

Obiettivi del capitolo

- ▶ Fornire uno schema di sintesi dei principali approcci e metodi di valutazione del capitale economico
- ▶ Illustrare le caratteristiche fondamentali di tre approcci alla valutazione: approccio patrimoniale, approccio basato sui flussi di risultato, approccio basato sul concetto di *economic profit*

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

Numerose sono pertanto le analogie tra i criteri di valutazione degli investimenti e le metodologie di valutazione del capitale delle imprese. La stima del valore di un'impresa, però, presenta alcune caratteristiche di complessità che ne giustificano una trattazione separata.

Oggetto specifico di analisi in questo capitolo sono le metodologie di determinazione del **capitale economico** aziendale, ovvero del «valore economico attribuibile al capitale proprio di una data azienda, tenuto conto dei frutti che in quest'azienda può trovare» (Onida 1979, p. 643). La stima del capitale economico è certamente necessaria quando l'azienda è oggetto di trasferimento, fusione, conferimento e così via. È però anche realizzabile – ed è auspicabile che ciò accada con una certa periodicità – indipendentemente da operazioni di trasferimento dell'azienda. Ciò al fine prevalente di determinare se l'azienda è in grado di generare valore per i propri azionisti oppure no.

La stima del capitale economico dovrebbe ispirarsi a un fondamentale principio di *neutralità* ovvero a criteri che superino il carattere soggettivo dei giudizi sulle prospettive dell'azienda e sulle caratteristiche di rischiosità che la caratterizzano. La scuola economico-aziendale è tal fine concorde. Così, per esempio, si esprime Guatri: «La valutazione di un'azienda si ispira a concetti, criteri e metodi ai quali si chiede di esprimere una misura dotata nel più altro grado possibile delle seguenti caratteristiche:

- *razionalità*, nel senso che essa deve derivare da un processo logico e chiaro e convincente; e come tale largamente condivisibile. Ciò significa la traduzione in una formula valutativa dotata di tali caratteristiche;
- *dimostrabilità*, nel senso che dev'essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati controllabili;
- *neutralità*, nel senso di escludere scelte meramente soggettive, arbitrarietà immotivate, decisioni non disinteressate e perciò influenzanti senza ragione i risultati delle stime;
- in qualche caso, *stabilità*, intesa nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari» (1998, p. 38).

In aggiunta a queste considerazioni, secondo l'Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers (UEC), gli altri principi a cui dovrebbe ispirarsi un processo di valutazione d'azienda ben condotto sono:

- 1) il principio della relatività del valore, secondo cui la valutazione giunge a risultati differenti in funzione delle diverse occasioni o finalità valutative perseguite;
- 2) il principio della generalità del valore, in base al quale è comunque necessario giungere a elaborare un valore di stima «oggettivo», a prescindere dalle motivazioni e dalle caratteristiche dei soggetti coinvolti nella specifica occasione valutativa e dagli eventuali condizionamenti di natura congiunturale;
- 3) il principio della composizione: il valore di un'azienda dovrebbe essere sempre rappresentativo di una componente patrimoniale e di una componente reddituale, opportunamente pesate tra loro;
- 4) il principio della separazione tra valore e prezzo, a causa della natura diversa che caratterizza i due valori e dello specifico *iter* che conduce alla loro formazione di ciascuno di essi.

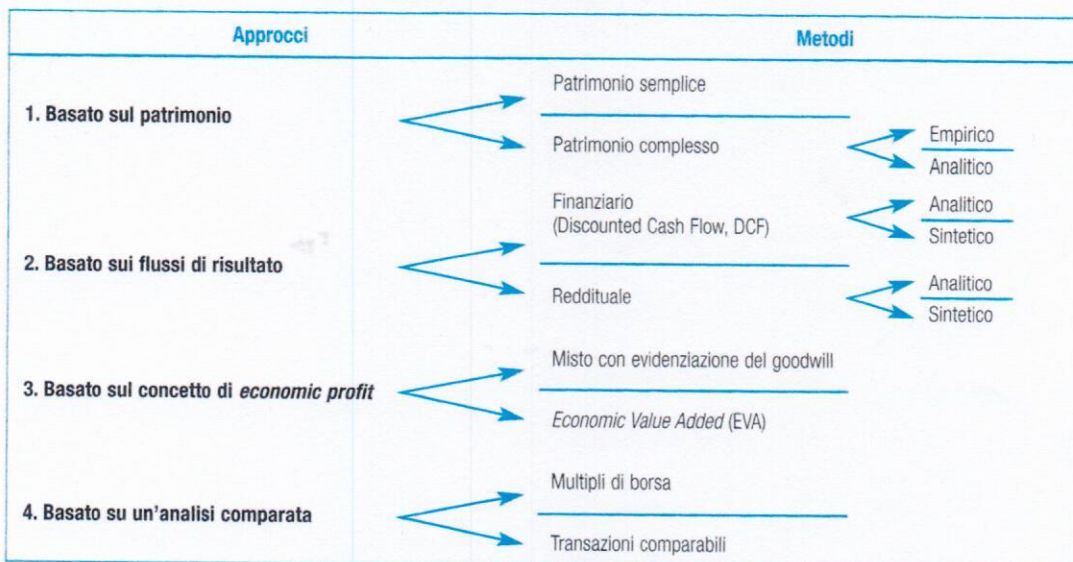
Metodi
e approcci
alla valutazione

Numerosi sono gli approcci utilizzabili per la valutazione del capitale economico. È dunque utile fornire uno schema di sintesi dal quale trarre una visione d'insieme delle metodologie disponibili, evidenziando quelle maggiormente accreditate e diffuse nella dottrina e nella prassi professionale. Distinguiamo innanzitutto gli *approcci* alla valutazione – caratterizzati dalla esplicitazione di una specifica relazione tra valore d'impresa e variabili determinanti – dai *metodi* di valutazione concretamente utilizzabili in ciascun approccio. I principali approcci alla valutazione sono quattro.

