanenza, una obbligazione, un debito verso banche o fornitori nasce da un'operazione avvenuta nel passato e che manifesta i propri effetti ancora oggi, in quanto non si è integralmente conclusa: il credito deve essere incassato, la rimanenza di materia prima deve essere utilizzata nel processo produttivo, il debito deve essere saldato, etc. Il criterio in questione non fa altro che fotografare la situazione patrimoniale della società "ad oggi" e, in base ad un riscontro voce per voce, apporta le rettifiche necessarie ad esprimere il valore corrente. Quanto più il bilancio di una società è redatto con logiche orientate a esprimere il valore corrente (leggasi IFRS), tanto minori sono gli interventi correttivi da apportare.

3. La valutazione d'azienda

3.3. La scelta del metodo

Al contrario, i metodi basati sui flussi attesi considerano il presente come una base di partenza per “guardare al futuro”, sul presupposto che un investitore effettui le proprie scelte non tanto in considerazione di ciò che è avvenuto nel passato, ma in funzione di ciò che potrà avvenire in prospettiva.

Poiché talvolta può essere utile tenere conto sia del passato che del futuro, la dottrina propone un **metodo misto patrimoniale-reddituale**, nel quale si combinano entrambe le prospettive.

Tornando all'esempio dell'auto, il valore del mezzo può essere infine accertato confrontando il prezzo proposto dal concessionario con i valori riscontrabili su riviste e siti specializzati, per essere certi che la richiesta si collochi all'interno di un *range* di importi plausibili, tenendo conto delle specificità del mezzo (chilometraggio, stato di usura, *optional*, etc.).

Anche un'azienda può essere valutata sulla base di un confronto con realtà comparabili. Il metodo in questione prende il nome di **metodo dei multipli** o **dei moltiplicatori**, in quanto il valore è determinato moltiplicando una grandezza di bilancio per un coefficiente riscontrato come frequente in un certo settore. Ad esempio, se è accertato attraverso verifiche empiriche che il valore delle società del mercato alimentare è in media pari a 2 volte i ricavi, si può desumere che tale relazione rappresenti una “costante” che può essere estesa a tutte le società del comparto. Il coefficiente in questione può essere determinato sulla base:

- del valore di mercato di società quotate appartenenti a un certo settore; in tal caso si parla di *metodo dei multipli basato sulle società comparabili*;
- dal valore espresso (ovvero dal prezzo corrisposto) in una o più compravendite aventi ad oggetto società simili; in tal caso si parla di *metodo dei multipli basato sulle transazioni comparabili*.

Tale metodica, qualunque sia il criterio utilizzato, si basa in definitiva sul concetto di “somialianza”.

3.3. LA SCELTA DEL METODO

Si è appena visto che vi sono più metodi di valutazione, ciascuno dei quali privilegia una specifica prospettiva:

- metodo patrimoniale;
- metodo basato sui risultati attesi, nelle due declinazioni di metodo reddituale e metodo finanziario;
- metodo misto patrimoniale-reddituale;
- metodo dei moltiplicatori.

Quando si acquista un'auto usata, le varie prospettive possono coesistere. Infatti l'esame delle condizioni del mezzo, non esclude una riflessione sull'utilizzo che se ne vuole fare e un riscontro con le quotazioni contenute sui siti e sulla stampa specializzata. Anzi, è proprio sulla base di più chiavi di lettura che si può apprezzare la congruità del valore. Nella valutazione d'azienda occorre invece effettuare una “scelta di campo”, nel senso che, a seconda del metodo utilizzato, si possono ottenere risultati anche molto differenti

gli uni dagli altri. Come è possibile? Anzitutto va detto che un'azienda è un'entità più complessa di un'auto, ma questo è evidente. In secondo luogo, è diversa la dimensione a cui fanno riferimento i vari criteri:

- il metodo patrimoniale si basa sul presente e tende a fornire una fotografia a valori correnti di “quello che c'è”;
- i metodi basati sui risultati attesi partono si orientano futuro ed esprimono un valore di una società in base a “quello che farà”;
- il metodo misto è una sintesi dei due precedenti;
- il metodo dei multipli si basa sul valore espresso società quotate simili o da transazioni aventi ad oggetto società comparabili; in altre parole, su “quello che fanno gli altri”.

Può accadere che, impiegando più criteri, vi sia omogeneità di risultati, ma non è un fatto da ritenere scontato.

Tutto ciò premesso, ci si può interrogare in funzione di quali circostanze si scelga un metodo piuttosto che un altro. La risposta è da ricercarsi nelle circostanze, nella documentazione disponibile, nella sensibilità del valutatore.

Le **circostanze** possono guidare il processo di stima, in quanto non sempre i criteri possono essere utilizzati indiscriminatamente. Ad esempio, ipotizzando di valutare una società immobiliare, il metodo più opportuno è probabilmente quello patrimoniale, in quanto pone enfasi sulla consistenza degli *asset*.

La valutazione ai fini della quotazione in Borsa, invece, deve essere invece effettuata sulla base del metodo finanziario o dei moltiplicatori, sia perché prevale una prospettiva di mercato, sia perché è così raccomandato nelle linee guida tracciate da Borsa Italiana. Anche la **documentazione disponibile** influisce sulla scelta del criterio. Ad esempio, in mancanza di un *business plan*, cioè di un piano industriale finalizzato a fornire una rappresentazione della possibile evoluzione della gestione, i metodi basati sui risultati attesi sono difficilmente applicabili. Se non si dispone di informazioni su transazioni simili, il metodo dei multipli può essere applicato soltanto prendendo a riferimento società quotate, ammesso che ve ne siano di paragonabili. Se non viene fornita da parte della società documentazione integrativa relativa alle attività e passività volta a determinarne il valore corrente, il metodo patrimoniale non può essere impiegato.

Infine occorre considerare la variabile più imponderabile, rappresentata dalla **sensibilità del valutatore**, che lo porta a ritenere un metodo più rappresentativo di altri per interpretare le dinamiche di valore e pervenire così ad un più attendibile giudizio di sintesi.

Laddove sia possibile, è buona norma avvalersi di un metodo principale e di uno di controllo, a patto che i valori determinati siano compresi in un intervallo accettabile e che i criteri non siano “addomesticati” al fine di perseguire questo intento.

3.4. VALUTAZIONE ASSET SIDE E EQUITY SIDE

Nel capitolo 1 si è detto che il Patrimonio netto di una società (*equity*, nella terminologia anglosassone) rappresenta il valore contabile, poiché misura quanto residuerebbe ai

3. La valutazione d'azienda

3.4. Valutazione asset side e equity side

soci dopo aver liquidato le attività e saldato i debiti. Si ipotizzi la seguente situazione contabile:

Impieghi	Fonti
<div>Attività 100 €</div>	<div>Patrimonio netto 30 €</div> <div>Debiti 70 €</div>
100 €	100 €

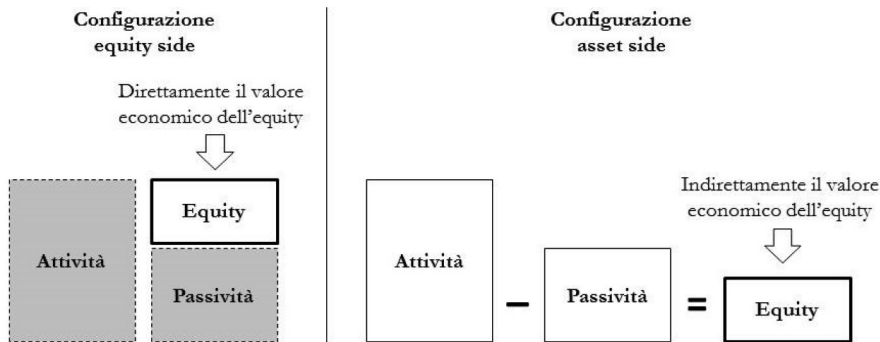
Liquidando le attività per 100 € e facendo fronte alle obbligazioni, pari a 70 €, resterebbero nelle disponibilità dei soci 30 € (100 € - 70 €), che costituiscono dunque il “valore contabile” del complesso aziendale. Il condizionale è d’obbligo, dal momento che i valori contenuti nel bilancio sono influenzati dalle norme che ne presiedono la formazione. I 30 € sono quindi il frutto dell’applicazione di una serie di convenzioni e rappresentano solo in modo parziale il valore “effettivo”, il quale riflette invece un più ampio insieme di condizioni che non possono essere valorizzate nel bilancio di esercizio. Si pensi ad esempio, al *know-how*, alla capacità di attrarre dipendenti qualificati, al posizionamento sul mercato, alla propensione all’innovazione, etc. Si tratta di qualità positive che però non trovano evidenza e collocazione nelle coordinate del documento contabile.

Il processo valutativo, affrancato dai limiti e dai vincoli imposti per la formazione del bilancio, deve essere in grado di cogliere in modo più completo tali qualità, così da trasformare un valore “parziale”, come quello contabile, in un valore più rappresentativo delle caratteristiche dell’impresa, che prende il nome di *valore economico del capitale* o *valore economico dell’equity*. In altre parole, il processo valutativo serve a “tradurre” il valore contabile in un valore economico attraverso l’impiego di una delle metodiche di valutazione introdotte nei paragrafi precedenti e successivamente oggetto di maggiore approfondimento.

