



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea  
Magistrale  
in Amministrazione,  
Finanza e Controllo  
ordinamento ex D.M.  
270/2004

—

Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

Tesi di Laurea

**La Valutazione  
delle Piccole e  
Medie Imprese:  
particolarità nella valutazione  
e CASE STUDY**

**Relatore**

Ch. Prof. Federico Beltrame

**Laureando**

Diego Menegazzi  
Matricola 839126

**Anno Accademico**

2019 / 2020



*Passione, motivazione e obiettivi sono il motore trainante del successo personale.*



## RINGRAZIAMENTI

Il primo ringraziamento va a me stesso, perché sto raggiungendo il traguardo che mi ero posto diversi anni fa, ben sapendo che questo non deve essere un punto di arrivo, ma l'inizio di una nuova ripartenza.

Quando lavoravo sentivo che potevo ottenere certi risultati, ma non avevo il coraggio di provarci; però ad un certo punto ho voluto uscire dallo stato di insoddisfazione che provavo e iniziando dall'esperienza a Cambridge, passando per i corsi a Treviso e arrivando fino a Ca' Foscari, la mia vita e il mio modo di vedere le cose è completamente cambiato.

Tutto il percorso che ho fatto è stato frutto di scelte autonome e in ogni posto in cui sono stato ho imparato molto dalle persone che ho incontrato. Le parole "*don't rest in your laurels*" che mi sono state dette da un professore di Cambridge sono state la spinta per proseguire con le esperienze successive.

La laurea è un traguardo che ho voluto fortemente e raggiunto da solo. Non è stato un percorso privo di difficoltà, ma la mia determinazione e motivazione alla fine mi hanno spinto a raggiungere gli obiettivi che mi sono posto.

La mia esperienza a Ca' Foscari è stata un periodo di profondo apprendimento, non solo a livello scientifico, ma anche personale: ho iniziato che ero una persona ed esco totalmente cambiato, più sicuro di me stesso, dei miei limiti e dei miei punti di forza.

Un ringraziamento particolare va al mio relatore per i suoi preziosi consigli e per avermi fornito i suggerimenti necessari per intraprendere la strada giusta e portare a compimento la mia tesi, nonché per la sua disponibilità mostratami.

Un ultimo grazie lo merita Ca' Foscari per la bellissima esperienza che ho vissuto in questi anni: un bellissimo ricordo che porterò sempre con me.



## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>p. 10</b>
<b>CAPITOLO 1: GENERALITA' SULLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE</b>	<b>p. 14</b>
1.1 <i>Introduzione alla materia</i>	<i>p. 14</i>
1.2 <i>Le finalità della valutazione d'azienda</i>	<i>p. 16</i>
1.3 <i>Il quadro normativo di riferimento</i>	<i>p. 16</i>
1.3.1 <i>I principi internazionali di valutazione (cenni)</i>	<i>p. 18</i>
1.3.2 <i>I principi italiani di valutazione</i>	<i>p. 19</i>
1.4 <i>Le configurazioni di valore</i>	<i>p. 22</i>
1.5 <i>Gli approcci asset side e equity side</i>	<i>p. 25</i>
1.6 <i>Gli elementi chiave della valutazione</i>	<i>p. 26</i>
1.6.1 <i>La base informativa</i>	<i>p. 27</i>
1.6.2 <i>L'analisi fondamentale</i>	<i>p. 29</i>
1.7 <i>Le fasi del processo di valutazione</i>	<i>p. 30</i>
1.8 <i>L'attività dell'esperto</i>	<i>p. 32</i>
1.8.1 <i>I requisiti dell'esperto</i>	<i>p. 32</i>
1.8.2 <i>L'incarico e il relativo svolgimento</i>	<i>p. 34</i>
1.8.3 <i>La relazione di stima e le carte di lavoro</i>	<i>p. 37</i>
1.8.4 <i>Le responsabilità dell'esperto</i>	<i>p. 41</i>
1.9 <i>Le sfide future che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare</i>	<i>p. 42</i>
<b>CAPITOLO 2: METODI E CRITERI PER LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE</b>	<b>p. 46</b>
2.1 <i>Una classificazione dei metodi e dei criteri</i>	<i>p. 46</i>
2.2 <i>I metodi basati sui flussi</i>	<i>p. 49</i>
2.2.1 <i>I criteri per la definizione dei flussi futuri</i>	<i>p. 50</i>
2.2.2 <i>La normalizzazione dei flussi futuri (cenni)</i>	<i>p. 51</i>
2.2.3 <i>Il periodo analitico di piano</i>	<i>p. 51</i>
2.2.4 <i>Il giudizio di ragionevolezza richiesto all'esperto sul piano</i>	<i>p. 54</i>
2.2.5 <i>Il periodo a regime</i>	<i>p. 57</i>
2.2.6 <i>Il criterio reddituale</i>	<i>p. 61</i>
2.2.7 <i>Il criterio finanziario</i>	<i>p. 63</i>