- 1) Approccio basato sull'analisi del patrimonio, ovvero sulla stima dei *singoli* elementi del patrimonio aziendale (materiali e immateriali) che concorrono a formare il capitale investito della società.
- 2) Approccio basato sui flussi di risultato: il valore di un'azienda è funzione dei flussi di cassa o di reddito che sarà in grado di generare. Si tratta dell'approccio più coerente con le metodologie di valutazione sviluppate nella finanza d'azienda.
- 3) Approccio basato sul concetto di *economic profit*, ovvero sulla differenza tra il reddito conseguito dall'azienda e il reddito «normale» prevalente nel settore di attività in cui l'azienda è coinvolta. Secondo questo approccio il valore del capitale economico è dato dalla somma di due elementi: il valore degli asset e il valore dei redditi che eccedono il rendimento «normale» atteso dagli asset aziendali.

- 4) Approccio basato su un'analisi comparata. Si tratta di un approccio prevalentemente empirico poiché il valore viene determinato per analogia con il valore di attività simili oggetto di negoziazione sui mercati.

Figura 27.1 Approcci e metodi di valutazione del capitale economico



Fonte: Massari e Zanetti, 2004, p. 5

Non è possibile elaborare una classificazione degli approcci in base alla qualità dei risultati. È vero però che alcuni approcci sono più robusti da un punto di vista concettuale mentre altri trovano maggiore diffusione nella prassi professionale. A tal fine, è possibile affermare – pur con le cautele del caso – che i metodi finanziari (DCF) e comparativo trovano larga applicazione tra le *merchant* e le *investment banks* mentre, al contrario, gli ordini professionali sembrano preferire gli altri due approcci elencati nella Figura 27.1. Ciò a motivo della migliore adattabilità alla cultura economico-aziendale e dei particolari contesti valutativi in cui vengono adottati (perizie svolte a supporto di garanzie societarie, a tutela dei terzi e così via). In questo capitolo viene dedicata specifica attenzione ai primi tre approcci riportati nella Figura 27.1, poiché l'approccio comparativo è oggetto di approfondimento nel capitolo 28.

È necessario introdurre una distinzione tra la prospettiva *asset side* e la prospettiva *equity side* alla valutazione aziendale. Nel primo caso, si perviene al valore del capitale economico *indirettamente*, effettuando prima la stima del valore del capitale operativo e poi sottraendo a esso il valore di mercato della posizione finanziaria netta. Qualora si prescelga l'approccio finanziario, gli elementi fondamentali della valutazione *asset side* sono i flussi monetari operativi (FCFO) e un tasso di attualizzazione espressivo del rendimento medio atteso dai finanziatori aziendali (k o WACC, si veda il capitolo 12). Più in dettaglio, il valore del capitale economico è pari alla somma delle seguenti componenti:

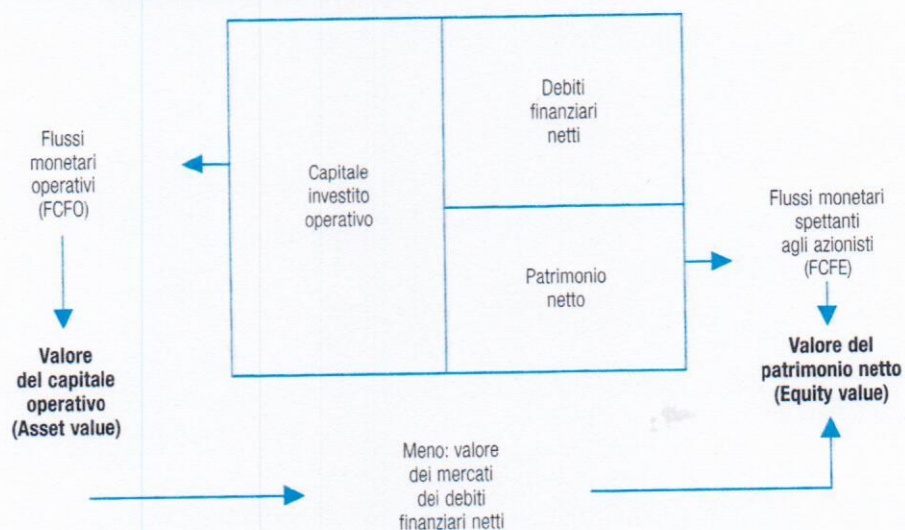
Prospettiva *asset*
ed *equity side*

- i flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati a un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale; *più*
- il valore di mercato di eventuali attività accessorie (*surplus assets*) non legate alla gestione caratteristica. Il valore operativo della società non comprende infatti il valore delle attività accessorie non strumentali; *meno*
- la posizione finanziaria netta dell'azienda espressa a valori di mercato esistente alla data di valutazione.

Nella prospettiva *equity side*, invece, il valore del patrimonio netto viene determinato direttamente, utilizzando i flussi monetari spettanti agli azionisti (FCFE) e attualizzandoli a un tasso espressivo della remunerazione da essi attesa (Figura 27.2).

È importante però sottolineare che le due prospettive di analisi dovrebbero condurre al medesimo risultato in termini di stima del valore del capitale economico, se i parametri adottati nelle formule di valutazioni sono stati determinati con profili coerenti tra loro.

