

La valutazione delle aziende

1° parte

Valore e prezzo/1

- In generale il valore di un'azienda è diverso per diversi possibili compratori, come pure può essere diverso per compratore e venditore
- Il valore non deve essere confuso con il prezzo, che è l'importo concordato tra venditore e compratore.
- La differenza può dipendere da varie ragioni.
- Per esempio una grande impresa estera tecnologicamente avanzata progetta di acquistare una nota società nazionale per beneficiare di un radicamento nel mercato locale grazie alla notorietà del marchio della target.

Valore e prezzo/2

- In tal caso il compratore estero attribuirà un valore essenzialmente al marchio, non anche a impianti, macchinari etc., ritenendo i propri asset più avanzati.
- Al contrario il venditore attribuisce un valore a quegli asset, ancora in grado di produrre.
- Compratore e venditore fissano dunque rispettivamente un valore massimo e minimo, determinando una “forchetta” all’interno della quale potrebbe fissarsi il prezzo.
- Un’azienda potrebbe anche riflettere diversi valori per diversi potenziali acquirenti, a causa di economie di scala e di scopo, oppure differenti percezioni e aspettative rispetto al settore e alla stessa azienda

Quando è necessaria una valutazione d'azienda/1

??

- Nella compravendita di società, aziende, rami d'azienda, per individuare il prezzo massimo per il compratore e minimo per il venditore
- Nelle operazioni di conferimento di aziende o rami d'azienda, nelle fusioni e scissioni di società, connesse a decisioni strategiche delle società
- Nella valutazione di società quotate, al fine di un confronto con il prezzo di mercato per l'eventuale decisione di acquisto/vendita
- Nelle IPO (*Initial Public Offering*) per la quotazione in borsa

Quando è necessaria una valutazione d'azienda/2

??

- Nell'ambito di pacchetti di remunerazione dei manager basati sulla creazione di valore
- Per l'individuazione dei principali value drivers
- Nella pianificazione strategica, per le decisioni su quali prodotti/divisioni/linee di business eventualmente abbandonare e su quali invece ulteriormente investire
- Nelle eredità, per confrontare il valore di società o partecipazioni con quello di altri asset

Quando è necessaria una valutazione d'azienda/3

??

- Nelle valutazioni di bilancio di partecipazioni (ad esempio, IFRS 13)
-
-
-

Metodologie di stima del valore del capitale economico: uno schema di analisi

Stima del CAPITALE ECONOMICO

GUATRI



- ✓ **Razionalità**
- ✓ **Dimostrabilità**
- ✓ **Neutralità**
- ✓ **Stabilità**

*Diversi risultati in
funzione delle diverse
finalità valutative*

UEC



*Stima oggettiva, che
prescinde dai soggetti
coinvolti*

*Componente reddituale
patrimoniale*

- ✓ **Principio della relatività del valore**
- ✓ **Principio della generalità del valore**
- ✓ **Principio della composizione**
- ✓ **Principio della separazione tra valore e prezzo**