Il valore economico può differire anche sensibilmente dal valore contabile. Si pensi, ad esempio, alle società quotate, per le quali esiste un valore contabile, rappresentato dal Patrimonio netto, e un valore economico, misurato dalla capitalizzazione. Il primo deriva dall’applicazione di una norma, il secondo riflette gli scambi sul mercato.

Ciò premesso, è bene aver presente che il valore economico dell’*equity* può essere calcolato ricorrendo a due configurazioni: una *equity side* e una *asset side* (Tavola 3.1).

Tavola 3.1 - Configurazione *equity side* e *asset side*



La configurazione **equity side** consiste nello stimare direttamente il valore economico dell'*equity*; essa prende il nome di approccio *levered*.

La configurazione **asset side** consiste nello stimare indirettamente il valore economico dell'*equity*, calcolando prima il valore economico delle attività e sottraendo poi il debito; essa prende il nome di approccio *unlevered*.

Tale distinzione assumerà maggior significato con l'esame specifico dei criteri di valutazione.

3.5. GLI STANDARD DI VALUTAZIONE

La valutazione d'azienda è una disciplina che, nel corso del tempo, è stata oggetto di una costante attenzione dottrinale, sia in Europa che negli Stati Uniti, dove si sono andate formando due contrapposte impostazioni metodologiche, figlie di diverse prassi operative e di differenti tradizioni contabili.

Esemplificando al massimo, la distinzione di cui si trova riscontro fino alla fine degli anni novanta era quella tra scuola anglosassone, più orientata a un approccio finanziario e di mercato (metodi finanziario e dei moltiplicatori), e quella continentale, specificatamente tedesca, francese e italiana, maggiormente incline a privilegiare la dimensione patrimoniale ed economica (metodi reddituale, patrimoniale e misto).

A partire dai primi anni duemila, il maggior numero di operazioni transnazionali, la globalizzazione dei mercati finanziari e l'affermazione degli IFRS hanno determinato una sostanziale omogeneizzazione dei criteri, rendendo così superata la *querelle* che aveva tenuto banco fino a pochi anni prima.

La necessità di ricondurre la prassi ad un *framework* sistemico e condiviso, ha spinto alcuni organismi ad individuare le *best practices* e a formalizzarle in *standard* di comportamento. La loro valenza, ad oggi, si colloca su un piano differente rispetto a quello degli *standard* contabili, che possono o avere la caratteristica di norma imperativa, come ad esempio gli IFRS per i soggetti obbligati alla loro applicazione, oppure rispondere a una logica "*comply or explain*", come avviene per i principi OIC a livello nazionale (si veda al riguardo il § 1.3 del capitolo 1). Il contributo degli *standard* di

3. La valutazione d'azienda

3.6. Le tipologie di valutazione

valutazione è da inquadrarsi piuttosto sul piano della *moral suasion*, in quanto si pongono l'obiettivo di definire una linea guida di riferimento per coloro che sono chiamati a determinare il valore di un'attività.

Nel mondo anglosassone coesistono attualmente più soggetti che si sono cimentati nella statuizione di principi di valutazione d'azienda. In alcuni casi si tratta di veri e propri *standard setter*, come l'*International Valuation Standard Council* (IVSC), in altri casi di associazioni professionali, come l'*American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA), che hanno condiviso l'esigenza di dare vita a linee guida per i propri associati ed estensibili a tutti coloro che ne condividono l'impostazione.

In generale, fino ad oggi ha prevalso un approccio "volontaristico", che ha spinto vari soggetti a fornire un proprio contributo nella definizione di regole e principi nell'ambito della *business valuation*, pur senza aver ricevuto un vero e proprio *endorsement* di sistema, come invece è accaduto allo IASB nella predisposizione degli *standard* contabili. Tuttavia è probabile che l'attuale frammentazione di *standard setters* (oggi se ne contano circa una decina!) volga verso una progressiva razionalizzazione; la sempre maggiore autorevolezza riconosciuta all'IVSC potrebbe infatti indurre altri organismi a convergere verso un set di principi condivisi, almeno per quanto concerne le impostazioni di carattere generale.

In Italia l'Organismo Italiano di Valutazione OIV ha recentemente pubblicato i "**Principi Italiani di Valutazione**" (PIV), entrati in vigore dal 1° gennaio 2016.

I PIV sono articolati in quattro sezioni:

- la prima è introduttiva e accoglie il *conceptual framework*, che affronta, tra l'altro, i requisiti e la competenza dell'esperto, l'oggetto della valutazione, le metodiche riconosciute per la determinazione del valore, etc.;
- la seconda parte riguarda l'attività dell'esperto, nella quale rilevano la condotta professionale, le modalità di svolgimento dell'incarico, la relazione di stima e le carte di lavoro;
- la terza parte ha ad oggetto i principi per specifiche attività; in essa sono esaminati nel dettaglio le metodologie di valutazione e i singoli *asset* che potrebbero essere soggetti di autonoma stima, quali le immobilizzazioni, gli strumenti finanziari, le passività, etc.;
- infine, la quarta parte è dedicata ad applicazioni specifiche, come le valutazioni nell'ambito di operazioni straordinarie e per la formazione del bilancio.

Trattandosi della "*new entry*" del gruppo degli *standard setter* esaminati, l'OIV ha potuto beneficiare dell'esperienza fornita dagli altri organismi, arrivando a definire un set di principi di elevato livello qualitativo e ben contestualizzati rispetto all'ambito nazionale di riferimento.

3.6. LE TIPOLOGIE DI VALUTAZIONE

Secondo i PIV vi sono almeno cinque tipologie di incarico che richiedono una stima del valore:

- 1) valutazione;

- 2) parere valutativo (*expert opinion, valuation opinion, expert report*);
- 3) parere di congruità;
- 4) calcolo valutativo (*valuation engagement*);
- 5) revisione del lavoro di un altro esperto (*valuation review*).

Una **valutazione** è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) o una passività fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo, che si sviluppa attraverso cinque fasi:

- a) la formazione e l'apprezzamento della base informativa;
- b) l'applicazione dell'analisi fondamentale;
- c) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
- d) l'apprezzamento dei principali fattori rischio;
- e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Un **parere valutativo** (*expert opinion, valuation opinion, expert report*) comporta lo svolgimento controllato di una parte soltanto del processo finalizzato alla valutazione, alla quale l'esperto limita la propria responsabilità professionale. Ad esempio all'esperto potrebbe essere richiesto di individuare una specifica componente, come un tasso di attualizzazione nell'ambito di un metodo basato sui flussi attesi; oppure potrebbe essere incaricato di predisporre una perizia fondata su una base informativa carente (circo- stanza frequente nell'ambito delle procedure concorsuali) o fornita dallo stesso com- mittente senza che sia sottoposta ad alcuna revisione (frequente nell'ambito delle *due diligence*).

Un **parere di congruità** comporta un giudizio su un risultato già comunicato all'e- sperto, generalmente costituito da un prezzo o da un rapporto di cambio. Un esempio è rappresentato dal parere *ex art. 2501-sexies c.c.*, che nell'ambito di una fusione, un esperto deve rilasciare circa la congruità del concambio stabilito dagli amministratori.

Il **calcolo valutativo** (*valuation engagement*) non presuppone una stima del valore, ma l'applicazione di una metodica di calcolo sulla base di input predefiniti.

Infine, la **revisione del lavoro di un altro esperto** consiste in un esame critico da parte di un esperto diverso da quello che ne è stato l'autore. Tale attività può essere richiesta nell'ambito di azioni per responsabilità professionale.

3.7. IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale, si è detto, consiste nell'effettuare una "fotografia aggiornata" del valore di un'azienda, rettificando i valori contabili delle attività e delle passività, in modo tale che siano rappresentativi di un valore corrente:

$$\text{Patrimonio netto rettificato} = \text{Patrimonio netto contabile} \pm \text{Rettifiche}$$

Per comprendere meglio il funzionamento del criterio in questione, si prenda in consi- derazione la situazione patrimoniale di seguito rappresentata. Il valore contabile della società è espresso dal Patrimonio netto di bilancio, che nel caso in specie è pari a 400 €:

3. La valutazione d'azienda

3.7. Il metodo patrimoniale

Impieghi		Fonti	
Macchinari	500	Patrimonio netto	400
Partecipazione	1.000	Passività operative	500
Crediti	200	Passività finanziarie	900
Disponibilità liquide	100		
Totale	1.800	Totale	1.800

Tale importo è frutto dell'applicazione di norme civilistiche e di principi contabili che hanno come finalità esclusiva la rappresentazione veritiera e corretta dei fatti della gestione e non certamente la determinazione del valore economico dell'azienda. Occorre dunque svincolarsi dalla logica di bilancio e individuare, per ciascuna voce, il valore corrente, prestando attenzione al fatto che non si tratta di attività e passività tra loro indipendenti, bensì legate da un legame funzionale.