Figura 27.2 Prospettive *asset* ed *equity side*



Fonte: Massari e Zanetti (2004), p. 78

FCFO e FCFE

Esaminiamo adesso come determinare i flussi di cassa delle gestione operativa netto d'imposte (FCFO o *Free Cash Flow from Operations*) e i flussi di cassa netti per gli azionisti (FCFE o *Free Cash Flow to Equity*) utilizzati nelle prospettive di valutazione sopra esaminate. La costruzione di entrambe le tipologie di flusso richiama da vicino la modalità di presentazione del rendiconto finanziario (capitolo 5). Quest'ultimo documento contabile, però, riassume la dinamica finanziaria aziendale adottando una prospettiva *ex post*. Se ci si pone in un'ottica previsionale, tipica della valutazione secondo un approccio finanziario, la proiezione dei FCFO dovrebbe seguire la logica che segue.

Tabella 27.1 Determinazione dei FCFO

Margine operativo lordo
- Variazione del capitale circolante netto commerciale
± Variazione del Fondo TFR
± Investimenti operativi (netti dei disinvestimenti)
- Imposte sul reddito operativo
= FCFO (Flusso di cassa della gestione operativa al netto di imposte)

Si badi che la costruzione dei FCFO richiede la stima delle imposte sul reddito operativo, nell'ipotesi dunque di effetti fiscali delle scelte di indebitamento. L'effetto fiscale delle scelte di finanziamento dovrebbe infatti trovare riflesso nella determinazione del tasso di attualizzazione.

Per quanto riguarda invece la determinazione dei FCFE, la sequenza è quella riportata nella Tabella 27.2.

Tabella 27.2 Determinazione dei FCFE

Margine operativo lordo
- Variazione del capitale circolante netto commerciale
± Variazione del Fondo TFR
± Investimenti operativi (netti dei disinvestimenti)
= FCFO (Flusso di cassa della gestione operativa al lordo di imposte)
- Interessi passivi netti
- Imposte sul reddito d'esercizio
± Variazione del Fondo imposte
± Variazione programmata dell'indebitamento finanziario netto
= FCFE (Flusso monetario netto per gli azionisti)

La determinazione dei FCFE richiede una stima della variazione «programmata» dell'indebitamento finanziario netto. In altri termini, è necessario precisare le scelte di finanziamento future e un obiettivo di struttura finanziaria.

È necessario infine introdurre anche una distinzione tra procedimenti aggregati e disaggregati alla valutazione. Questa distinzione è fondamentale nella valutazione di aziende indebitate, mentre è del tutto irrilevante per le aziende prive di debito. Per le aziende indebitate, infatti, può talvolta essere opportuno (e talvolta più efficace) adottare procedimenti di valutazione disaggregati, separando il valore degli effetti delle scelte di finanziamento dal valore *unlevered* dell'azienda. I procedimenti aggregati, al contrario, considerano gli effetti delle scelte di finanziamento congiuntamente alle scelte operative in un unico addendo della formula di valutazione. In sintesi, dunque, le scelte possibili, *qualora si adotti l'approccio finanziario*, sono illustrate nella Tabella 27.3 dove $k_{E(U)}$ è il costo del capitale azionario *unlevered*, cioè in assenza di indebitamento, T_c è l'aliquota d'imposta sui redditi societari e k_{T_s} è il tasso di sconto dei risparmi d'imposta.

Procedimenti
aggregati e
disaggregati

Tabella 27.3 Prospettive e procedimenti per la valutazione del capitale economico

		Procedimenti	
		Aggregato	Disaggregato
Prospettive	Asset side	$W_{EQUITY} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} - W_D$ (1)	$W_{EQUITY} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+K_{EQUITY})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{D_t \times K_D \times T_C}{(1+K_{TD})^t} - W_D$ (2)
	Equity side	$W_{EQUITY} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+k_E)^t}$ (3)	$W_{EQUITY} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t - (D_t \times K_D \times T_C)}{(1+k_E)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{D_t \times K_D \times T_C}{(1+k_{TD})^t}$ (4)

Il metodo (1) è maggiormente diffuso nella prassi professionale delle banche d'investimento e delle *merchant banks*; il metodo (2) viene normalmente definito **APV (Adjusted Present Value)** ed è stato già oggetto di analisi nel capitolo 17; la formula (3) rappresenta il procedimento diretto di stima del capitale economico mentre la (4) è riportata solo per esigenze di completezza, poiché raramente utilizzata nella pratica.

27.2. Approccio patrimoniale

L'approccio patrimoniale e le metodologie derivate forniscono risultati accettabili soltanto in circostanze molto rare. Ciò non toglie però che le informazioni fornite dall'applicazione di tale approccio possano talvolta essere utili per dare completezza alle stime o per definirne il contenuto in maniera più puntuale.

L'approccio patrimoniale è fondato sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo i quali vengono espressi a valori correnti o aggiornati (rispetto al valore contabile). Gli elementi che compongono l'attivo possono essere distinti in due gruppi, la cui considerazione porta a configurare due modi diversi di concepire la valutazione patrimoniale, a seconda o meno della loro considerazione nell'analisi. Elemento importante per l'applicazione della metodologia è infatti il trattamento riservato agli elementi che formano il «patrimonio immateriale» di un'impresa.

Due sono le metodologie patrimoniali fondamentali:

- 1) i metodi patrimoniali semplici, che valorizzano soltanto le poste iscritte all'attivo e al passivo patrimoniale;
- 2) i metodi patrimoniali complessi, che includono la valorizzazione specifica dei beni immateriali non inclusi nell'attivo, ma che contribuiscono alla generazione di valore.

I metodi patrimoniali semplici trovano applicazione in quasi tutte le classi di aziende, costituendo una base importante per la valutazione del capitale economico; i metodi patrimoniali complessi trovano invece un ambito diffuso di applicazione alle aziende commerciali, bancarie e alle compagnie assicurative.

Metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice giunge a determinare il valore del capitale economico di un'azienda in misura pari al valore del suo patrimonio netto contabile, rettificato in funzione delle differenze tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo e i cor-

rispondenti valori iscritti in bilancio. Il criterio si fonda su una stima analitica degli elementi patrimoniali in capo alla società valorizzati a valori correnti. In particolare:

- gli elementi patrimoniali attivi sono valutati sulla base dei valori (correnti) di riacquisto o ricostituzione degli stessi;
- gli elementi patrimoniali passivi sulla base dei valori (correnti) di estinzione degli stessi.