2.3 I metodi patrimoniali	p. 67
2.3.1 Il criterio patrimoniale semplice	p. 67
2.3.2 Il criterio patrimoniale complesso	p. 69
2.4 I metodi misti	p. 71
2.4.1 Il criterio del valore medio	p. 72
2.4.2 Il criterio con stima autonoma dell'avviamento	p. 74
2.4.3 Il criterio EVA	p. 76
2.5 Il metodo dei multipli	p. 78
2.5.1 I multipli di mercato e i multipli delle transazioni comparabili	p. 79
2.5.2 I multipli asset side e i multipli equity side	p. 84
2.5.3 Le regole del pollice ("rules of thumbs")	p. 87
2.6 Il tasso di attualizzazione nella valutazione delle aziende	p. 88
2.6.1 Il costo del capitale proprio	p. 89
2.6.2 Il costo del debito	p. 94
2.6.3 Il costo medio ponderato del capitale	p. 96
2.7 Alcune criticità relative ai metodi di valutazione	p. 97

### **CAPITOLO 3: PARTICOLARITA' NELLA VALUTAZIONE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE**

<b>E MEDIE IMPRESE</b>	<b>p.100</b>
3.1 Una panoramica sulle piccole e medie imprese italiane	p.100
3.2 La normativa di riferimento	p.108
3.2.1 La raccomandazione 2003/361/CE (cenni)	p.108
3.2.2 Il decreto ministeriale 18 aprile 2005	p.109
3.3 Il giudizio integrato di valutazione di Guatri applicato alle PMI	p.112
3.4 L'applicabilità dei principi italiani di valutazione alle PMI	p.113
3.5 Criticità generali nella valutazione delle piccole e medie imprese	p.115
3.6 Criticità specifiche nella valutazione delle piccole e medie imprese	p.119
3.6.1 Criticità specifiche nell'utilizzo dei metodi reddituali e finanziari	p.119
3.6.2 Criticità specifiche nell'utilizzo dei metodi patrimoniali	p.120
3.6.3 Criticità specifiche nell'utilizzo dei metodi misti	p.121
3.6.4 Criticità specifiche nell'utilizzo dei multipli	p.121
3.7 Evidenze empiriche sui metodi più utilizzati per la valutazione delle piccole e medie imprese italiane	p.122



<b>CAPITOLO 4: LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DI VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO S.R.L.</b>	<b>p.128</b>
4.1 <i>Introduzione al caso</i>	<i>p.128</i>
4.2 <i>La formazione della base informativa e l'applicazione dell'analisi         fondamentale</i>	<i>p.129</i>
4.2.1 <i>L'azienda e i suoi valori</i>	<i>p.129</i>
4.2.2 <i>I settori in cui opera</i>	<i>p.134</i>
4.2.3 <i>L'analisi economico-finanziaria di bilancio</i>	<i>p.139</i>
4.3 <i>La selezione della metodologia di stima più idonea</i>	<i>p.147</i>
4.4 <i>L'applicazione del metodo e l'apprezzamento dei fattori di rischio</i>	<i>p.149</i>
4.4.1 <i>La schematizzazione della valutazione</i>	<i>p.149</i>
4.4.2 <i>La costruzione del piano finanziario (unlevered)</i>	<i>p.151</i>
4.4.3 <i>L'individuazione del terminal value (unlevered)</i>	<i>p.169</i>
4.4.4 <i>La scelta dei tassi di attualizzazione</i>	<i>p.172</i>
4.4.5 <i>La stima del capitale economico</i>	<i>p.174</i>
4.5 <i>La sintesi valutativa e il confronto tra stime</i>	<i>p.176</i>
4.6 <i>Il paragone tra la metodologia usata e i metodi evidenziati nella ricerca         empirica</i>	<i>p.182</i>
<b>CONCLUSIONE</b>	<b>p.184</b>
<b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA</b>	<b>p.186</b>