Sulla base di riscontri attendibili, si ipotizzi che:

- il valore dei macchinari risulta essere pari a 400 €;
- la società partecipata, iscritta al costo, presenta un valore di 1.800 €;
- i crediti, parzialmente inesigibili, necessitano di una svalutazione di 50 €;
- per effetto di un contenzioso, esiste il rischio di una passività potenziale stimabile in 150 €.

Il Patrimonio netto rettificato è così determinato:

Patrimonio netto contabile		400
- Rettifica valore macchinari	da 500 a 400 →	100
+ Rettifica valore partecipazione	da 1.000 a 1.800 →	800
- Rettifica valore crediti	da 200 a 150 →	50
- Passività potenziali	da 0 a 150 →	<u>150</u>
Patrimonio netto rettificato		900

Il Patrimonio netto rettificato, cioè il valore dell'azienda, è pari a 900 €. Lo Stato patrimoniale espresso a valori correnti è dunque il seguente:

Impieghi		Fonti	
Macchinari	400	<i>Patrimonio netto</i>	<i>900</i>
Partecipazioni	1.800	Passività operative	500
Crediti	150	Passività finanziarie	900
Disponibilità liquide	100	Passività potenziali	150
Totale	2.450	Totale	2.450

Il criterio così sviluppato è detto "metodo patrimoniale semplice". Laddove sia considerato ai fini del calcolo anche il valore di attività immateriali (*intangibles*) non rap-

presentate in bilancio, come ad esempio di marchi e brevetti, il criterio prende il nome di "metodo patrimoniale complesso".

Di seguito si riporta una breve sintesi delle principali rettifiche che possono essere apportate, segnalando le principali criticità applicative. L'ordine di esposizione è quello delle voci del bilancio civilistico.

Le **immobilizzazioni immateriali** (marchi, brevetti, opere di ingegno, etc.), laddove se ne ravvisi l'opportunità di valutarle, richiedono l'applicazione di metodiche che sono oggetto di specifico approfondimento nel § 3.11. I costi capitalizzati (costi di impianto e ampliamento e costi di sviluppo) devono essere azzerati, in quanto in una prospettiva di stima non presentano alcun valore corrente.

Le **immobilizzazioni materiali** (impianti, macchinari, immobili, terreni, attrezzature, etc.) richiedono solitamente l'intervento di un professionista specializzato, che può variare a seconda del bene: perito industriale, geometra, ingegnere, architetto, agronomo, etc. Il valutatore che acquisisce i valori forniti da altri deve dare evidenza di aver svolto a sua volta un'analisi critica, indicando i limiti dei riscontri effettuati.

Un tema che riguarda esclusivamente gli immobili è rappresentato dal calcolo degli *oneri fiscali potenziali*. Come noto, ai sensi dell'art 67 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR), le plusvalenze derivanti da cessione sono soggette a imposte. Nel caso in cui il valore corrente di un immobile sia superiore al valore contabile (cioè al costo storico al netto degli ammortamenti), si manifesta un plusvalore. Benché esso non sia effettivamente "realizzato" in quanto il bene non è oggetto di cessione, ma solo di una rettifica di valore (in sostanza, di una rivalutazione), è prassi consolidata determinare il "costo fiscale" che potenzialmente potrebbe emergere nel caso di futura vendita.

Trattandosi di un'ipotesi eventuale e comunque non appurabile al momento della valutazione, è richiesto di applicare un'aliquota fiscale ridotta, al fine di non deprimere sensibilmente il valore corrente del bene. Solitamente si opta per una aliquota pari al 50% di quella ordinaria, ma sono accettabili anche percentuali differenti, purché ancorate ad una qualche logica. Ipotizzando che un immobile presenti un costo storico ammortizzato di 200 € e un valore corrente stimato in 300 €, il plusvalore è complessivamente pari a + 100 €. La rettifica da apportare al Patrimonio netto non è tuttavia di + 100 €, ma di 100 € al netto dell'aliquota fiscale potenziale, che proprio perché potenziale è stimata essere più contenuta rispetto a quella che dovrebbe essere corrisposta in via ordinaria, qualora il bene fosse effettivamente oggetto di cessione. Tenuto conto che l'IRES è destinata ad assestarsi al 24%, può essere condivisibile utilizzare un valore ridotto della metà, pari dunque al 12%. La rettifica da apportare è dunque così determinata:

$$\text{Rettifica} = 100 \text{ €} - (100 \text{ €} \times 12\%) = 88 \text{ €}$$

Le **immobilizzazioni finanziarie** e le **attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni** sono costituite da partecipazioni, crediti, titoli e strumenti derivati. Nel caso di *partecipazioni* occorre effettuare una "valutazione nella valutazione", nel senso che, almeno per le fattispecie in cui sussista un controllo, è necessario valutare le società partecipate con una delle metodiche richiamate in questo capitolo. Le partecipazioni non di controllo possono essere stimate applicando il criterio di valutazione del

3. La valutazione d'azienda

3.8. I metodi basati sui risultati attesi

patrimonio netto, indicato nel § 1.8.6. Titoli e strumenti derivati sono invece valutati al valore di mercato, utilizzando una media delle quotazioni riferite ad un congruo arco temporale, che tenga conto della volatilità dell'investimento (mensile, trimestrale, semestrale).

I **crediti**, finanziari e commerciali, devono essere valutati in base al valore di presumibile realizzo e occorre verificare se l'importo iscritto in bilancio tenga già conto delle potenziali perdite di valore.

Per quanto attiene le **rimanenze**, è opportuno verificare le modalità di applicazione del criterio di calcolo prescelto (LIFO, FIFO, medio ponderato) e accertare la presenza di beni obsoleti che non sono più utilizzabili nello svolgimento dell'attività d'impresa. Nel § 1.8.7 si è accennato ai problemi che possono talora sussistere in relazione alla effettiva rappresentatività delle rimanenze ed è buona prassi effettuare riscontri a campione, laddove possibile.

L'esperto deve effettuare anche una ricognizione delle **passività**. Dal momento che il debito è un valore certo, nel senso che non è soggetto a valutazione come le poste dell'attivo, in astratto l'intervento del valutatore è limitato. Tuttavia è buona norma verificare la natura delle obbligazioni e la presenza di clausole contrattuali che potrebbero comportare impegni specifici, ulteriori rispetto al debito iscritto in bilancio. Per talune voci, come il Fondo TFR, può essere opportuno richiedere ad un professionista terzo un riscontro circa la congruità degli importi indicati.

Un tema che è affidato alla sensibilità del valutatore riguarda la stima delle **passività potenziali** e la verifica della capienza dei "fondi rischi e oneri" in relazione alla operatività dell'impresa e ai rischi derivanti specifiche attività. L'esperto, laddove ravvisi criticità che potrebbero comportare nel futuro esborsi di denaro o mancati incassi, dovrebbe incrementare tali fondi nella misura che ritiene opportuna.

3.8. I METODI BASATI SUI RISULTATI ATTESI

I metodi basati sui risultati attesi (*income approach*), come si è detto, interpretano il valore di un'azienda in funzione dei redditi (metodo reddituale) o dei flussi di cassa (metodo finanziario) che essa sarà in grado di generare nel futuro.

L'aspetto più critico nell'applicazione di questo criterio è rappresentato proprio dalla stima dei risultati attesi. Poiché nessuno possiede sfere di cristallo, la previsione di valori futuri solitamente riflette, in parte, le *performances* passate e, in parte, gli effetti delle strategie che ci si attende che vengano realizzate. Dalla sintesi ragionata di queste due prospettive è elaborato un *business plan*, ovvero un documento in cui sono riportati gli Stati patrimoniali, i Conti economici e i Rendiconti finanziari riferiti alla gestione futura. Si tratta evidentemente di una stima che richiede specifiche competenze all'interno della società e una buona capacità di associare ad ipotesi qualitative, ovvero la rappresentazione "narrativa" di ciò che l'impresa intende fare, gli effetti quantitativi relativi a tali fatti, cioè i numeri riferiti alla gestione futura.

È evidente che più esteso è l'orizzonte temporale, più la visione nella sfera di cristallo si fa opaca; ciò a maggior ragione in una fase storica come quella attuale, in cui la normale

evoluzione delle dinamiche economiche tende a rispondere sempre meno a preordinate relazioni di causa-effetto, che storicamente sembravano essere consolidate. Se in passato i *business plan* presentavano una proiezione media di cinque anni e oltre, oggi è complesso superare i tre-quattro anni.

Per quanto non esistano regole certe per apprezzare la congruità dei valori, è buona norma accertare che i risultati attesi presentino una qualche connessione con quelli passati, e questo per una semplice ragione: più elevati sono i risultati prospettici, maggiore è il valore dell'azienda, a prescindere da quanto è stato realizzato negli anni precedenti. Poiché la stima dei valori attesi è effettuata dagli amministratori della società valutanda, che sono gli unici ad avere cognizione delle strategie future e del modo con cui esse si “trasformeranno in numeri”, può accadere che privilegino una determinata “narrazione” di ciò che accadrà, per indirizzare il processo valutativo verso un certo risultato. Il rischio, insomma, è che “se la cantino e se la suonino”, prevedendo un'evoluzione delle dinamiche gestionali funzionale alla definizione di un preordinato valore dell'azienda.