L'applicazione del metodo patrimoniale semplice comporta l'utilizzo della seguente relazione:

$$W_{EQUITY} = PNR = PNC + \Delta A + \Delta P$$

dove:

E = valore del capitale economico;

PNR = valore del patrimonio netto rettificato (somma del patrimonio netto contabile e delle rettifiche, determinate in funzione delle differenze tra il valore corrente netto degli elementi dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori iscritti in bilancio);

PNC = patrimonio netto contabile;

ΔA = plusvalenze e minusvalenze delle attività;

ΔP = plusvalenze e minusvalenze delle passività;

Il metodo patrimoniale semplice assume come punto di partenza il patrimonio netto contabile di un'azienda depurato dei dividendi per cui è stata decisa la distribuzione. Successivamente si procede:

- alla revisione del valore degli elementi attivi e passivi. Dalla revisione contabile e dall'analisi puntuale dei conti d'ordine possono derivare alcune rettifiche in aumento o in diminuzione del valore del patrimonio netto. Le rettifiche più frequenti riguardano la correzione del valore dei crediti, la valorizzazione dei costi capitalizzati che non hanno un effettivo contenuto patrimoniale, l'esame della congruità dei fondi di fine rapporto del personale;
- a riesprimere in termini di valori correnti gli elementi attivi determinando eventuali plusvalenze e minusvalenze.

L'approccio patrimoniale viene spesso impiegato nella stima del valore di società holding pure (si veda il capitolo 29), ove la presenza contemporanea di più *asset* non è attesa generare valore oltre il risultato derivante dalla semplice somma dei singoli elementi. È ancora Guatri a illustrare con chiarezza questo aspetto: «Solo in poche situazioni i valori patrimoniali esprimono una scelta metodologicamente a se stante, cioè diventano un vero e proprio metodo di valutazione. [...] In presenza di società "contenitori", del tipo delle holding pure e delle società immobiliari pure che sono bensì detentrici di beni (partecipazioni, immobili, liquidità ecc.), ma che nulla aggiungono alle capacità di flusso e ai rischi incorporati negli *asset* di cui sono titolari. In queste situazioni le vere valutazioni attengono ai singoli *asset*, mentre il contenitore non può aggiungere né togliere valore alla somma dei valori singoli, salvo le eventuali conseguenze fiscali legate alle divergenze tra valori di carico e valori correnti degli *asset*. In questo caso la scelta del metodo patrimoniale (cosiddetto

“semplice”) ha proprio il significato di rinuncia a un'autonoma valutazione di flussi e rischi per la società contenitore. Il che significa anche la non-valutazione di autonome strategie e della creazione di valore cui esse sono finalizzate» (Guatri, 1998, p. 212).

Metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale semplice può essere affinato introducendo la stima del valore attribuibile agli elementi immateriali. In questo modo, si tiene conto di alcuni elementi dell'attivo patrimoniale che sfuggono al metodo patrimoniale semplice e che possono invece rivestire un ruolo considerevole nella valutazione del capitale economico. La letteratura finanziaria ha riconosciuto l'importanza di questa evoluzione del metodo patrimoniale: «Mentre, da un lato, i puri criteri patrimoniali perdono inesorabilmente credito nelle costruzioni dottrinali e nelle applicazioni, d'altro lato alcune informazioni patrimoniali rinvigoriscono alla luce di nuovi orientamenti delle ricerche sul valore. Il caso tipico è rappresentato dal crescente interesse legato alla misura del valore degli *intangibile* e della loro dinamica nel tempo» (Guatri, 1998, p. 211).

Il valore del capitale economico ottenuto attraverso il metodo patrimoniale complesso è funzione di due addendi:

- 1) il patrimonio netto rettificato della società, determinato sulla base del patrimonio netto contabile, opportunamente rettificato al fine di riportare a valori correnti di mercato o di stima le attività e le passività patrimoniali di bilancio, e
- 2) il valore attribuibile ai beni immateriali non inclusi nell'attivo.

I metodi patrimoniali complessi possono essere distinti in:

- *metodi di primo grado*, i quali tengono conto della valorizzazione dei beni immateriali contabilizzati e dotati di valore di mercato. Si tratta dei marchi, brevetti, concessioni e licenze. In questo caso, si procede a determinare il valore corrente di ciascun elemento e a determinare le eventuali plusvalenze e minusvalenze;
- *metodi di secondo grado*, che includono anche i beni immateriali non contabilizzati ma dotati di valore di mercato. Il valore viene determinato esclusivamente per i beni che possono essere oggetto di trasferimento autonomo (rete di vendita, personale). Non sono invece valutabili separatamente beni come l'immagine, la quota di mercato, la clientela e così via.

La valorizzazione dei beni immateriali può avvenire utilizzando il criterio:

- *analitico*, basato su ipotesi razionali, motivate e documentabili. I criteri analitici più diffusi sono:
 - il valore residuo dei costi sostenuti per ottenere tali beni. Si riesprimono cioè a prezzi correnti i costi sostenuti in passato, al netto della eventuale perdita di valore;
 - l'attualizzazione dei costi da sostenere per riprodurre i beni oggetto di valutazione. In altri termini, si procede a stimare il costo che occorrerebbe sostenere per riprodurre i beni immateriali, procedendo poi a rettificare tale valore per tenere conto delle condizioni d'uso del bene;
 - l'attualizzazione dei redditi differenziali e i benefici specifici generati dal possesso dei beni;
 - l'attualizzazione delle perdite che si sosterebbero nel caso i beni venissero ceduti.