## INTRODUZIONE

La valutazione d'azienda è un processo articolato che ha lo scopo di definire sinteticamente il valore d'impresa attraverso uno o più metodi di valutazione e necessita di un'attività di analisi, detta fondamentale, svolta su una adeguata base informativa, al fine di individuare i flussi futuri, positivi o negativi, che l'azienda in funzionamento sarà in grado di garantire al suo proprietario.

Da ciò discendono due conseguenze: la prima è che qualsiasi investitore non è interessato a comprare un'azienda sulla scorta dei risultati storici, ma è interessato a investire su un valore che rifletta ciò che l'impresa sarà in grado di garantirgli in futuro, invece la seconda è che qualsiasi processo valutativo contiene una dose di soggettività e incertezza essendo fondato su stime future.

Comprendere la dinamica del capitale economico è utile sia all'imprenditore, al fine di valutare gli effetti della propria performance e delle proprie strategie sul valore aziendale, sia ai terzi come garanzia ogni qualvolta si vedono coinvolti in operazioni di finanza straordinaria, come per esempio fusioni, scissioni, conferimenti. Per questi motivi la materia in questione è sempre più oggetto di grande attenzione da parte del mondo accademico e operativo, con l'obiettivo di individuare i metodi di valutazione più opportuni per ogni specifica finalità.

La stima del capitale economico di un'azienda, nelle sue differenti finalità e diverse situazioni che si presentano, è un problema rilevante nella pratica professionale, tanto che in Italia nel 2016 sono entrati in vigore i principi italiani di valutazione, allo scopo di dare delle linee guida ai professionisti che durante lo svolgimento del loro lavoro devono calcolare il valore delle imprese.

La valutazione d'azienda è un processo complesso che necessita una piena conoscenza dell'impresa da valutare e del contesto nel quale essa opera, al fine di arrivare ad un valore che sia il più obiettivo e affidabile possibile, per dare contezza a qualunque stakeholder interessato a conoscerne il valore.

Il processo di analisi richiesto al valutatore diventa ancora più complesso al ridursi della dimensione aziendale, perché la formalizzazione delle procedure e la quantità delle informazioni a disposizione sono sempre minori, pertanto il processo di stima evidenzia sempre di più una elevata aleatorietà, a causa di una base informativa non adeguata.

Di questo e di molte altre criticità parleremo in questo testo, soprattutto riferendoci alle piccole e medie imprese italiane, a motivo della loro ampia diffusione e del loro notevole peso in Italia. Infatti se la valutazione è di per sé difficile, la complessità è ancora maggiore nel valutare una piccola e media impresa, soprattutto perché i normali principi di valutazione sono costruiti sulla grande azienda e necessitano di adattamenti per la stima del capitale economico di piccole e medie entità.

Il presente lavoro si propone inizialmente di analizzare le generalità della valutazione d'azienda e dei relativi metodi di valutazione, anche alla luce della recente introduzione dei principi italiani di valutazione da parte dell'organismo competente, successivamente di esaminare teoricamente ed empiricamente le criticità e gli adattamenti necessari per stimare il capitale economico delle piccole e medie imprese, visto la loro rilevanza all'interno dell'economia italiana e il fatto che la maggior parte dei commercialisti italiani solitamente si trova a valutare piccole aziende, e infine di presentare un caso pratico a sostegno di quanto esposto.

