

A metodi di valutazione di azienda

A cura del prof. Michele Rutigliano

A cosa servono le valutazioni ?

- Nelle compravendite di quote e di pacchetti azionari di riferimento fra privati (valutazioni *stand alone*)
- In sede di determinazione del prezzo di offerta (IPO) al mercato
- Nella selezione delle migliori opportunità del mercato finanziario
- Nelle operazioni straordinarie (conferimento, fusione, scissione per determinare la congruità dei rapporti di cambio)
- In operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione (aumenti in denaro o in natura)

Agenda

- Il metodo patrimoniale
- Il metodo reddituale
- I metodi misti
- Il metodo finanziario
- Il metodo EVA

Il metodo patrimoniale

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
- 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)

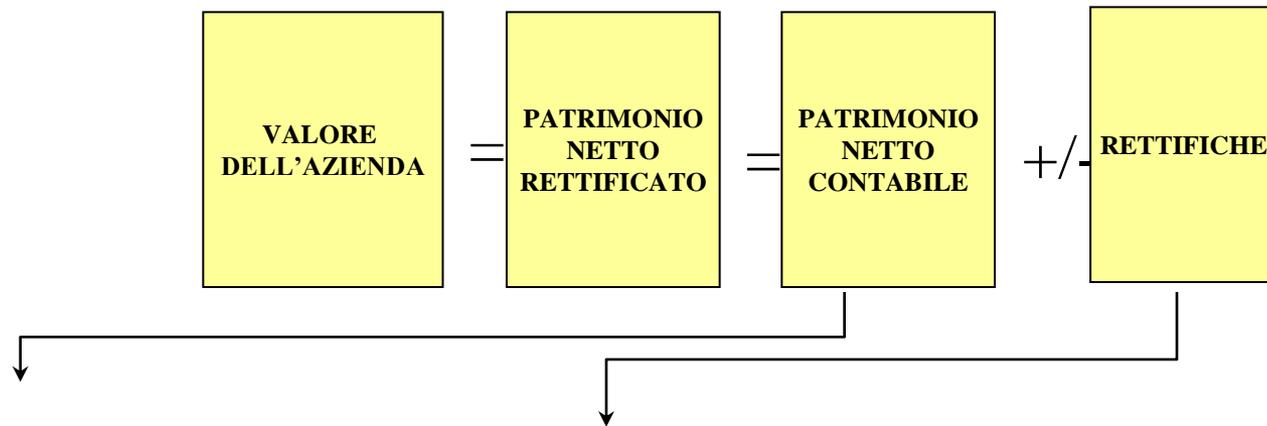
- È controverso se valutare, alla stessa stregua degli elementi patrimoniali inerenti la gestione caratteristica dell'azienda, anche le voci riguardanti i cosiddetti beni “accessori”, beni estranei all'attività economica tipica dell'azienda (immobili civili, terreni edificabili, partecipazioni non di 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