- *empirico*, fondato sull'applicazione di parametri dedotti dall'osservazione del comportamento degli operatori (per esempio, nella valutazione delle banche, delle assicurazioni, delle SIM).

27.3. 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. A differenza dell'approccio patrimoniale, l'approccio basato sui flussi di risultato pone minore attenzione sulle grandezze stock cumulatesi in passato in azienda, poiché il valore del capitale economico è il risultato dei frutti che l'azienda è attesa generare per i propri azionisti. A seconda poi di come vengano definiti i flussi, si distinguono i metodi finanziari dai metodi reddituali.

Metodo finanziario

Il metodo finanziario ravvisa nella capacità dell'azienda di produrre *flussi di cassa* l'elemento fondamentale ai fini della valutazione del capitale economico. La metodologia finanziaria rispetta i principi della teoria finanziaria, poiché fondata sul calcolo dei flussi di cassa relativi alla gestione aziendale, valorizzati in relazione alla loro distribuzione nel tempo e attualizzandoli a un tasso che rifletta il grado di rischio dell'investimento stesso. In quanto tale, è una metodologia del tutto equiparabile al criterio del valore attuale netto illustrato per le decisioni d'investimento aziendale nei capitoli 13 e 14. Il metodo finanziario può essere applicato attraverso tre procedimenti fondamentali.

I procedimenti sintetici sono fondati sul ricorso a formule sintetiche perché ipotizzano la costanza di alcuni parametri utilizzati nella valutazione. Si tratta di procedimenti divisibili in tre circostanze.

Procedimenti
sintetici

- 1) Quando le aziende operano in condizioni di equilibrio (*steady state*). Affinché un'azienda possa essere definita in *steady state*, è necessario che si realizzino le seguenti ipotesi:
 - i ricavi e i costi unitari sono costanti;
 - l'azienda non registra fenomeni di crescita (e le variazioni di capitale circolante netto commerciali sono pressoché nulle);
 - gli investimenti di rinnovo eguagliano gli ammortamenti;
 - il rapporto d'indebitamento non muta nel tempo.

Da un punto di vista di matematica finanziaria, si tratta di situazioni riconducibili alle rendite perpetue. Ne consegue che le due varianti (*asset side* ed *equity side*) disponibili per stimare il valore del capitale economico sono:

Asset side	Equity side
$W_{EQUITY} = \frac{FCFO}{WACC} - W_D$	$W_{EQUITY} = \frac{FCFE}{k_E}$

Nelle situazioni *steady state*, il FCFO tende a coincidere con il risultato operativo al netto delle imposte, mentre il FCFE tende a coincidere con l'utile netto. Il lettore può agevolmente verificare la validità di quest'affermazione confrontando la descrizione dei flussi contenuta nelle Tabelle 27.1 e 27.2 con le ipotesi *steady state* sopra elencate.

- 2) Quando il profilo di crescita dei flussi di cassa delle aziende è stabile e costante nel tempo (*steady growth*). Si tratta di situazioni riconducibili alle rendite perpetue a tassi costanti (capitolo 7). Se si definisce con g il tasso di crescita del flusso di cassa atteso su un orizzonte temporale indefinito e con $FCFO_1$ e $FCFE_1$ il flusso di cassa atteso per l'esercizio seguente, il valore del capitale economico può essere così ottenuto:

Asset side	Equity side
$W_{EQUITY} = \frac{FCFO_1}{WACC - g} - W_D$	$W_{EQUITY} = \frac{FCFE_1}{k_E - g}$

- 3) Quando la crescita dei flussi di cassa è costante ma di durata limitata. È il caso di situazioni riconducibili a una crescita temporanea ovvero a una rendita crescente per T anni a tasso. Al di fuori di settori circoscritti (come per esempio le *public utilities*), è difficile accettare l'ipotesi che l'azienda continui a crescere illimitatamente allo stesso tasso, come previsto al punto 2). È invece spesso più realistico assumere che la crescita abbia durata limitata e che, al termine del periodo di crescita, l'azienda permanga in una situazione di equilibrio (*steady state*). In questi casi le formule di valutazione divengono:

Asset side	Equity side
$W_{EQUITY} = \frac{FCFO_1 \times \left[1 - \frac{(1+g)^T}{(1+WACC)^T} \right]}{WACC - g} + \frac{FCFO_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - W_D$	$W_{EQUITY} = \frac{FCFE_1 \times \left[1 - \frac{(1+g)^T}{(1+k_E)^T} \right]}{k_E - g} + \frac{FCFE_{T+1}}{k_E \times (1+k_E)^T}$

- 4) Esiste infine una quarta circostanza in cui è possibile applicare il procedimento sintetico: la metodologia di valutazione *a due stadi*. Si tratta di situazioni in cui l'azienda attraversa una crescita *differenziata*, ripartibile in due sottoperiodi: un periodo iniziale di crescita intensa, destinato a esaurirsi nell'arco di pochi anni; un periodo successivo in cui l'azienda cresce a tassi costanti ma più moderati. Per evitare di appesantire il capitolo con un eccesso di formule, si preferisce però rimandare il lettore interessato a questa metodologia alla bibliografia riportata in coda al capitolo.

Procedimenti analitici

I procedimenti analitici sono applicabili quando le valutazioni hanno un orizzonte temporale definito e il flusso di cassa è prevedibile periodo per periodo. I procedimenti analitici possono essere utilizzati in concreto quando l'azienda ha vita limitata e il periodo

finale di attività è noto al momento in cui si effettua la valutazione (per esempio, le aziende che operano in regime di concessione non rinnovabile o estendibile nel tempo). È un procedimento del tutto simile a quello esaminato a proposito del calcolo del valore attuale lordo delle iniziative d'investimento.