Nel primo capitolo si dà una panoramica generale sulla valutazione d'azienda, partendo da una sua definizione, continuando descrivendo il quadro normativo nazionale e internazionale di riferimento, arrivando ad esporre le caratteristiche del valutatore e della sua attività, fino ad accennare alle sfide future che il processo valutativo sarà chiamato ad affrontare.

Nel secondo capitolo si descrivono i metodi di valutazione, distinguendo dove possibile tra approccio asset side ed equity side; inoltre si analizza la struttura del tasso di attualizzazione nelle sue forme di costo del capitale proprio, costo del debito e costo medio ponderato del capitale, il cui fine è quello di tenere in considerazione sia la remunerazione monetaria del tempo (price of time) che quella del rischio (price of risk), in modo da garantire l'equivalenza finanziaria nel tempo; infine si discutono di alcune criticità che sussistono quando si utilizzano i metodi di valutazione.

Nel terzo capitolo dopo una breve panoramica sulle piccole e medie imprese italiane, si descrive la normativa nazionale e internazionale di riferimento per distinguere tra micro, piccola e media impresa; successivamente prima si affronta il problema dell'applicabilità dei principi italiani di valutazione alle piccole e medie imprese e poi si discutono le criticità generali e specifiche che sorgono durante la loro valutazione; infine si analizzano i principali metodi utilizzati nella prassi professionale italiana per la valutazione di tali imprese. In sintesi, attraverso questo capitolo, si cercherà di rispondere alle seguenti domande:

- quali sono i metodi di valutazione teoricamente più adatti per stimare il valore del capitale economico delle piccole e medie imprese?
- quali sono i metodi valutativi maggiormente utilizzati dai professionisti per definire il capitale economico delle PMI?

Infine nel quarto capitolo si presenta una stima del capitale economico dell'azienda Vebi Istituto Biochimico s.r.l.; l'analisi viene svolta nel rispetto, per quanto possibile, dei principi italiani di valutazione e con i relativi adattamenti necessari: inizialmente si stima il valore di mercato dell'azienda, applicando il criterio del valore attuale modificato (VAM) e attraverso una valutazione "piena" come previsto dai PIV nella rete concettuale di base al punto I.4.3, successivamente si confronta il valore calcolato con quello derivante dall'applicazione di criteri alternativi al fine di verificarne l'affidabilità, e infine si presentano delle conclusioni finali confrontando la metodologia utilizzata con le risultanze di una ricerca empirica sui metodi maggiormente utilizzati dai professionisti-valutatori per valutare il capitale economico delle PMI italiane.



## CAPITOLO 1: GENERALITA' SULLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

### 1.1 Introduzione alla materia

I principi italiani di valutazione (PIV) nel conceptual framework al punto I.1.1 prevedono che “la valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime, non è mai il risultato di un mero calcolo matematico” e nei relativi commenti dello stesso punto affermano che “la valutazione non è un dato di fatto, ma una stima di una specifica configurazione di valore riferita ad una specifica attività ad una specifica data, tenuto conto della specifica finalità della stima”.

Per tali ragioni il valore derivante da una valutazione è sempre una quantità approssimata e non precisa, che per essere credibile deve essere svolta da un soggetto competente e indipendente, con tempi e risorse adeguate, nel rispetto di un codice etico e dei relativi principi di valutazione.

La valutazione è per sua natura una stima prospettica e il fatto che a posteriori le previsioni non si realizzino non è di per sé sintomo di una cattiva valutazione.

Ancora i PIV nel conceptual framework al punto I.1.3 affermano che “la valutazione richiede l’esercizio professionale di un giudizio. Affinché tale giudizio sia fondato su basi solide è indispensabile che l’esperto disponga di adeguate competenze tecniche, di una buona esperienza professionale e delle necessarie conoscenze in merito all’oggetto ed allo scopo della valutazione, e sia nelle condizioni di esprimere un giudizio affidabile”.