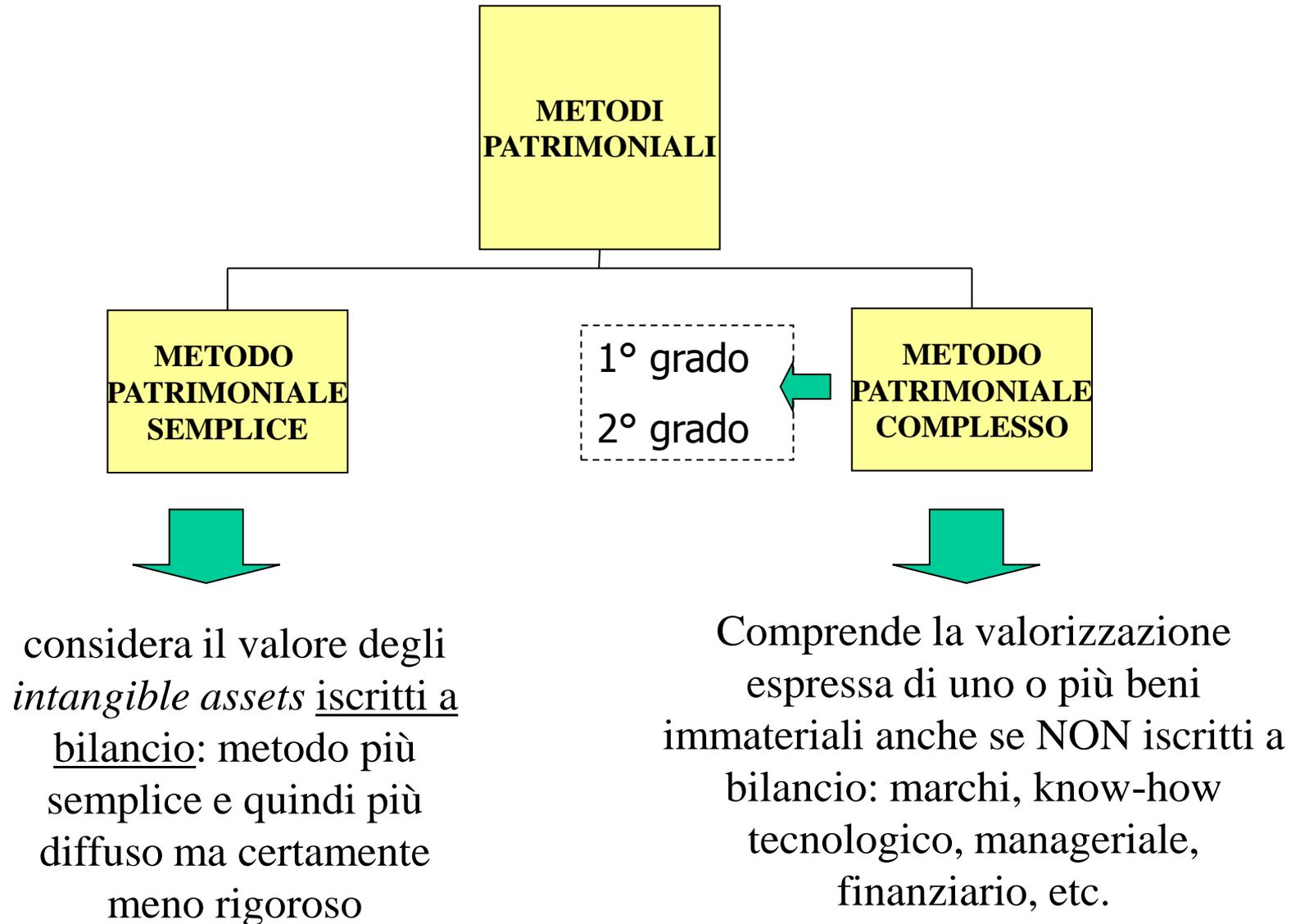
*Punto di partenza:
è la situazione
patrimoniale
dell'azienda,
espressa con valori
di funzionamento*

*Il capitale netto
contabile viene
rettificato, 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 rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto. Rende attuale ed aggiornato il valore relativo al patrimonio dell'azienda

$$V = K$$

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

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

Metodo patrimoniale complesso (primo 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 (purchè “separabili”)

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

I= valore degli elementi immateriali

$$\mathbf{V = K + I}$$

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

$$\mathbf{V = K + I}$$

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale 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

Esempio di valutazione condotta secondo il metodo patrimoniale complesso (primo grado)

– Capitale netto contabile	12.000 (€/000)
<hr/>	
– Plusvalenze su:	7.500
• immobili civili	2.000
• immobilizzazioni tecniche	1.800
• magazzino	2.700
• partecipazioni	1.000
<hr/>	
– Minusvalenze su	(800)
• crediti	
<hr/>	
– Valore di beni immateriali (non iscritti a bilancio):	2.600
• marchi	
<hr/>	
– Oneri fiscali potenziali	(3.069)*
(al netto dei benefici da minusvalenze)	
<hr/>	
– Patrimonio Netto Rettificato	18.231
<hr/>	
– Valore beni “estranei” alla gestione caratteristica	
• immobili civili	(2.000)
• partecipazioni da smobilizzare	(400)
– Patrimonio netto rettificato “strumentale”	15.831