Le due varianti della formula della valutazione sono esprimibili come segue:

Asset side	Equity side
$W_{EQUITY} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} - W_D$	$W_{EQUITY} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+k_E)^t}$

In base ai procedimenti analitici con *terminal value* il valore del capitale economico può essere ottenuto sommando il valore attuale dei flussi durante la previsione analitica e il valore attuale dei flussi dopo la previsione analitica (*terminal value*). Le metriche analitiche con *terminal value* trovano utilizzo soprattutto nei casi delle aziende «non a regime» e che dunque si trovano in «disequilibrio» temporaneo. Poiché l'ampiezza del periodo di previsione analitica è comunque limitata (raramente viene superato l'orizzonte temporale decennale), si rende necessario stimare il valore aziendale alla fine dell'orizzonte temporale su cui si estende il piano. Mentre la stima della porzione del valore complessivo attribuibile al periodo di previsione analitica è effettuata con le formule dei procedimenti analitici, la stima del valore a regime può avvenire per il tramite di diverse metodologie. Di seguito si riporta per semplicità la formula che considera la sola metodologia di valutazione sintetica, mentre le formule costruite utilizzando la metodologia dei multipli per la stima del *terminal value* possono essere approfondite nella bibliografia di riferimento. Nelle formule di seguito esposte, il valore a regime è stimato attraverso la formula di Gordon (capitolo 7), dunque adottando l'ipotesi che una volta raggiunta la capacità di produzione di flussi di cassa a regime, l'azienda continui a crescere costantemente al tasso g .

Procedimenti
analitici con
terminal value

Asset side	Equity side
$W_{EQUITY} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFO_{T+1}}{(WACC-g)} \frac{1}{(1+WACC)^T} - W_D$	$W_{EQUITY} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+k_E)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(k_E-g)} \frac{1}{(1+k_E)^T}$

Il metodo analitico con *terminal value* rappresenta la metodologia preferibile quando l'azienda non si trova in situazioni di equilibrio o quando sono previsti significativi interventi sulla gestione che modificano il profilo dei flussi per un numero limitato di anni. È il caso, per esempio, delle operazioni d'integrazione previste a seguito di un'acquisizione.

Secondo Massari e Zanetti (2004), il metodo analitico con *terminal value* è la metodologia finanziaria più diffusa tra gli operatori. In particolare, la costruzione avviene considerando:

- «le proiezioni analitiche dei flussi hanno una durata di 7-10 anni (che può arrivare a fino a 10-15 anni in taluni settori) e riguardano il piano redatto dal management, più un'ulteriore estensione dello stesso in funzione delle caratteristiche del business che si ritiene utile rappresentare;

- il *terminal value*, stimato sulla base del flusso dell'ultimo anno di proiezione, opportunamente normalizzato (spesso il flusso rilevante ai fini della stima del *terminal value* è ottenuto sulla base della media dei flussi degli ultimi 2-3 anni di piano analitico).

Metodo reddituale

La metodologia reddituale perviene alla stima del valore del capitale economico considerando la redditività che l'azienda è in grado di generare in chiave prospettica, individuando nella contrapposizione tra ricavi e costi di competenza dell'esercizio il *driver* fondamentale del valore.

Il valore è quindi posto funzione dei seguenti fattori:

- il flusso dei redditi futuri attesi nell'arco temporale assunto nella valutazione;
- il tasso di capitalizzazione (attualizzazione) espressivo del rendimento/rischio del capitale.

Il valore del capitale economico di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi netti futuri, attualizzati al tasso di rendimento atteso dal capitale di rischio.

Anche i metodi reddituali possono essere ripartiti in due gruppi principali.

Metodi analitici

I metodi analitici sono caratterizzati dal fatto che la stima dei flussi di reddito è realizzata anno per anno, lungo l'intero periodo di previsione analitico. Il metodo analitico «a tempo definito» fonda la valutazione del capitale economico esclusivamente sulla stima di un valore medio-normale del reddito e sull'ipotesi della sua producibilità per archi temporali piuttosto protratti. Il metodo analitico «a tempo definito e con valore a regime» segue invece la stessa logica dei metodi finanziari con *terminal value*: al valore analitico definito, viene aggiunta una stima del valore «a regime» realizzata tramite la capitalizzazione perpetua del reddito medio-normale a un idoneo tasso k_E . Questo metodo consente di tenere conto della capacità di reddito dell'azienda oltre il periodo di previsione analitica quando si ritiene poco agevole la predisposizione di una previsione dettagliata dei redditi periodali generati dall'azienda.

Metodi sintetici

I metodi sintetici sono fondati sulla stima di un valore medio-normale del reddito e sull'ipotesi di una producibilità in un periodo di tempo piuttosto protratto. I metodi sintetici richiedono la stima del reddito medio-normale (o normalizzato) corrispondente alla configurazione di reddito cui si perviene dopo opportune operazioni di rettifica del flusso di reddito volte a evitare distorsioni che gravano sul reddito contabile. Quando è ragionevole ipotizzare che l'intervallo temporale di valutazione sia definito, la formula concretamente utilizzabile è quella di un rendita annua posticipata di durata n (capitolo 7). Si tratta, per esempio, di imprese che operano sulla base di concessioni di pubblici servizi, oppure in regime di autorizzazione e licenze di produzione. Per orizzonti temporali indefiniti, ovvero quando l'azienda ritiene di generare in condizioni di equilibrio un flusso di risultati reddituali stabili nel tempo, la relazione è invece riconducibile alla rendita perpetua.

Rendita perpetua	Rendita di durata n
$W_{EQUITY} = \frac{R}{k_E}$	$W_{EQUITY} = R \times a_{n-k_E}$

dove:

R = reddito medio-normale generato dall'azienda nel periodo di valutazione;
 a_{n-k_E} = fattore di attualizzazione della rendita di un'unità di capitale per n anni al tasso k_E .