Metodologie di stima del valore del capitale economico: uno schema di analisi

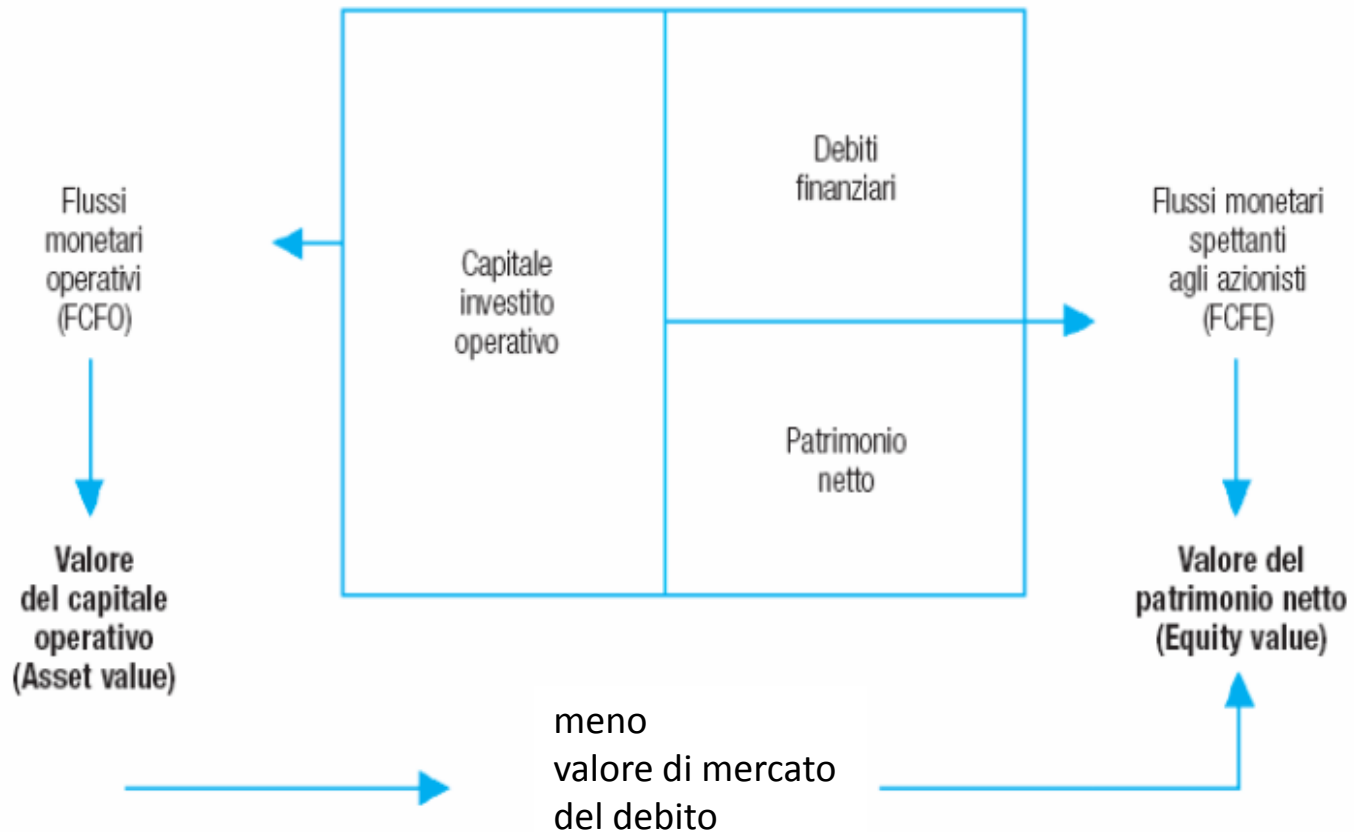
Metodi e approcci alla valutazione

↓ ↘
Esplicitazione di una specifica relazione tra valore d'impresa e variabili determinanti
Metodi concreti utilizzabili in ciascun approccio

Approcci	Metodi
1. Basato sul patrimonio	Patrimonio semplice
	Patrimonio complesso
2. Basato sui flussi di risultato	Finanziario (Discounted Cash Flow, DCF)
	Reddituale
3. Basato sul concetto di <i>economic profit</i>	Misto con evidenziazione del goodwill
	<i>Economic Value Added</i> (EVA)
4. Basato su un'analisi comparata	Multipli di borsa
	Transazioni comparabili

Metodologie di stima del valore del capitale economico: uno schema di analisi

Prospettiva **asset** ed **equity side**



Il metodo patrimoniale

Non tiene conto dei flussi di risultato

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come **valore di ricostituzione (del patrimonio)** nella prospettiva di funzionamento aziendale.



Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione

Problematiche e caratteristiche

Il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto e quindi i vari elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio, quindi ...

la valutazione od il processo di stima operata con il metodo patrimoniale potrebbe essere definita:

- **ANALITICA**, cioè riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale;
- **A VALORI CORRENTI**, cioè fa riferimento a “valori” di mercato in essere alla data della valutazione;
- **DI SOSTITUZIONE**, perché l’ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi

“Oggettività” del metodo patrimoniale

- La valutazione dell’azienda con il metodo patrimoniale è meno soggettiva di quella ottenuta con altri metodi: minore è sia il numero di ipotesi da assumere, sia le competenze soggettive per la valutazione (*discutere*)
- Non si deve procedere alla valutazione dei flussi di reddito o di cassa; si riduce di conseguenza l’incertezza sul risultato del processo di valutazione
- È un metodo talvolta usato per aziende con forte patrimonializzazione, cioè aventi un elevato ammontare di attività immobilizzate (es. holding pure, società immobiliari...)