In un processo valutativo inoltre non è richiesta prudenza, perché il valore deve riflettere le effettive potenzialità dell’entità valutata, ma è necessaria obiettività allo scopo di promuovere trasparenza e minimizzare l’influenza di ogni fattore estraneo al processo valutativo.

Il valore a cui si perviene attraverso la valutazione deve essere razionale, verificabile, coerente, affidabile, calcolato in modo professionale e con competenza.

La *razionalità* richiede che la valutazione debba seguire uno schema logico fondato su principi di razionalità economica.

La *verificabilità* fa riferimento al fatto che il valore deve poter essere dimostrato per quanto riguarda la provenienza dei dati utilizzati, le ipotesi assunte e la ragionevolezza delle relative conclusioni.

La *coerenza* richiede la corrispondenza tra base informativa, obiettivi della

valutazione e risultati conseguiti.

L'*affidabilità* riguarda che l'esperto deve garantire l'obiettività di giudizio, in modo da circoscrivere la discrezionalità valutativa.

La *professionalità* fa riferimento al fatto che la valutazione non deve essere inficiata da distorsioni e che l'esperto aderisca al codice etico dell'IVSC (International Valuation Standards Council).

La *competenza* infine si riferisce alle caratteristiche dell'esperto, il quale deve essere dotato di capacità, esperienza e conoscenza adeguate all'oggetto e alla finalità della stima.

La valutazione d'azienda è una materia complessa che necessita una piena conoscenza di materie come la ragioneria, la finanza, la strategia e il controllo di gestione, al fine di pervenire ad un valore di sintesi del capitale economico dell'impresa.

La nozione di capitale economico che sorge dal processo valutativo va distinta da quella di capitale di funzionamento derivante dal bilancio, perché mentre il primo rappresenta il valore effettivo del capitale aziendale in ottica prospettica, il secondo porta ad una sua sottostima, dal momento che i valori di bilancio sono storici e determinati in applicazione di convenzioni contabili, come per esempio il principio di prudenza che non è accettato dal processo valutativo.

La prospettiva valutativa può riguardare sia l'azienda nel suo complesso oppure un suo ramo. In ogni caso comunque si deve seguire un processo di analisi analitico che parte dalla definizione dei motivi e degli obiettivi della valutazione, per proseguire attraverso la raccolta delle informazioni necessarie e la relativa loro analisi, al fine, dopo aver scelto uno o più opportuni metodi di stima, di arrivare ad un valore del capitale economico da rappresentare in un'apposita relazione. È importante che il processo nella sua interezza sia descritto con la massima trasparenza possibile, in modo che possa essere compreso da qualsiasi destinatario interessato a conoscerlo; solo così si può arrivare ad ottenere un risultato finale di qualità.

Oggi la crescente necessità di valutare il capitale economico è riconducibile a due ragioni principali:

- il bisogno delle aziende di effettuare operazioni straordinarie per sostenere la crescita per via esterna, come per esempio operazioni di merger e acquisition;
- l'esigenza di valutare le performance aziendali, attraverso la stima di quanta ricchezza è stata creata o distrutta dalla gestione.



## 1.2 Le finalità della valutazione d'azienda

Le diverse situazioni in cui si manifesta l'esigenza di stimare il valore di un'impresa possono essere raggruppate in quattro categorie:

- *operazioni di finanza straordinaria*: le fusioni, le scissioni, i conferimenti, le trasformazioni, le acquisizioni, i passaggi generazionali sono tutti esempi in cui vi è necessità di stimare correttamente il capitale economico come funzione di garanzia per tutti gli stakeholder coinvolti nell'operazione; inoltre la stima di tale valore serve per il calcolo del concambio e per definire il valore di partenza della contrattazione tra le parti;
- *elaborazioni di stime per valutare la performance dell'impresa*: la misurazione dei risultati aziendali dai dati contabili non è adeguata perché tali dati, da una parte, sono orientati al passato e influenzati dalle regole giuridico-formali riguardanti la corretta tenuta della contabilità che contrastano con l'ottica della "dinamica finanziaria del valore" e, dall'altra parte, non considerano attività immateriali che invece influiscono e si riflettono sul valore aziendale; per tutti questi motivi la performance deve essere valutata sul capitale economico, allo scopo di giudicare l'efficacia delle strategie aziendali e l'attività dei manager;
- *soddisfacimento delle regole per la formazione del bilancio*: all'interno dei principi contabili, per esempio, è richiesto per la determinazione del valore recuperabile ai fini di una eventuale svalutazione delle immobilizzazioni il calcolo del valore d'uso, che altro non riflette la logica del capitale economico;
- *ai fini della quotazione nei mercati finanziari*: la valutazione propedeutica ad un'operazione di quotazione in borsa ha l'obiettivo di contribuire al processo di determinazione del prezzo dei titoli da collocare presso gli investitori ed è parte integrante dell'attività di due diligence del processo di IPO.