Esaminiamo adesso tre importanti aspetti applicati del metodo reddituale.

- 1) **La «normalizzazione» dei redditi contabili.** La necessità di procedere a normalizzare il reddito storicamente prodotto dall'azienda deriva dal fatto che a base della valutazione deve essere posta una configurazione di reddito «medio» rettificato di tutte le componenti straordinarie, non ricorrenti ed estranee alla gestione in grado di aumentare o diminuire il risultato prodotto nei singoli esercizi. Si tratta essenzialmente delle operazioni di rettifica riguardanti l'eliminazione:
 - di componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze, sopravvenienze attive e passive) non aventi carattere di ripetitività;
 - di componenti estranee alla gestione corrente (per esempio, contributi in conto capitale);
 - degli effetti provenienti dalle risorse intangibili (se il reddito ottenuto è molto influenzato dal risultato degli investimenti prodotti dalle risorse intangibili, è opportuno distribuire nel tempo i costi sostenuti per l'investimento in beni immateriali);
 - di componenti di reddito solo apparenti (per esempio, per depurare il reddito dagli utili fittizi rilevati in periodi di elevata inflazione).
- 2) **La metodologia di stima del flusso dei redditi futuri attesi nell'arco temporale assunto nella valutazione.** La misura di reddito da utilizzare dovrebbe essere rappresentativa della capacità di reddito che l'azienda è in grado di esprimere al momento in cui viene effettuata la valutazione. A tal fine, i dati storici rappresentano sempre un importante elemento di base per stimare la capacità di reddito *future* dell'azienda, nell'ipotesi naturalmente che la ripetizione anche nei periodi futuri di tale capacità. L'impiego del metodo di proiezione dei risultati storici si fonda su un'accurata analisi delle circostanze e dei dati del passato, con riferimento a un periodo non troppo breve; tali circostanze e dati vengono interpretati anche nella loro dipendenza da specifici fattori e nelle tendenze che dimostrano. Per essere applicato, il procedimento esige che siano individuabili alcune variabili esplicative, i cui spostamenti influenzano notevolmente i flussi attesi dell'azienda, e che esista un meccanismo di calcolo idoneo a stimare con sufficiente chiarezza come la dinamica delle variabili esplicative si rifletta sulla misura del flusso atteso. La critica fondamentale alla proiezione dei risultati storici riguarda il rischio che, mutando lo scenario relativo ai fattori rilevanti della valutazione, possano determinarsi risultati sostanzialmente diversi da quelli ottenuti storicamente. Si rende perciò necessario che la proiezione dei risultati storici non vada oltre pochi anni, con un limite massimo che la prassi è solita individuare in cinque anni.

Il metodo dei risultati programmati fa invece riferimento all'uso, sempre più frequente, di documenti formalizzati (budget, piani pluriennali) atti a esprimere le attese economiche del prossimo futuro. L'utilizzo dei dati della programmazione deve tenere conto degli obiettivi della programmazione stessa, a seconda che essa sia costruita con intenti di stimolo o di cautela. Sono comunque da tenere in considerazione il livello di esperienza e di accuratezza con cui l'impresa interessata alla valutazione dell'impresa affronta il tema della programmazione. Situazioni caratterizzate da un'efficace organizzazione dell'attività programmatoria, da lunga esperienza o da risultati del passato dimostratisi attendibili, esprimono una condizione di alta credibilità. La qualità dell'attività di programmazione va dunque attentamente analizzata per decidere se i risultati che essa esprime meritino o meno fiducia. In sostanza, condizione essenziale è che i piani siano fondati su ipotesi ragionevoli, accettabili e dimostrabili anche nel quadro di sviluppo del settore.

- 3) **La stima del tasso di attualizzazione espressivo del rendimento/costo opportunità del capitale.** Tale tasso dovrebbe essere determinato rispettando il principio di coerenza con la configurazione di flusso prescelta. Se si tratta di redditi netti, il tasso più opportuno è dato dal costo del capitale di rischio. Al contrario, se i redditi sono espressi al lordo degli interessi passivi, il tasso dovrà incorporare il costo delle risorse finanziarie utilizzate per la realizzazione dell'investimento, e quindi includere anche il costo del capitale di debito.

27.4. Approccio basato sul concetto di *economic profit*

L'approccio basato sul concetto di *economic profit* è fondato sull'idea che il valore del capitale economico sia la somma di due addendi: il valore delle attività aziendali in essere e il valore dei redditi che superano il rendimento atteso dalle attività stesse. L'*economic profit* si crea appunto quando tale eccedenza esiste ed è positiva.

I metodi basati sul concetto di *economic profit* sono principalmente due:

- il metodo misto con evidenziazione dell'avviamento;
- il metodo dell'Economic Value Added (EVA).

Metodo dell'EVA

Esaminiamo in maggior dettaglio il metodo misto rimandando il lettore alla lettura del capitolo 14 per l'esposizione del metodo dell'EVA. Basti qui evidenziare che l'EVA – più che essere un metodo di valutazione del capitale economico – è in realtà una metodologia di valutazione della performance aziendale e una misura della capacità del management di creare valore in via durevole e stabile. Come il ROE e il ROI, anche l'EVA è un indicatore di performance ma da questi si discosta per il fatto di considerare anche il costo del capitale investito. A differenza del ROE e del ROI, inoltre, l'EVA utilizza nozioni di reddito e di capitale investito ampiamente modificate volte a pervenire a un valore del capitale investito rettificato e al reddito normalizzato, ricostruito partendo dal reddito operativo.