Questo rischio è tanto più ampio, quanto più è evidente la distonia tra le *performances* passate e quelle future. Ad esempio, se una società nel recente passato ha conseguito livelli di fatturato stabili e una redditività modesta, mentre nel *business plan* predisposto a fini valutativi risultano significativi incrementi dei ricavi e delle marginalità, è opportuno approfondire le ragioni del “cambio di passo” attraverso l'esame delle strategie che dovrebbero apportare tali miglioramenti.

Ciò premesso, il metodo determina il valore economico attraverso la sommatoria dei flussi futuri attualizzati e di un *Terminal Value* (o valore finale):

$$\text{Valore economico} = \sum \frac{\text{Risultati attesi}}{(1+i)^n} + \text{Terminal value} - \text{PFN}$$

Dove:

i è il tasso di attualizzazione;

n è il numero di anni per i quali è effettuata la proiezione;

PFN è la posizione finanziaria netta, per la quale si rimanda al § 2.9.2.

Chi scrive è consapevole che una formula matematica con tanto di “sigma” e di esponenti può indurre nel giurista un moto di repulsione, ma proviamo a leggerla “in italiano” per scoprire che essa è più comprensibile di quanto appaia.

Il valore di un'azienda, in pratica, è pari alla somma dei risultati che si stima saranno conseguiti nel futuro, meno l'indebitamento netto nei confronti dei finanziatori (banche, soci, obbligazionisti, etc.) (*Tavola 3.2*).

3. La valutazione d'azienda

3.8. I metodi basati sui risultati attesi

Tavola 3.2 - Le determinanti del valore economico

$$\text{Valore economico} = \sum \frac{\text{Risultati attesi}}{(1+i)^n} + \text{Terminal value} - \text{PFN}$$

(2) Misura sintetica dei risultati attesi, dopo l'orizzonte temporale del business plan ↓

↑ (1) Risultati stimati per un certo numero di anni (n), attualizzati a un tasso (i) per tenere conto del diverso valore monetario nel tempo

↑ (3) Debito iniziale della società

I risultati attesi sono di due tipi: quelli stimati nel *business plan* e riferiti a un certo numero di anni (solitamente, al massimo cinque) e quelli che la società potrebbe conseguire dopo tale orizzonte temporale, dal momento che la società “non termina” nell’ultimo anno indicato nel piano, ma prosegue anche negli anni successivi. In altre parole, per i risultati attesi riferiti al futuro più prossimo, è richiesto di fornire una rappresentazione dettagliata esercizio per esercizio. Per quelli relativi a un futuro più remoto, è sufficiente l’indicazione di un “risultato a regime”, o *terminal value* è calcolato attraverso la “formula della rendita perpetua”, che è la seguente:

$$\text{Terminal value} = \frac{\text{Risultato atteso "a regime"}}{i}$$

In pratica, è il risultato atteso che si stima potrà conseguire un’impresa “a regime”, dopo l’orizzonte temporale definito nel *business plan*. Tale risultato può essere quello dell’ultimo anno di piano, oppure una media ragionata dei risultati stimati nell’orizzonte temporale del piano.

I risultati attesi possono avere diversa natura, a seconda della dimensione chiamata ad indagare l’evoluzione dinamiche gestionali. Qualora si privilegi l’ottica economica, è assunta quale grandezza di riferimento il reddito (metodo reddituale); se invece la scelta ricade sulla prospettiva finanziaria, occorre fare riferimento al flusso di cassa (metodo finanziario, comunemente noto anche come *DCF*, *Discounted Cash Flow*). A prescindere dal tipo di risultato che si utilizza, occorre che esso sia espressione della gestione operativa. Nel caso del metodo reddituale è utilizzato l’EBIT al netto delle imposte teoriche (aliquota IRES + aliquota IRAP); nel caso del metodo finanziario, il flusso di cassa operativo.

Sia i risultati attesi che il valore finale, a prescindere dal fatto che siano redditi o flussi di cassa, non possono essere tuttavia utilizzati “così come sono”, in quanto il “valore monetario” è diverso da anno a anno: basti pensare a quello che si poteva acquistare con 10 € quindici anni fa e ciò che si può acquistare oggi.

Conseguentemente tali valori devono essere “attualizzati”, cioè resi confrontabili elimi-

nando l'effetto del cambiamento del valore monetario da un esercizio all'altro; in altre parole devono essere "depurati" degli effetti del tempo e omogeneizzati tutti alla medesima data, che è quella di riferimento della valutazione.

L'attualizzazione dei risultati avviene dividendo ciascuno di essi per $(1 + i)^n$. Non entriamo nel merito del perché di questa "divisione", limitandoci a ricordare che si tratta di una delle formule basilari della matematica finanziaria. Ciò che invece è bene aver chiaro è che il tasso di attualizzazione "i" costituisce la misura attraverso la quale i risultati sono resi confrontabili; tale termine è oggetto di specifico approfondimento nel § 3.8.1.

Una volta attualizzati i risultati prospettici, sia quelli determinati in maniera puntuale, che il "risultato" a regime, si ottiene il valore complessivo di un'azienda (valore *asset side*). In pratica:

$$\text{Valore complessivo} = \text{Risultati puntualmente stimati} + \text{Risultato a regime}$$

Poiché il "valore complessivo" è ottenuto grazie a una struttura finanziaria che è formata da capitale proprio e da debiti, al fine di determinare il "valore economico", cioè il valore effettivo del capitale proprio (valore *equity side*), occorre sottrarre i debiti. Più precisamente, è necessario sottrarre l'indebitamento netto, che prende il nome di *posizione finanziaria netta* (PFN), data dalla differenza tra passività finanziarie e attività finanziarie (cfr. § 2.9.2):

$$\text{Valore economico} = \text{Valore complessivo} - \text{Posizione finanziaria netta}$$

Un esempio può certamente aiutare a comprendere meglio il metodo. Si supponga di applicare il metodo finanziario e di disporre di un rendiconto finanziario che riporta i flussi di cassa operativi attesi dei prossimi cinque esercizi (da $n+1$ a $n+5$). Inoltre, si presuma che il tasso di attualizzazione sia pari a 5% e che la posizione finanziaria netta (PFN) ammonti a 300.000 €:

RENDICONTO FINANZIARIO	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5
Margine operativo netto	96.601	135.760	121.271	123.271	124.272
+ Ammortamenti e accantonamenti	30.947	30.947	30.947	30.947	29.947
= Autofinanziamento netto	127.548	166.707	152.218	154.218	154.219
- Incremento imm.ni materiali	115.000	0	0	0	0
- Incremento circolante netto	35.258	8.327	-27.022	-25.022	8.527
= Flusso di cassa operativo	-22.711	158.380	179.240	179.240	145.692

3. La valutazione d'azienda

3.8. I metodi basati sui risultati attesi

La valutazione è sintetizzata nella seguente tabella:

	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	TV
Flussi di cassa operativi	-22.711	158.380	179.240	179.240	145.692	2.913.837
Coefficiente di attualizzazione	$(1+5\%)^1$ 1,05	$(1+5\%)^2$ 1,10	$(1+5\%)^3$ 1,16	$(1+5\%)^4$ 1,22	$(1+5\%)^5$ 1,28	$(1+5\%)^5$ 1,28
Flussi di cassa attualizzati	-21.629	143.656	154.834	147.461	114.153	2.283.068
Somma flussi di cassa <i>business plan</i>	538.476	19,08%				
+ <i>Terminal value</i>	2.283.068	80,92%				
= Valore azienda "asset side"	2.821.543					
- Posizione finanziaria netta anno n	300.000					
= Valore azienda "equity side"	2.521.543					

Nella prima riga sono riportati i flussi di cassa operativi, così come risultano dal rendiconto finanziario prospettico.

A tali flussi è aggiunto il valore finale, che rappresenta il risultato che l'impresa potrebbe conseguire stabilmente dopo l'ultimo anno di piano ($n+1$). Nel caso in specie si ipotizza che il valore di 145.692 € previsto per il quinto anno di piano sia un "buon interprete" del "risultato a regime". Il *terminal value* è determinato dividendo tale importo per il tasso $i = 5\%$, secondo la formula della rendita perpetua indicata poco sopra:

$$\text{Terminal value} = \frac{\text{Risultato atteso "a regime"}}{i} = \frac{145.692 \text{ €}}{5\%} = 2.913.837 \text{ €}$$

Così facendo disponiamo: 1) dei risultati puntualmente stimati nel *business plan* per i successivi cinque anni (- 22.711 €; 158.380 €; 179.240 €; 179.240 €; 145.692 €); 2) di una sintesi dei risultati cumulati che la società potrebbe conseguire dopo il quinto anno per un orizzonte temporale indefinito (2.913.837 €).

Come si è detto, tali importi si riferiscono ad anni diversi e devono essere resi omogeni attraverso la logica dell'attualizzazione. Il coefficiente di attualizzazione, come si è detto, è calcolato attraverso la formula $(1+i)^n$, dove $i = 5\%$ e n è l'anno di piano; in pratica, nell'anno $n+1$ il valore tra parentesi è elevato "alla prima", nell'anno $n+2$ "alla seconda", e così via. Il *terminal value* è attualizzato all'esponente dell'ultimo anno di piano: poiché l'ultimo anno è $n+5$, il *terminal value* è elevato "alla quinta".