I beni “accessori” (surplus assets)

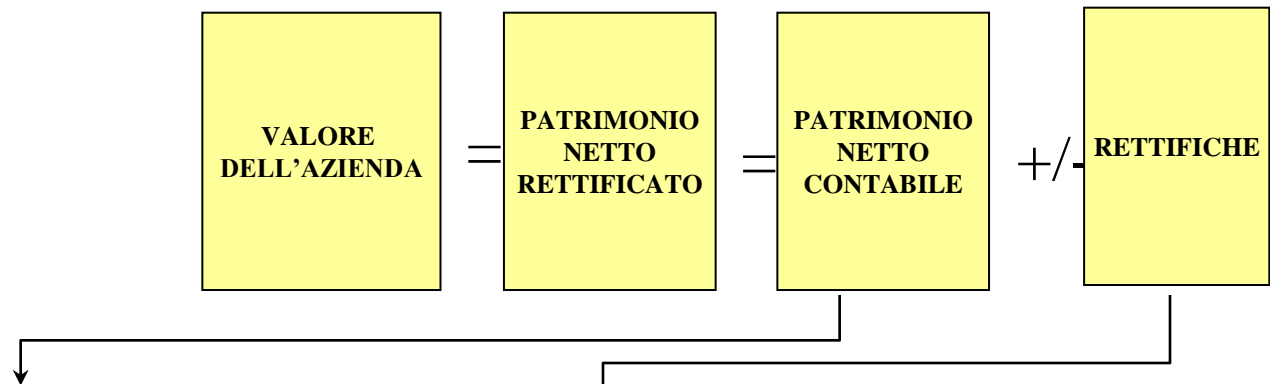
- È controverso se valutare, alla stessa stregua degli elementi patrimoniali inerenti la gestione caratteristica dell’azienda, anche le voci riguardanti i cosiddetti beni “accessori”, beni estranei all’attività economica tipica dell’azienda (immobili civili, terreni edificabili, partecipazioni non di controllo, etc.)
- In dottrina si ritiene che i beni accessori debbano essere valutati separatamente seguendo il cosiddetto *criterio di realizzo o liquidazione*

Limiti del metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale ha due evidenti limiti:

1. Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici (rivalutati), ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;
2. Si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e in funzionamento