L'EVA può essere considerato un metodo di valutazione del capitale economico se l'ottica utilizzata è prospettica e dunque se i dati utilizzati nell'analisi fanno riferimento alle attese di generazione futura di nuovo valore. In questi casi, il valore del capitale econo-

mico è ottenuto sommando il valore attuale di tutti gli EVA attesi al valore del capitale investito rettificato (denominato *Market Value Added*, o MVA):

$$W_{EQUITY} = \text{Capitale investito rettificato} + MVA - W_D$$

Nella pratica delle valutazioni aziendali, il metodo misto patrimoniale-reddituale è ben noto e di frequente utilizzo, fondendo i principi essenziali dei metodi patrimoniali e reddituali. La caratteristica essenziale è la ricerca del valore del capitale economico che consideri contemporaneamente l'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale senza peraltro trascurare le attese reddituali che pur rappresentano una componente essenziale del valore del capitale economico. Metodo misto

Il criterio del metodo misto giunge alla determinazione del valore del capitale economico sulla base di due elementi:

- il valore del patrimonio netto rettificato;
- il valore dell'avviamento (*goodwill*) originato dalla capacità dell'impresa di generare un extra-rendimento positivo (o negativo) rispetto al rendimento normale atteso dal business.

Laddove, a parità di capitali impiegati, la capacità di produzione di redditi ecceda le attese normali degli investitori si è in presenza di un avviamento (*goodwill*) che testimonia la capacità dell'azienda di generare sovraredditi, rispetto ad aziende similari. Nel caso opposto si parla di avviamento negativo (*badwill*).

La somma del patrimonio netto rettificato e dell'avviamento è sempre compresa in un intervallo che ha come valore inferiore il patrimonio netto a valori di liquidazione e valore superiore il valore ottenibile con il metodo reddituale puro.

Il criterio misto è applicabile alle aziende mature e consolidate, per le quali si ponga il problema della valutazione delle capacità di soddisfare le attese reddituali della proprietà, a fronte degli investimenti sostenuti. Esso si presta inoltre alla valutazione di aziende in perdita. I metodi misti disponibili sono principalmente due:

- 1) metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio (o sovra-reddito medio);
- 2) metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio.

Il primo metodo si basa sull'applicazione della seguente relazione:

$$W_{EQUITY} = PNR + a_{n,i'}(R - i \times PNR)$$

dove:

- R = reddito normalizzato d'impresa;
- i = tasso di rendimento normale per il settore di appartenenza dell'impresa;
- i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito aziendale;
- n = numero di anni di determinazione del sovrareddito;
- PNR = patrimonio netto rettificato;

ove il termine $a_{n,i'}(R - i \times PNR)$ rappresenta la componente del valore legata alla stima autonoma del valore dell'avviamento.

L'individuazione di un n appropriato è a fondamento dell'intero procedimento, il quale si basa infatti su una durata limitata del sovrareddito, in quanto si suppone che le condizioni generatrici di sovrareddito non possano permanere indefinitamente ma siano invece destinate ad attenuarsi in un arco temporale definito.

Per quanto riguarda il tasso di attualizzazione del sovrareddito (i') esso misura il rischio che il sovrareddito possa non ripetersi nel tempo. È dunque ottenuto maggiorando il tasso di rendimento i in funzione al rischio che il vantaggio competitivo possa deteriorarsi nel tempo. In altri termini, i' è maggiore di i perché tiene conto del maggior rischio del conseguimento del sovrareddito rispetto al reddito.

In luogo del valore attuale del profitto di n anni, un'alternativa semplificatrice al metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio consiste nella stima dell'avviamento in misura pari a n volte il profitto, cioè:

$$W_{\text{EQUITY}} = \text{PNR} + n \times (R - i \times \text{PNR})$$

Il metodo della capitalizzazione illimitata del reddito medio definisce il valore dell'azienda come somma del patrimonio netto rettificato e di un avviamento calcolato come una rendita temporalmente illimitata del sovrareddito. L'ipotesi accolta è dunque che il sovrareddito si produca indefinitamente nel tempo.

Conclusioni

La valutazione del capitale economico di un'azienda è un tema estremamente complesso data l'incertezza che grava sulla stima dei parametri e per la numerosità degli approcci disponibili. Dal punto di vista concettuale gli approcci maggiormente fondati su elementi di razionalità sono quelli fondati sui flussi di risultato e sul concetto di *economic profit*. Meno robusti sono invece l'approccio patrimoniale e l'approccio comparativo. Il primo, infatti, non tiene conto della capacità dell'azienda di «generare frutti» in futuro, fondando invece la valutazione esclusivamente su grandezze-fondo che rappresentano l'insieme dei risultati passati; il secondo, invece, è eccessivamente legato alla congiuntura di mercato e alle specifiche caratteristiche delle aziende prescelte a titolo di confronto.

L'approccio fondato sui flussi di risultato è invece caratterizzato in via pressoché esclusiva su valori di flusso che traducono la speranza di rendimenti futuri. Il dibattito, tuttora acceso in dottrina e tra gli operatori, è incentrato sull'individuazione del flusso di cassa maggiormente idoneo a rappresentare il valore economico del capitale: il reddito oppure il flusso di cassa. Ad avviso dei sostenitori dell'approccio finanziario, il reddito d'esercizio rappresenta un posta contabile non necessariamente espressiva della ricchezza che l'azienda è in grado di produrre. Dal canto loro, invece, i sostenitori del metodo reddituale evidenziano il peso delle ipotesi sottostanti l'applicazione del metodo finanziario, eccessivamente influenzate da componenti soggettive e arbitrarie.

Il lettore dovrebbe comunque ricordare che la qualità degli approcci e dei metodi di valutazione dovrebbe essere in ultima analisi apprezzata facendo sempre riferimento a quattro elementi fondamentali:

- *razionalità;*
- *dimostrabilità;*
- *neutralità;*
- *stabilità.*

Quanto più l'approccio prescelto si allontana da questi elementi, tanta maggior cautela dovrebbe caratterizzare il comportamento del valutatore nella sua applicazione.