Nella terza riga sono riportati i flussi di cassa attualizzati. Come è immediato osservare, gli importi sono "più bassi" rispetto ai valori contenuti nel *business plan*. Il concetto di attualizzazione è infatti basato sul presupposto che un euro di oggi valga più di un euro di domani, in quanto esso perde una parte del suo valore per effetto dell'inflazione e di altre variabili economiche. Così, ad esempio, il flusso di cassa operativo di 145.692 €

stimato per l'anno $n+5$, in termini di valore attuale presenta un importo di 114.153 €. In altre parole, un valore nominale di 145.692 € che sarà conseguito tra cinque anni, assume un controvalore, ad oggi, di 114.153 €.

Così facendo si ottiene: 1) la somma (Σ) dei risultati attualizzati, pari a 538.476 € e 2) il *Terminal value*, anch'esso attualizzato, per un importo di 2.283.068 €. La somma delle due grandezze esprime il valore complessivo dell'azienda secondo una configurazione "*asset side*", che ammonta a 2.821.543 €.

È interessante notare che solo una parte marginale di tale importo è frutto di previsioni puntuali (19,08%), mentre la parte più rilevante è affidata ad una misura di sintesi quale il *Terminal value* (80,92%). Ciò costituisce, ad avviso di chi scrive, un limite del metodo dei flussi attesi. È posta una grande enfasi sulla necessità di elaborare un *business plan* attendibile e, a seguito dello sforzo previsionale necessario per elaborare tale documento, si lascia ad una misura di sintesi il compito di determinare la parte più significativa del valore dell'azienda.

Infine il valore economico è calcolato sottraendo dal valore complessivo (2.821.543 €) la posizione finanziaria netta (300.00 €). L'importo risultante è pari a 2.521.543 €.

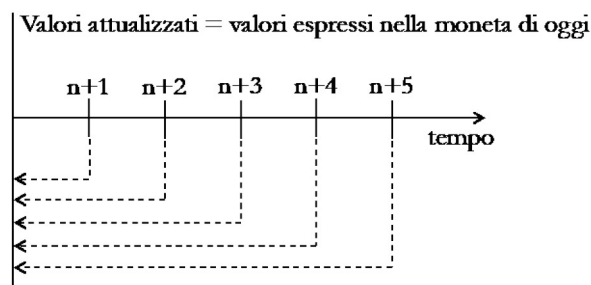
3.8.1. Il tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione svolge due distinte funzioni, in quanto esprime:

- la misura del valore finanziario nel tempo, secondo quanto richiesto dalla logica dell'attualizzazione;
- la misura della rettifica da apportare ai flussi monetari attesi in funzione del profilo di rischio dell'iniziativa.

L'attualizzazione, come si è detto poco sopra, è quel processo che consente di esprimere al valore di oggi, cioè al valore attuale, risultati che si manifesteranno in differenti esercizi futuri. In *Tavola 3.3* è rappresentata la logica dell'attualizzazione.

Tavola 3.3 - La logica dell'attualizzazione



Negli ultimi anni si è affermato sia a livello di dottrina che di prassi un modello di calcolo denominato *costo medio ponderato del capitale* o *Weighted average cost of capital*, WACC, che è l'acronimo più diffuso per identificarlo:

3. La valutazione d'azienda

3.8. I metodi basati sui risultati attesi

$$WACC = \left[K_e \times \frac{E}{E+D} \right] + \left[K_d (1-t) \times \frac{D}{E+D} \right]$$

dove:

- K_e è il costo opportunità del capitale proprio;
- K_d è il costo del capitale di terzi;
- $K_d (1-t)$ è il costo del capitale di terzi al netto del beneficio fiscale;
- $E/E+D$ rappresenta l'incidenza del Patrimonio netto sul totale delle fonti;
- $D/D+E$ rappresenta l'incidenza della posizione finanziaria netta (PFN) sul totale delle fonti.

In particolare, il termine “ k_e ” può essere determinato attraverso la formula del *Capital asset price model* (CAPM), consente di porre in relazione all'interno della stessa formula il rischio di settore e il rischio specifico dell'impresa. Esso è infatti pari a:

$$CAPM = r + \beta (r_m - r)$$

dove:

- r è il tasso di rendimento delle attività prive di rischio;
- β è il coefficiente di rischio specifico;
- $(r_m - r)$ è il premio per il rischio.

Dopo questa esplosione di formule è probabile che molti lettori alzino le mani e passino oltre. Se però qualcuno vuole tentare di comprendere le logiche che sottostanno all'elaborazione del tasso di attualizzazione, è possibile fornire anche una spiegazione letterale.

Il presupposto di tutto il ragionamento è che il tasso di attualizzazione non può essere lo stesso per tutte le società; altrimenti due realtà che presentano gli stessi risultati attesi, ma che operano in settori diversi, con specifiche modalità operative e con una differente rischiosità, avrebbero lo stesso valore. Per questa ragione occorre che, entro certi limiti, il tasso sia elaborato “su misura” per tenere conto delle caratteristiche dei risultati attesi e del contesto in cui saranno generati.

Si è detto nel capitolo 1 che i risultati, a prescindere dal fatto che siano redditi o flussi di cassa, dipendono dal capitale investito, ovvero dalle attività impiegate per lo svolgimento della gestione. Tali attività, a sua volta, dipendono dalla struttura finanziaria, ovvero dall'entità del capitale proprio (Patrimonio netto) e di terzi (debiti). Le fonti di finanziamento, in altre parole, sono quelle che permettono di effettuare gli investimenti necessari, da cui derivano i risultati. Se ne deduce pertanto che le fonti costituiscano una variabile fondamentale nel processo “sartoriale” che conduce all'elaborazione del tasso.

Il capitale proprio e di terzi sono a cui si fa riferimento sono l'*Equity* (E), che corrisponde al Patrimonio netto di bilancio e al *Debt* (D), che consiste nella Posizione finanziaria netta (PFN) determinata al § 2.9.2. I termini della formula $E/E+D$ e $D/E+D$ altro non rappresentano che l'incidenza del Patrimonio netto e della posizione finan-

ziaria netta sul totale delle fonti. Per capire meglio, si faccia riferimento alla seguente situazione finanziaria:

Investimenti 100 €	Patrimonio netto (Equity) 30 €
	Posizione finanziaria netta (Debt) 70 €

Gli investimenti, pari a 100 €, sono finanziati per 30 € con *Equity*, cioè capitale proprio e per 70 € con *Debt*, cioè capitale dei terzi. In termini percentuali, gli investimenti sono finanziati per il 30% da capitale proprio e per il 70% da capitale di terzi. Infatti:

$$\frac{E}{E+D} = \frac{30}{30+70} = 30\%$$

$$\frac{D}{E+D} = \frac{70}{30+70} = 70\%$$

Il WACC determina dunque il tasso sulla base della struttura finanziaria, ovvero in funzione di quanto, in termini percentuali, è finanziato con mezzi propri e con mezzi di terzi.

Il secondo passaggio logico consiste nel comprendere che ogni struttura finanziaria ha un costo.

Ciò è immediatamente comprensibile per il capitale di terzi, il *Debt*, a fronte del quale devono essere corrisposti oneri finanziari sulla base delle condizioni concordate con banche, obbligazionisti, soci, etc. Il costo del capitale di terzi, espresso dal termine K_d , è una media ponderata del costo dei vari finanziamenti accesi dalla società. Dal momento che gli oneri finanziari sono deducibili, ancorché con alcune limitazioni, il costo del debito è calcolato al netto dell'aliquota IRES, che a regime sé previsto che si assesti al 24%.

Ipotizzando che il tasso di finanziamento mediamente applicato è pari al 4%, il valore espresso al netto della variabile fiscale è il seguente:

$$K_d(1-t) = 4\% \times (1-24\%) = 3,04\%$$

In buona sostanza, il costo effettivo del debito è pari al 3,04%, in quanto gli oneri finanziari apportano un parziale beneficio, consentendo di ridurre parzialmente la base imponibile.

A prima vista non sembrerebbe invece sensato parlare di "costo" in relazione al capitale proprio, l'*Equity*, in quanto è formato dalla ricchezza apportata dal socio e poi alimentata dalla società nel corso del tempo. Ebbene, non è proprio così: possiamo dire che il capitale proprio non dà luogo ad un costo esplicito, come nel caso degli interessi

3. La valutazione d'azienda

3.8. I metodi basati sui risultati attesi

passivi, ma ad un costo implicito, che prende il nome di “costo opportunità del capitale”.