Struttura logica del metodo patrimoniale



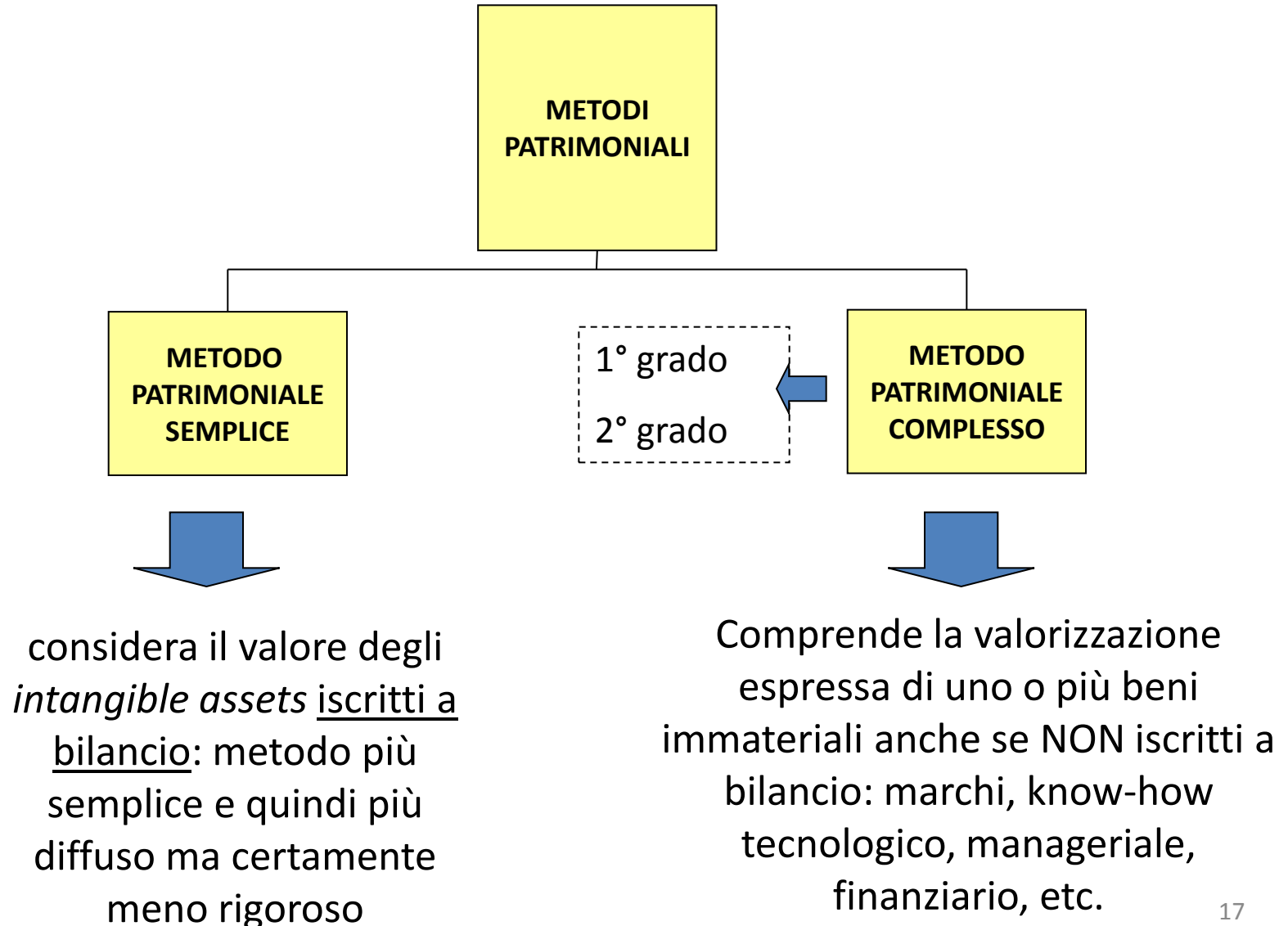
*Punto di partenza:
è la situazione
patrimoniale
dell'azienda,
espressa a valori
di funzionamento*

*Il capitale netto
contabile viene
rettificato **e rivalutato**,
adeguando
le singole componenti
del patrimonio ai
valori correnti di
mercato*



*Ipotesi di
scindibilità
degli elementi che
formano il
patrimonio
aziendale*

Tipologie di metodi patrimoniali



Metodo patrimoniale semplice

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda **rivalutando** opportunamente il valore del patrimonio netto. Rende attuale ed aggiornato il valore relativo al patrimonio dell'azienda (comprende le attività immateriali, se iscritte a bilancio)

... quali attività immateriali ????

$$V = K$$

dove:

V= valore dell'azienda

*K= valore patrimoniale **rivalutato***

- Per gli elementi che compongono l'attivo patrimoniale destinati allo scambio o risultanti da precedenti scambi, il criterio preso a riferimento è di regola quello del **Valore di presumibile realizzo**;
- Per le immobilizzazioni strumentali, il criterio preso a riferimento è di regola quello del **Valore di sostituzione (riacquisto o riproduzione)**;
- Gli elementi che compongono il passivo patrimoniale vengono invece valutati con il criterio del **Valore di presunta estinzione**.

Tema: operazioni fuori bilancio ... derivati ... garanzie ... etc.