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

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

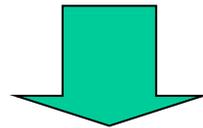
VF = Valore finale (rinvio)

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

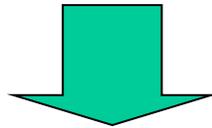
- Reddito medio prospettico = € 500.000
- Tasso di attualizzazione = 10%



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

Esempio di calcolo con orizzonte temporale limitato

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



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

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

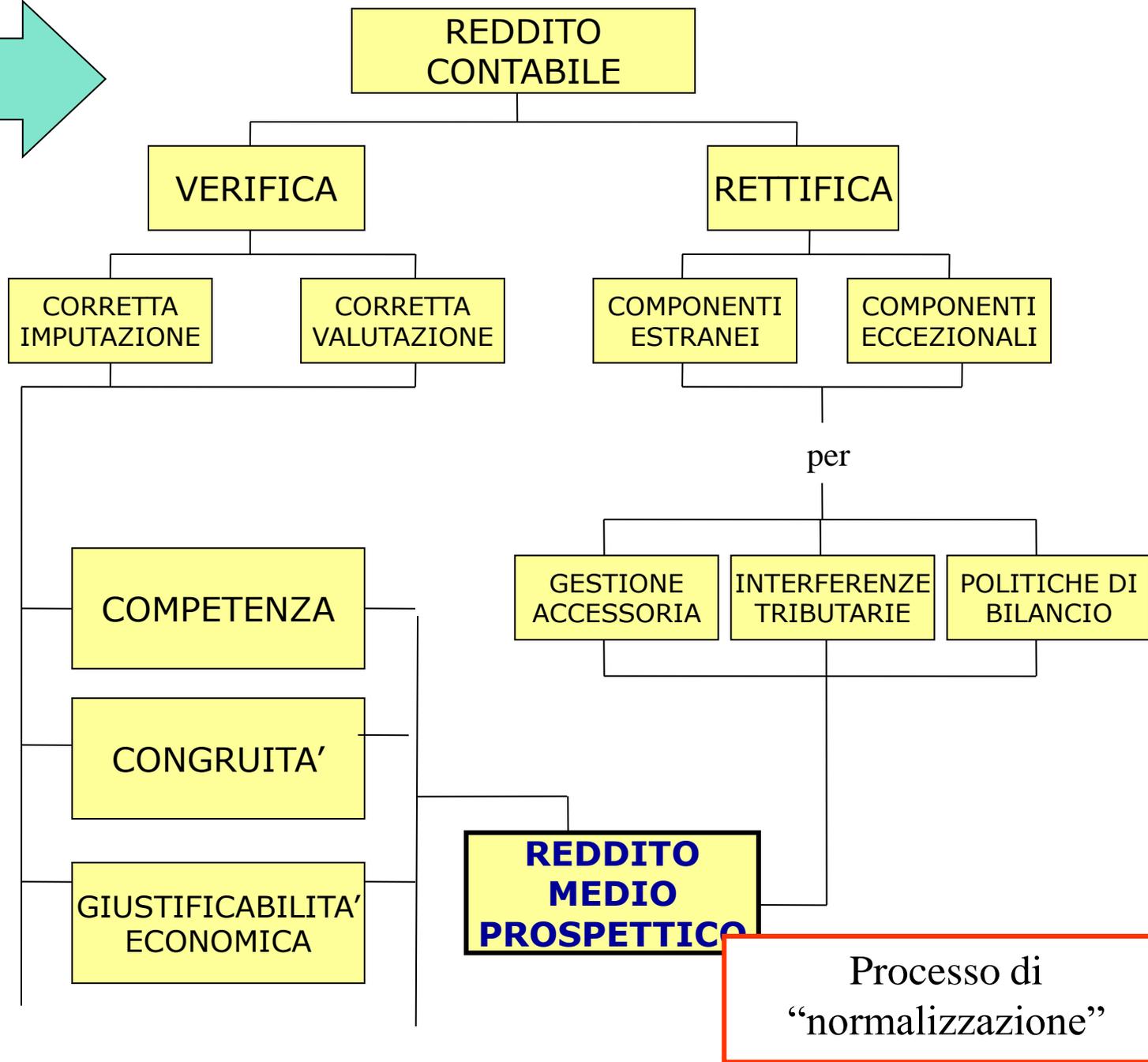
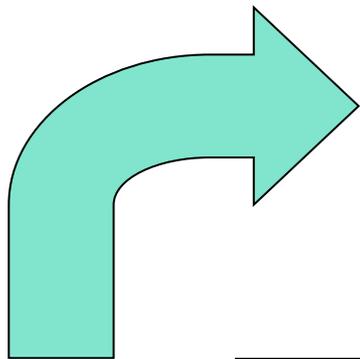
Tipologie di metodi reddituali