Quando un imprenditore decide di allocare le proprie risorse in un'impresa e di assumersi i rischi derivanti dalla sua gestione, vincola a essa una parte o talvolta la totalità della propria ricchezza personale. Egli sceglie dunque di impegnare il proprio tempo e il proprio denaro in uno specifico *business*, rinunciando ad altre opportunità di investimento. Per questa ragione il Patrimonio netto, formato da ciò che l'imprenditore ha conferito (capitale sociale) e da ciò che non ha prelevato (riserve) ha un costo implicito, che è comunemente calcolato con il CAPM, la cui formula si riporta nuovamente per praticità di lettura:

$$\text{CAPM} = r + \beta (r_m - r)$$

La remunerazione minima che l'imprenditore si aspetta di ricevere è quella di un investimento in attività prive di rischio (“r”). Benché non esistano in astratto investimenti qualificabili come “sicuri”, vi sono tuttavia titoli di Stato che presentano un livello di aleatorietà prossimo allo zero. Se un imprenditore non fosse in grado di trarre dalla società un rendimento almeno pari a quella derivante da un titolo di Stato, non avrebbe senso svolgere attività d'impresa. Il termine “r” (che sta appunto a significare “*riskless*”) costituisce il primo addendo della formula e indica la soglia minima di rendimento atteso. Si tenga conto che, negli ultimi anni, i rendimenti dei bond statali si è ridotto in modo sensibile sia in Europa che negli Stati Uniti, arrivando talvolta ad essere addirittura negativo. Ai fini esemplificativi, si ipotizzi comunque un “r” pari al 2%.

L'imprenditore tuttavia si aspetta di più; si aspetta cioè una remunerazione che giustifichi il rischio assunto in relazione alla specifica impresa e al contesto economico in cui essa opera. È per questo che dopo il segno “più” si individuano due termini: il coefficiente β e il premio per il rischio ($r_m - r$). Esaminiamoli separatamente.

Il *coefficiente beta* (β), misura il rischio della specifica società: valori di $\beta > 1$ corrispondono ad un rischio elevato, nel senso che eccede quello medio di mercato. Valori di $\beta < 1$ hanno invece significato opposto. Quando $\beta = 1$, si parla di rischio neutro. Non a caso le società che compongono l'indice di un mercato azionario, come il FTSE MIB di Borsa Italiana, sono selezionate tra quelle che presentano un rischio neutro, cioè con $\beta = 1$. La determinazione del beta è legata ad alcune variabili di non sempre agevole quantificazione. Fra esse si ricordano la dimensione dell'impresa, la ciclicità del settore, le prospettive di crescita, etc.

Per la maggior parte delle società quotate il coefficiente β è noto. Per le società non quotate è necessario ricorrere a specifiche banche dati (come Bloomberg), che riportano β settoriali, i quali devono essere poi calibrati alle caratteristiche della realtà oggetto di valutazione, attraverso formule che in questa sede non è necessario riportare. Ai fini esemplificativi, si ipotizzi che il coefficiente β sia pari a 0,8.

Il premio per il rischio ($r_m - r$) è un indice della rischiosità di un Paese. In Italia, nel recente passato esso è stimato essere pari a circa il 9% (fonte: Damodaran, New York University) e indica una rischiosità superiore alla media dei paesi del G8. Solo per avere un termine di confronto il premio per il rischio degli Stati Uniti, Francia e del Regno

Unito è rispettivamente del 6,87%, 7,34% e 7,44% (luglio 2016). Ai fini esemplificativi, si ipotizzi che esso sia pari a 9%.

La formula del CAPM, in italiano, potrebbe dunque essere “riscritta” come risulta in *Tavola 3.4*.

Tavola 3.4 - I due addendo del CAPM

CAPM =	r	+ $\beta (r_m - r)$
	Remunerazione minima richiesta dall'imprenditore, pari alla rendita dei bond statali	Remunerazione supplementare, che tenga conto: <ul style="list-style-type: none"> • del rischio specifico dell'impresa (β); e • del contesto economico di riferimento ($r_m - r$)

Utilizzando i valori riportati nell'esempio, si ottiene:

$$\text{CAPM} = r + \beta (r_m - r) = 2\% + [0,8 \times 9\%] = 9,2\%$$

Tutto ciò premesso, il WACC può essere determinato come segue:

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \left[K_e \times \frac{E}{E+D} \right] + \left[K_d (1-t) \times \frac{D}{E+D} \right] \\ &= [9,2\% \times 30\%] + [3,04\% \times 70\%] = 4,89\% \end{aligned}$$

Il coefficiente di attualizzazione da applicare ai risultati attesi, sarebbe nel caso in specie pari a 4,89%.

3.9. IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE

Il metodo misto patrimoniale reddituale, è un criterio molto diffuso per la valutazione delle PMI e considera congiuntamente sia la dimensione patrimoniale (“quello che c'è”) che quella reddituale prospettica (“quello che farà”). Benché tale metodo goda di un buon accreditamento dottrinale, non rientra a pieno titolo tra quelli proposti dall'Organismo Italiano di Valutazione nei “Principi Italiani di Valutazione”, in quanto si colloca infatti al di fuori degli *standard* previsti a livello internazionale. Ciononostante rappresenta un buono strumento di sintesi, soprattutto nel caso di realtà di medio-piccola dimensione per le quali si reputa opportuno considerare il contributo sia della dimensione patrimoniale che dei risultati.

La formula per il calcolo è la seguente:

3. La valutazione d'azienda

3.9. Il metodo misto patrimoniale-reddituale

$$W = K' + (R - K'_j)_{n-i}$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato (§ 3.7);

R è il reddito medio atteso;

K'_j esprime la redditività del patrimonio netto rettificato;

$n-i$ è il coefficiente di attualizzazione di un tasso "i" per "n" anni.

Anche in questo caso tentiamo di fornire una lettura della formula.

Il criterio parte dal presupposto che il valore minimo di un'azienda sia rappresentato dal patrimonio netto rettificato, sulla cui determinazione si rimanda a quanto già detto nel § 3.7: esso costituisce il primo addendo della formula.

Il secondo addendo è rappresentato dal "sovrareddito", ovvero dalla capacità della società di conseguire una remunerazione superiore a quelli che imprese simili ottengono mediamente con un certo ammontare di patrimonio netto.

È opportuno spiegare meglio il concetto con un esempio.

Si ipotizzi che il patrimonio netto rettificato di una società sia pari a 100 €; esso, si è detto, costituisce il valore minimale dell'impresa "così com'è". Il metodo misto richiede che sia valutato anche il contributo della dimensione reddituale, ovvero il risultato economico che un'impresa è in grado di produrre in normali condizioni di operatività. Tale risultato economico (R) non viene però utilizzato come addendo a sé stante, ma è posto a confronto con la "redditività normale attesa" dell'impresa (K'_j). Se:

$R > K'_j$ la redditività della società è superiore alla redditività normale attesa e si è in presenza di un avviamento. In questo caso, infatti, la società è in grado di esprimere un plusvalore in quanto è in grado di conseguire una remunerazione maggiore di quella che ci si dovrebbe attendere da quel tipo di investimento;

$R < K'_j$ la redditività della società è inferiore alla redditività normale attesa e si è in presenza di un "*badwill*", ovvero di un avviamento negativo. In questo caso la società presenta una remunerazione minore di quella che ci si dovrebbe attendere da quel tipo di investimento.

Per reddito medio atteso (R) si intende il reddito netto che un'impresa è in grado di conseguire stabilmente nel futuro, tenendo conto dei risultati conseguiti nel passato e delle strategie in corso di implementazione. Esso è misurato dal risultato operativo netto (MON o EBIT), meno le imposte calcolate sulla base delle teoriche aliquote fiscali.

Ipotizzando che i ricavi operativi siano pari a 200 € e che i costi operativi siano pari a 170 €, il risultato operativo netto (MON o EBIT) ammonta a 30 €. L'aliquota fiscale teorica, data dalla somma di IRES (in prospettiva 24%) e IRAP (4%), è pari al 28%. Si ha pertanto:

Ricavi operativi	200
Costi operativi	180
Margine operativo netto (MON o EBIT)	20
Imposte teoriche (28%)	5,6
Net operative profit after taxes (Nopat)	14,4

Il risultato operativo netto dopo le imposte, qualificato nella terminologia comune come “*net operative profit after taxes* (Nopat)”, è pari a 14,4 e rappresenta il reddito medio atteso della società.

La redditività normale attesa (K'_j) indica la remunerazione mediamente conseguita da coloro che apportano capitale proprio (leggasi soci o investitori) in un determinato settore. Sovente tale redditività è misurata da un indice di bilancio, il “*return on equity*” (ROE) incontrato nel § 2.10.1. Il ROE a cui occorre fare riferimento in questo caso non è quello della singola impresa, ma che medio a livello di comparto. Si supponga che esso, nel caso in specie, sia pari all'8%. Ne consegue che la redditività del capitale proprio della società oggetto di valutazione è pari a:

$$K'_j = \text{Patrimonio netto rettificato} \times \text{ROE di settore} = 100 \text{ €} \times 8\% = 8 \text{ €}$$

Ciò significa che, in quello specifico settore, la redditività di un patrimonio netto di 100 € dovrebbe essere pari a 8 €.