Metodo patrimoniale complesso (primo grado)

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda **rivalutando** opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo (**rettifica**) il valore delle risorse "intangibili" anche se non iscritte a bilancio (purchè "separabili")

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rivalutato e rettificato

I= valore degli elementi immateriali

$$V = K + I$$

Ogni bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche:

- Deve originare utilità differite nel tempo
- **Deve essere trasferibile**
- **Deve essere misurabile**

Metodo patrimoniale complesso (secondo grado)

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse "intangibili" anche se non iscritte a bilancio

$$V = K + I$$

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rivalutato e rettificato

I= valore degli elementi immateriali

Sono valorizzati anche intangibili non "separabili"

Documenti e verifiche

Documentazione di base



- Ultimo bilancio dell'impresa
- Ultimo bilancio consolidato
- Ultimo bilancio delle società collegate e controllate
- Relazione sulla gestione
- Relazione del Collegio sindacale e
- Rel. Soggetto incaricato del controllo contabile
- Perizie di stima dei singoli cespiti (se disponibili o se appositamente richieste)
- Dati dei libri di inventario oppure ... del registro dei cespiti ammortizzabili
- (Business plan e documenti strategici)

Verifiche

- Contabilizzazione di tutte le attività e le passività
- Rispondenza delle appostazioni contabili con elementi documentali
 - Valutazione dei crediti in base al valore di recupero
 - Congruità dei fondi rischi ed oneri
 - Attività/passività fuori bilancio
 - etc.

Approccio basato sui flussi di risultato

L'approccio fondato sui flussi di risultato fonda la valutazione del capitale economico in via pressoché esclusiva sui valori di **flusso** che traducono la speranza di rendimenti futuri

Flusso di cassa



Metodo finanziario

Flusso di reddito



Metodo reddituale

Il metodo reddituale

- Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito
- L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione

Redditività → valore

- Il valore dell'azienda viene determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi

I metodi reddituali: la formula che lega V a R

- La formula matematica che consente di “riportare” al presente (o al momento della valutazione) una serie di flussi di reddito è quella della attualizzazione
- E’ peraltro possibile distinguere tre diverse formulazioni a seconda delle ipotesi effettuate in ordine al periodo di manifestazione dei flussi di reddito futuri:

1) Formula della rendita perpetua

$$V = \frac{R}{i}$$

R = Reddito medio atteso
i = tasso di attualizzazione

2) Formula della vita limitata

$$V = R \times a_{n \overline{i}}$$



$$V = \frac{R}{1+i} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n}$$

A) Formula della vita limitata e del valore finale

$$V = R \times a_{n \overline{i}} + VF \times v^n$$

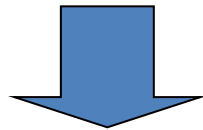
VF = Valore finale

Vn = Fattore di attualizzazione

- N.B. Alternativamente, si può sostituire - nelle formule 2) e 3) - al reddito medio atteso la serie dei redditi attesi anno per anno (per n anni)

Esempio di calcolo con durata illimitata della vita dell'azienda

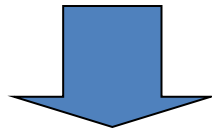
- Reddito medio prospettico = € 500.000
- Tasso di attualizzazione = 10%



$$V = R/i = 500.000/0,10 = 5.000.000$$

Esempio di calcolo con orizzonte temporale limitato

- Reddito medio prospettico = € 500.000
- Tasso di attualizzazione = 10%
- Orizzonte temporale = 20 anni



$$V = R a_{\overline{n}|i} = R \frac{(1+i)^n - 1}{i (1+i)^n} = 500.000 \frac{(1+0,1)^{20} - 1}{0,1 (1+0,1)^{20}}$$

$$V = 500.000 \frac{5,73}{0,67} \longrightarrow V = 500.000 \times 8,55 = \text{€ } 4.275.000$$