- 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 preso in considerazione (*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, 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

Tasso di attualizzazione

- Il tasso di attualizzazione esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa.
- La scelta del tasso è un *elemento soggettivo di valutazione* che può creare effetti distorsivi notevoli sul risultato della valutazione stessa.
- Il tasso di attualizzazione deve considerare in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio un **premio** per l'investimento in attività d'impresa, che rifletta un rischio “di mercato” e un rischio di settore/impresa.

I metodi reddituali: il tasso di attualizzazione

La metodologia più usata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. In simboli:

$$k_E = r_f + \beta [R_M - r_f]$$


Premio al rischio

dove:

k_E = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio = costo dell'equity

r_f = tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio

β = parametro espressivo del rischio della società da valutare

R_M = rendimento medio espresso dal mercato azionario

BETA

E' un parametro specifico di ogni singola azione indicando la relazione strutturale tra il rendimento del titolo con quello generale di mercato nello stesso periodo.

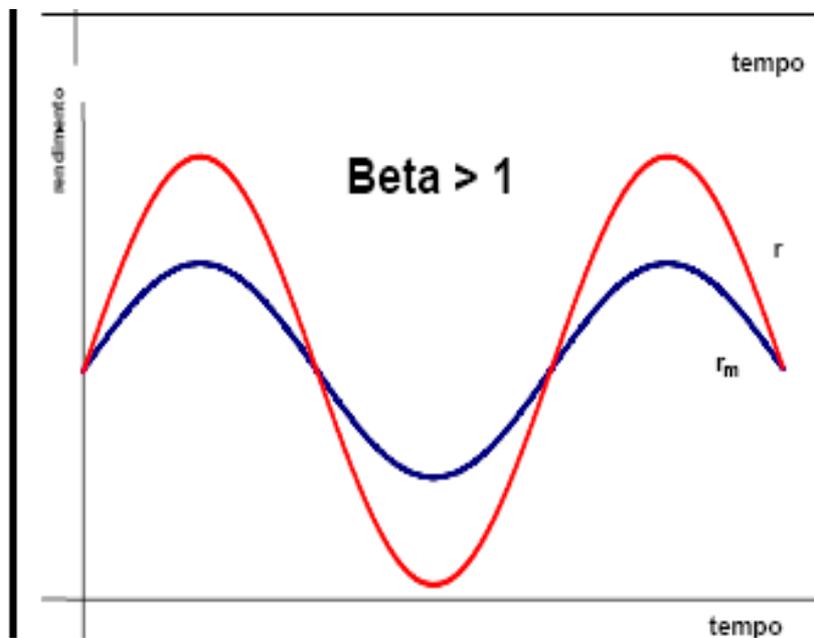
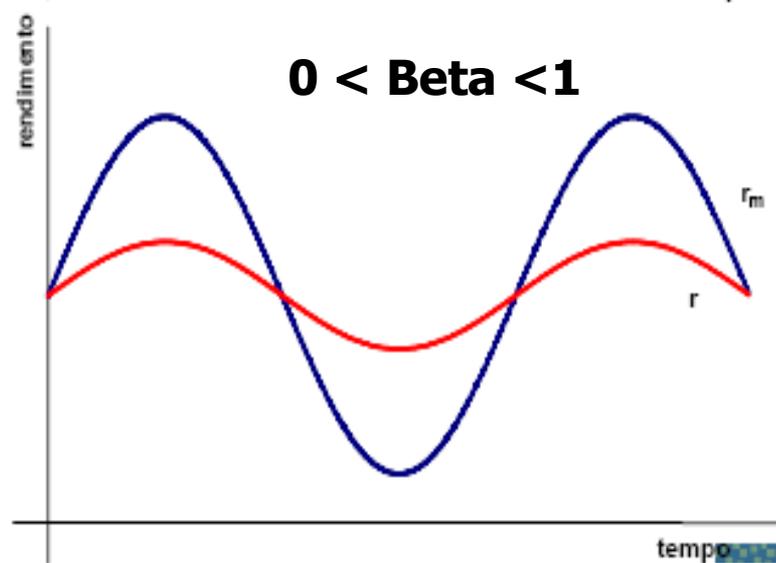
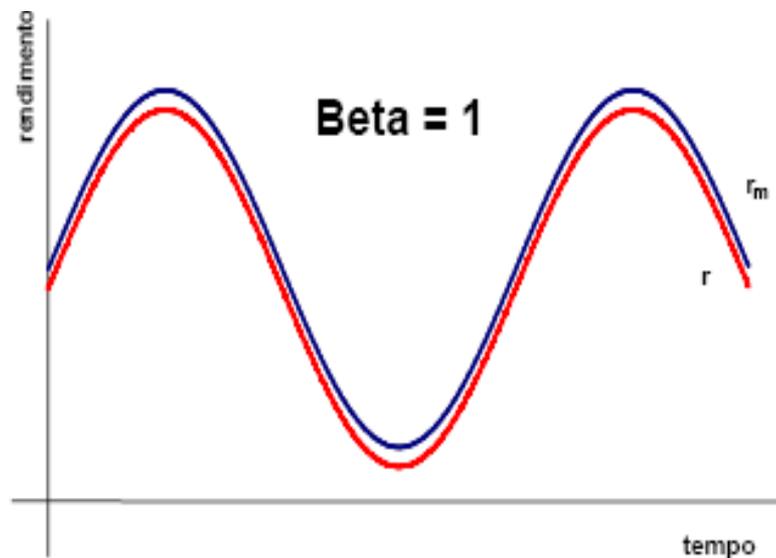
Beta contraddistingue i titoli con i seguenti coefficienti :