Dal momento che la redditività media attesa ammonta a 14,4 €, la società è in grado di far rendere il patrimonio apportato dai soci in misura maggiore di quella del settore. In altre parole, è in grado di esprimere un *quid pluris*, che prende il nome di “sovrareddito”:

$$\text{Sovrareddito} = (R - K'_j) = 14,4 \text{ €} - 8 \text{ €} = 6,4 \text{ €}$$

Il sovrareddito è una qualità dell'impresa che non esaurisce la sua potenzialità in un solo esercizio, ma può mantenere la sua “spinta propulsiva” in più anni. Per questo motivo la formula richiede che esso sia valorizzato attraverso una formula della matematica finanziaria che prende il nome di “rendita limitata”, nel cui tecnicismo non ci addentriamo. Essa prevede in sostanza che il sovrareddito (6,4 €) sia attualizzato a un tasso “*i*” calcolato con la formula del WACC (cfr. § 3.8.1, supponiamo nel caso in specie pari al 4%) per un orizzonte temporale “*n*” per il quale si ritiene che tale plusvalore sia mantenuto (si ipotizzino 3 anni). Per chi avesse intenzione di dilettersi con Excel, la sintassi è: VA (tasso di interesse; anni; - sovrareddito). Il risultato che si ottiene è il valore di avviamento, che nell'esempio proposto ammonta a 17,7 €.

Il valore dell'azienda con il metodo misto è dunque pari a:

$$W = K'_j + (R - K'_j)_{n-i} = 100 \text{ €} + 17,7 \text{ €} = 117,7 \text{ €}$$

In buona sostanza, il valore è pari al patrimonio netto rettificato (100 €), maggiorato dell'avviamento (17,7 €).

3. La valutazione d'azienda

3.10. I metodi dei multipli (o dei moltiplicatori)

3.10. I METODI DEI MULTIPLI (O DEI MOLTIPLICATORI)

Il metodo dei multipli, come già detto, è un criterio empirico che si fonda sull'esame di realtà con caratteristiche simili. Il termine di confronto può essere rappresentato:

- da un campione di società quotate, i cui valori sono resi quotidianamente espliciti sulla base delle contrattazioni sul mercato; in tal caso si parla di *metodo dei multipli basato sulle società comparabili*;
- dal valore mediamente espresso (ovvero dal prezzo corrisposto) in una o più compravendite aventi ad oggetto società simili avvenute in un arco temporale ravvicinato; in tal caso si parla di *metodo dei multipli basato sulle transazioni comparabili*.

Secondo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) “i multipli costruiti nel primo modo sono molto più affidabili, derivando da dati ufficiali. Inoltre si riferiscono a operazioni omogenee: i contratti di Borsa. I prezzi derivanti da negoziazioni confrontabili sono spesso eterogenei per natura, condizioni e tempi di rilevazione. Pongono inoltre il problema del passaggio dal prezzo della quota di capitale negoziata al presumibile prezzo dell'intera azienda. Sotto il profilo del contenuto informativo, va inoltre ricordata la differente attitudine delle due fonti a catturare i premi di liquidità (nel primo caso) ed i premi per il controllo (secondo caso)” (§ III.1.38).

Per capire in estrema sintesi la *ratio* del metodo dei moltiplicatori, si ipotizzi che un campione di società quotate che operano nello stesso settore e che presentano caratteristiche di comparabilità esprima i seguenti valori:

Capitalizzazione di borsa (EV)	EBITDA	EV/EBITDA
900 €	120 €	7,5x
2.890 €	340 €	8,5x
713 €	95 €	7,5x
1.955 €	230 €	8,5x

EV, *Enterprise Value*, esprime la capitalizzazione di Borsa. L'EBITDA è il margine operativo lordo (cfr. § 2.7.1) e, come meglio indicato in Tavola 3.5, rappresenta una delle voci di bilancio che può essere utilizzata nell'applicazione del metodo dei multipli. Il multiplo in questione, EV/EBITDA, è dato dal rapporto tra le due grandezze e oscilla in un *range* compreso tra 7,5x e 8,5x (si legge “8,5 per”). La media dei multipli del campione è pari a 8x e si assume che tale “rapporto” sia valido per tutte le società che operano in quel comparto.

Da un punto di vista applicativo, partendo dal presupposto che:

$$\frac{EV}{EBITDA} = 8x$$

si può risolvere l'equazione per l'incognita che si deve individuare per la società oggetto di valutazione, vale a dire l'*Enterprise Value* (EV):

$$EV = 8 \times EBITDA$$

Ciò significa che il valore dell'azienda (EV) che deve essere valutata, basandosi sul presupposto che presenti dinamiche del valore assimilabili a quelle del campione quotato, è pari a 8 volte l'EBITDA. Ipotizzando che l'EBITDA sia pari a 50 €, l'EV ammonta a:

$$EV = 8 \times EBITDA = 8 \times 50 \text{ €} = 400 \text{ €}$$

Da tale importo occorre sottrarre la posizione finanziaria netta secondo la prospettiva *asset side* richiamata nel § 3.4.

Poiché il l'EV è ottenuto grazie a una struttura finanziaria che è formata da capitale proprio e da debiti, al fine di determinare il “valore economico”, cioè il valore effettivo del capitale proprio (valore *equity side*), occorre sottrarre i debiti. Più precisamente, è necessario sottrarre l'indebitamento netto, che prende il nome di *posizione finanziaria netta* (PFN), data dalla differenza tra passività finanziarie e attività finanziarie (cfr. § 2.9.2), che nel caso in specie si ipotizza pari a 80 €:

$$\text{Valore economico} = EV - \text{Posizione finanziaria netta} = 400 \text{ €} - 80 \text{ €} = 320 \text{ €}$$

Per sua natura la metodologia in questione risente più di altre delle condizioni contingenti del mercato. Infatti è appurato che in una fase di “euforia economica” i multipli tendono a presentare valori più elevati, mentre in una fase di rallentamento o di recessione scontano gli effetti dell'inevitabile contrazione dei prezzi.

Ad esempio, nel settore del lusso - che spazia dall'abbigliamento, ai gioielli, etc. - il multiplo EV/EBITDA nel 2009, primo anno in cui si è presa cognizione del cambiamento strutturale dell'economia, è stato mediamente pari a 5,4x, al di sotto del comparto alimentare (7,7x) e di quello manifatturiero (6,3x).

Ai primi venti di ripresa, nel 2012, il medesimo multiplo si è assestato in media a 14,6x, di oltre il 100% superiore a quello dei due settori testé richiamati. Addirittura, se si esaminano i principali *deal* del *luxury* realizzati tra il 2012 e il 2013, si registrano multipli dell'EBITDA in taluni casi quasi doppi rispetto a quelli medi, di per sé già elevati, come nel caso dell'acquisizione di Valentino (25,4x), Pomellato (25,6x) e Loro Piana (21,8). Nel 2011 Bulgari è stata scambiata a 28,7x.

È dunque evidente che i multipli non sono indipendenti dalla volatilità dei mercati ma, al contrario, essendo basati sui prezzi dei titoli e sui valori delle transazioni, ne riflettono gli andamenti, talvolta con un effetto amplificato. In taluni casi si assiste anche a *performances* del tutto slegate da quelle del comparto. Ad esempio, nell'IPO della Ferrari avvenuto nel 2015, è stato riconosciuto un multiplo EV/EBITDA pari a circa 16x, più vicino a quello del *luxury* che a quello dell'*automotive*. Anzi, per essere precisi, si è trattato di un multiplo addirittura superiore a quello medio delle società del lusso (11x) e solo di poco inferiore a quello della *best-in-class* Hermes (17,5x).

Tutto ciò premesso, l'applicazione del metodo dei multipli si articola nelle seguenti fasi:

- 1) selezione del campione;
- 2) scelta del multiplo.

3. La valutazione d'azienda

3.10. I metodi dei multipli (o dei moltiplicatori)

La **selezione del campione** è un passaggio molto delicato, in quanto occorre accertare l'effettiva comparabilità tra la società valutanda e altre società dello stesso comparto che sono quotate in Borsa o che sono oggetto di una transazione. A tal fine possono essere utilizzati come parametri di riferimento alcuni fattori ritenuti significativi, quali il settore, la dimensione, il posizionamento strategico, il livello di indebitamento, il sistema di *governance*, il regime fiscale, etc.

La prima verifica riguarda il settore di appartenenza, dal momento che è logico supporre che chi opera nello stesso comparto presenti un rischio operativo sostanzialmente analogo. Talvolta l'inquadramento di un'impresa in uno specifico ambito è resa complessa dalla trasversalità di taluni *business*, che non sempre si prestano ad essere classificati secondo i tradizionali modelli interpretativi.

In linea generale, la maggiore o minore rappresentatività del campione è legata anche all'estensione dell'ambito territoriale a cui si vuole fare riferimento. Vi sono *business* che su base nazionale presentano un modesto numero di *comparables*, soprattutto in un Paese come l'Italia che può contare su un contenuto numero di quotate. Per questa ragione, se le caratteristiche della società lo consentono, è consigliabile fare riferimento a un contesto geografico più ampio, che includa un più elevato numero di imprese e, conseguentemente, un più ampio termine di confronto. Le opzioni sono molteplici, a seconda della prospettiva di analisi che si intende assumere: Europa occidentale, Europa, Europa e Stati Uniti, paesi del G8, paesi del G20, etc. Naturalmente non è sensato un campione basato su aree che presentano difformità dal punto di vista legislativo, macroeconomico e di mercato (ad esempio India e Cina). Stanti i recenti sviluppi conseguenti alla c.d. Brexit, è da chiedersi se, in prospettiva, le imprese britanniche possano essere comprese o meno in un *panel* di imprese europee.