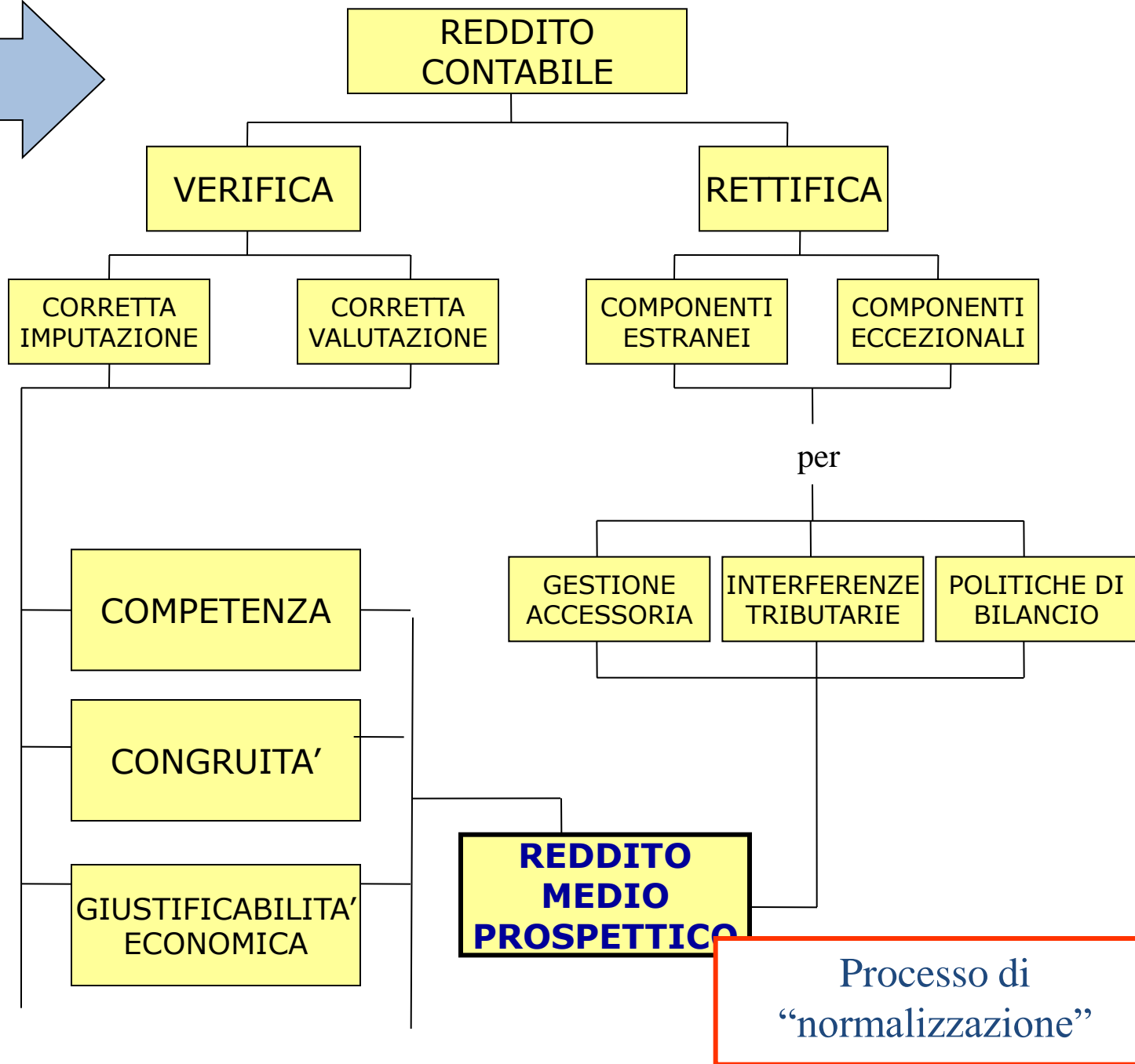
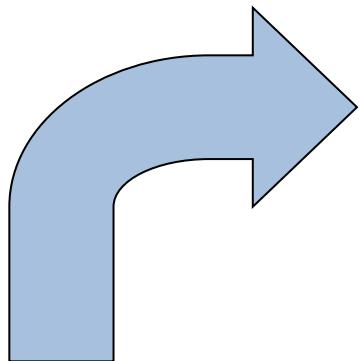
Tipologie di metodi reddituali

- Il metodo reddituale semplice si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito “medio”, “normale”, “duraturo” (*per aziende con vita futura limitata o illimitata*).
- Il metodo reddituale complesso costituisce un’evoluzione del precedente.
 - Attualizza, infatti, i flussi di reddito previsti anno per anno, fino al termine dell’orizzonte temporale del periodo esplicito di previsione, poi stima un VF (*applicazione pressoché limitata alle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni*).