Beta >1 = il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso. E' elevato il rischio che si assume su questi titoli nel caso in cui, assunta una posizione, il mercato si muova in maniera opposta alle aspettative;

0 < Beta <1 = il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle che il mercato registra, performando meno e con rovesci minori ad una inversione di tendenza;

0 > Beta >-1 = il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta; tale valore è caratteristico dei titoli che permettono di operare in controtendenza, con un rischio non particolarmente alto. La reattività moderata ai movimenti di mercato procura quindi conseguenze limitate;

Beta <-1 = il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso (ipotesi astratta, eventualmente valida per posizioni in strumenti derivati)



Un esempio di calcolo di Ke

- esempio:

$$R_f = 2\%$$

$$R_m = 7\%$$

$$\beta = 1,25$$

$$\rightarrow K_e = 2\% + (7\% - 2\%) \times 1,25 = 8,25\%$$

Fattori che influenzano K_e (**valutazione empirica**)

Fattori interni

Fattori esterni

- situazione generale dell'economia
- situazione economica generale del settore
- situazione concorrenziale del settore
- livelli di competizione
- prospettive di andamento del settore

- tipologia e dimensione dell'azienda
- efficienza dell'organiz. produttiva aziendale
- efficienza del settore programm. e ricerca
- efficienza dell'organizzazione commerciale
- flessibilità aziendale
- possibilità di ampliamento delle attività
- qualità del management
- grado di indebitamento
- mobilità finanziaria
- consistenza del capitale imm.to e circolante
- continuità degli utili nel tempo
- tipologia e qualità dei prodotti (e servizi)
- ampiezza della gamma dei prodotti
- grado di innovazione
- ampliamento di attività

I metodi misti patrimoniali-redдитuali: 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.

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.*