Un altro aspetto da considerare riguarda le caratteristiche delle società del campione, con specifico riferimento al posizionamento strategico. Questo è un parametro complesso da esaminare, in quanto non esistono grandezze che, in astratto, sono atte ad esprimerlo in termini quantitativi. In generale, si devono confrontare clienti e fornitori, il giro di affari, i mercati di approvvigionamento e di sbocco, le caratteristiche produttive, i canali distributivi, ecc., ovviamente a patto che tali informazioni siano disponibili e facilmente accessibili.

Anche la dimensione può costituire un elemento discriminante nella selezione delle società comparabili, in quanto essa si riflette su vari fattori, quali la struttura dei costi, le politiche commerciali, la possibilità di accesso al credito, ecc. Alle società di maggiore dimensione (in termini di ricavi, di investimenti, di personale, ecc.) è solitamente riconosciuto, a parità di altre condizioni, un differenziale di prezzo più elevato, che incide sull'importo del multiplo.

Il livello di indebitamento rappresenta un ulteriore fattore rilevante nella cernita delle aziende comparabili, poiché un'analoga struttura finanziaria sottintende una simile rischiosità.

Nella **scelta del multiplo**, possono intervenire vari elementi che influiscono sul risultato finale, quali:

- a) l'ottica valutativa (*asset side* o *equity side*);
- b) la misura di *performance* da prendere a riferimento.

In relazione all'*ottica valutativa* si distinguono (cfr. § 3.4):

- multipli *equity side*, mediante i quali si perviene alla diretta stima del Patrimonio netto aziendale. Tale approccio, detto *levered* in quanto non considera la struttura finanziaria, richiede al numeratore una misura espressiva del valore azionario della singola azione (*Price*, indicato la lettera "P");
- i multipli *asset side*, ispirati ad un approccio *unlevered*, al numeratore presentano invece l'*enterprise value* (EV), cioè il valore complessivo dell'impresa. Conseguentemente, il valore è determinato sottraendo dall'importo individuato l'ammontare della posizione finanziaria netta.

La scelta della *misura di performance da prendere a riferimento* risulta complessa, poiché le grandezze di bilancio in grado di "interpretare" le dinamiche del valore possono essere varie: è compito del valutatore selezionare quelle che risultano più adeguate rispetto alle caratteristiche dell'incarico. In astratto, ogni grandezza è idonea ad essere utilizzata per l'elaborazione di un multiplo. Concretamente, si registra una più diffusa applicazione dei multipli indicati in *Tavola 3.5*.

Tavola 3.5 - Tipologie di multipli

Multipli <i>equity side</i>	Multipli <i>asset side</i>
<i>Price/Flusso di cassa per l'azionista</i>	<i>Enterprise Value/Flusso di cassa operativo</i>
<i>Price/Earnings</i>	<i>Enterprise Value/Ricavi</i>
<i>Price/Book value</i>	<i>Enterprise Value/Ebitda</i>
	<i>Enterprise Value/Ebit</i>

I multipli più comunemente utilizzati sono quelli *asset side* e, al loro interno, quelli basati su grandezze economiche. Ancor più nello specifico, i multipli dell'EBITDA e dell'EBIT sono solitamente giudicati dagli operatori più significativi rispetto a quelli basati sui ricavi, dal momento che riflettono le caratteristiche della struttura dei costi. È infatti possibile che entità similari e con un analogo livello di fatturato presentino marginalità differenti a causa delle specifiche modalità di gestione del *business*.

3.11. LA VALUTAZIONE DEGLI "INTANGIBLES"

La valutazione delle attività immateriali (*intangibles*) rappresenta uno dei temi più spinosi, in quanto si tratta di *assets* che, per loro natura, presentano "contorni" che possono essere circoscritti solo con una certa approssimazione.

I Principi Italiani di Valutazione (PIV) richiedono all'esperto incaricato di raccogliere le informazioni necessarie per:

- identificare e circoscrivere il bene immateriale oggetto di valutazione;
- verificare le caratteristiche specifiche del bene in termini di funzione, tipologia di benefici generati, vantaggi competitivi associati;
- analizzare l'insieme di diritti legali, le protezioni e le limitazioni;

3. La valutazione d'azienda

3.12. Premi di maggioranza e sconti di minoranza

- identificare accordi di licenza, di sublicenza, diritti di confidenzialità, di sviluppo di commercializzazione e di sfruttamento e ogni altra obbligazione afferente il bene;
- conoscere la storia del bene intangibile;
- stimare la vita economica residua e la vita legale del bene intangibile;
- apprezzare i benefici economici diretti ed indiretti che il bene intangibile ci si attende produrrà in capo al proprietario o al titolare durante la sua vita economica;
- conoscere eventuali controversie (passate e correnti) relative al bene;
- valutare le potenzialità in termini di sfruttamento commerciale ancora inespresso del bene intangibile;
- identificare se il massimo e miglior uso del bene intangibile è il suo uso corrente;
- identificare se il massimo e miglior uso del bene intangibile è da solo o inserito in un gruppo di attività.

La valutazione di un bene immateriale può essere compiuta facendo riferimento a ciascuna delle tre metodiche di valutazione conosciute: patrimoniale, dei risultati attesi e di mercato. Queste ultime due sono quelle più diffuse. Pur senza entrare nel merito dei criteri, se ne tratteggiano di seguito le caratteristiche, con l'intento di fornire una sintetica linea guida, sulla base delle indicazioni fornite dai PIV, che distinguono tra:

- *criterio dei benefici futuri attualizzati* (o *discounted cash flow*, DCF): determina il valore del bene sulla base del valore attuale dei benefici diretti attesi (ad esempio i risparmi di costi, etc.) che si prevede verranno generati lungo la vita utile residua;
- *criterio delle opzioni reali*: determina il valore del bene sulla base del valore implicito delle opzioni possibili di sviluppo che lo caratterizzano;
- *criterio del reddito in ipotesi di start-up* (*Build-up* o *Greenfield Method*): determina il valore del bene sulla base dell'ipotesi di detenere solo il bene oggetto di valutazione e dover acquisire tutte le altre attività complementari necessarie a garantire lo sfruttamento dal bene, partendo da zero;
- *criterio dei flussi differenziali*: determina il valore del bene immateriale per differenza fra il valore dell'azienda "con" e il valore dell'azienda "senza" di esso;
- *criterio delle transazioni comparabili*: determina il valore del bene intangibile sulla base di multipli desunti da transazioni aventi per oggetto beni simili. A causa della eterogeneità dei beni immateriali può essere difficile identificare beni immateriali comparabili;
- *criterio delle royalties di mercato di beni comparabili*: determina il valore del bene intangibile sulla base del valore attuale delle *royalties* riconosciute su beni comparabili, la cui identificazione può essere talvolta complessa.

3.12. PREMI DI MAGGIORANZA E SCONTI DI MINORANZA

Secondo la definizione dei Principi Italiani di Valutazione (PIV, I.18.1), i premi e gli sconti sono rettifiche, rispettivamente in aumento e in diminuzione, da applicare (eventualmente) ad una stima di valore ottenuta sulla base delle metodiche dei risultati attesi o del patrimonio netto rettificato per tradurla in un prezzo fattibile, cioè per accostarla al

valore di mercato. Il loro uso, è esplicitamente chiarito dai PIV, deve essere cauto e motivato.

Intuitivamente una partecipazione del 90% nel capitale di una società “vale qualcosa in più” di una partecipazione del 10%, per una serie di ragioni che in questa sede è superfluo ricordare. La domanda da porsi è se, in sede di negoziazione, questo “qualcosa in più” per la maggioranza e, in termini complementari, un “qualcosa in meno” per la minoranza debbano essere considerati per correggere i risultati della valutazione.

Per fare un esempio, si ipotizzi che Rossi e Bianchi detengano rispettivamente il 90% e il 10% di una società, che deliberano di cedere ad un valore complessivo di 1.000 €. In condizioni normali, il valore liquidato a Rossi e Bianchi dovrebbe essere di 900 € e 100 €, in proporzione al capitale detenuto da ciascuno di essi.

Qualora si volesse attribuire un maggior valore alla quota di Rossi a causa dei maggiori poteri che essa incorpora (e che sono invece preclusi alla quota di Bianchi), si potrebbe riconoscerle un premio di maggioranza, ad esempio del 5% del valore totale, che porterebbe ad attribuirle un controvalore di 95 €. Conseguentemente la quota di Bianchi sarebbe valorizzata a 5 € soltanto, per effetto di uno sconto di minoranza.

Il tema è oltre modo delicato, per l'evidente rischio di ledere gli interessi del soggetto più debole, vale a dire il socio minoritario.

Premesso che non vi è nessun obbligo di applicare premi e sconti nell'ambito della valutazione d'azienda e che non esistono “regole generali” per la loro determinazione, ogni scelta è demandata all'arbitrio delle parti.

Estratto

Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.



Wolters Kluwer