Beni accessori ed avviamento

- I **beni accessori**, cioè gli investimenti non inerenti la gestione caratteristica, sono di regola, come per il metodo patrimoniale, valutati a parte.
 - Un risultato economico non “depurato” dai valori (flussi) extraoperativi potrebbe inficiare l’attendibilità del risultato della valutazione stessa.
- La valutazione dell’**avviamento** non è autonoma (*come nel metodo “misto” → rinvio*), ma ricompresa nella dinamica reddituale.

Struttura logica



Processo di “normalizzazione”

- Il reddito deve essere in primo luogo “*normalizzato*”, cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie, al netto degli oneri finanziari e delle imposte (approccio *Equity Side-Levered*);
- L’obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell’individuare la reale e stabile capacità reddituale dell’azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza;
- La “*normalizzazione*” dei risultati storici è un’elaborazione comprendente:
 - identificazione nel tempo di proventi ed oneri straordinari e valutazione circa il loro trattamento ai fini estimativi;
 - eliminazione di proventi ed oneri estranei alla gestione caratteristica;
 - neutralizzazione delle politiche di bilancio

I metodi misti patrimoniali- reddituale: logica sottostante

- I metodi misti cercano di tener conto contemporaneamente **dell’aspetto patrimoniale**, che introduce nella valutazione elementi di obiettività e verificabilità, e **dell’aspetto reddituale**, essenziale ai fini della determinazione del capitale economico.
- Tali metodi apportano una “correzione reddituale” al valore risultante dall’applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito.
- In pratica, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata “soddisfacente” per l’azienda da valutare consente la quantificazione di un *goodwill* (*badwill*) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato e rivalutato.

Il metodo “U.E.C. complesso”

- **Il metodo misto più diffuso è quello della attualizzazione limitata del sovrareddito (noto come “U.E.C.” in quanto raccomandato dall’*Union Europeenne des Experts Comptables Economiques et Financiers*). In simboli:**

$$W = K + I + a_{n-i} (R - i \times K') + SA$$

dove:

W = Valore del capitale economico della società da valutare

K = Patrimonio netto rettificato “strumentale”

I = Valore degli *Intangibles* non iscritti a bilancio (separabili)

R = Reddito medio normale atteso per la società da valutare

i = Tasso di rendimento “normale” (di settore)

K' = Patrimonio netto rettificato strumentale “complesso” (K' = K + I)

(R - iK') = Sovrareddito (Sottoreddito)

i' = Tasso di attualizzazione

n = Periodo di attualizzazione

a_{n-i} (R - iK') = *Goodwill (Badwill)*

SA = Valore dei beni estranei alla gestione (*Surplus Assets*)

Il metodo “U.E.C. complesso” (segue)

Alcune precisazioni in merito ai tassi i e i' :

Il **tasso i** esprime una misura di rendimento giudicata “soddisfacente”, vale a dire in linea con le aspettative di un generico investitore nel capitale di rischio di una azienda appartenente al medesimo settore di quella oggetto d’analisi

Il **tasso i'** è da intendersi come la combinazione di più elementi:

a) la pura remunerazione finanziaria del capitale investito (tasso *risk-free*)

b) il rischio della specifica azienda (variabilità del suo rendimento atteso rispetto a quella del rendimento medio del mercato azionario)

→ Spesso solo (a)

I metodi misti: limiti e problematiche applicative

- I metodi misti, nati per risolvere le problematiche connesse all'applicazione dei metodi patrimoniali, da un lato, e reddituali, dall'altro, finiscono per “soffrire” dei limiti propri degli uni e degli altri:
 - risentono della soggettività e dell'incertezza tipica dei metodi reddituali;
 - risentono della mancanza di razionalità e scientificità tipica dei metodi patrimoniali.
- In particolare, la “correzione reddituale” introdotta da tali metodi non è certo sufficiente a permettere l'apprezzamento della capacità da parte dell'azienda oggetto di valutazione di produrre stabilmente flussi di reddito a disposizione dei propri azionisti.*