## 1.3 Il quadro normativo di riferimento

Il quadro istituzionale di riferimento attuale è complesso, dove le differenti organizzazioni non risultano coordinate e collegate tra di loro, tanto che non esiste un organo emanatore e relativi principi supremi rispetto agli altri; esistono diverse organizzazioni e associazioni dalle quali derivano una varietà di principi che si ispirano a differenti finalità valutative.

In ogni caso si possono individuare due grandi blocchi di organizzazioni: il primo racchiude le esperienze nord americane in tema di valutazione, mentre il secondo quelle europee.

Le organizzazioni nord americane esistenti sono:

- The Appraisal Foundation – TAF;
- American Society of Appraisers – ASA;
- American Institute of Certified Public Accountants – AICPA;
- Institute of Business Appraisers – IBA;
- National Association of Certified Valuation and Analysts – NACVA;
- Canadian Institute of Certified Business Valuators – CICBV;
- Internal Revenue Service – IRS.

Mentre le associazioni europee sono:

- Royal Institution of Chartered Surveyors – RICS;
- Institut Der Wirtschaftsprüfer – IDW;
- Direction Générale des Finances Publiques – DGFIP;
- Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes – CNCC;
- Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables – CSOEC;
- Organismo Italiano di Valutazione – OIV.

Tra questi due blocchi si inserisce l'International Valuation Standards Council (IVSC) fondato nel 1981 da più organismi professionali e che ha sede a Londra, il cui fine è quello di emanare degli standard che siano in grado di armonizzare a livello internazionale i vari principi nazionali, promuovendo in questo modo lo sviluppo, l'etica e la qualità della valutazione.

Nei successivi paragrafi si analizzano solo due tra i vari principi di riferimento che offrono delle linee guida agli esperti; prima si presentano brevemente i principi internazionali di valutazione redatti dall'IVSC (International Valuation Standards Council) e poi si descrivono i principi italiani di valutazione stilati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione).

Tali principi assistono gli esperti nella loro attività e migliorano la qualità delle relative valutazioni, ma non si deve pensare che la loro mera osservanza possa automaticamente garantire la qualità dei processi di valutazione; pertanto sono complementari a tutte le altre attività fondamentali richieste all'esperto.

### 1.3.1 I principi internazionali di valutazione (cenni)

I principi internazionali di valutazione (IVS) sono stati emanati dall'International Valuation Standards Council e vengono rivisti con cadenza biennale; l'ultima versione approvata e aggiornata è in vigore dal 1 luglio 2017.

Il Codice dei principi etici del valutatore professionale emanato dall'IVSC e tradotto e pubblicato nei principi italiani di valutazione dall'OIV nella parte introduttiva al punto 1 afferma che “L'*International Valuation Standards Council* (IVSC) è un'organizzazione privata, indipendente, senza scopo di lucro che si propone di servire l'interesse pubblico. L'obiettivo dell'IVSC è quello di promuovere la fiducia dei singoli e delle istituzioni nel processo di valutazione grazie alla creazione di un quadro funzionale all'elaborazione di opinioni di valutazione credibili, elaborate da professionisti della valutazione in possesso delle opportune conoscenze che operano conformemente a principi etici” e al punto 2 dichiara che “L'IVSC realizza questo obiettivo:

- a) creando e mantenendo gli *International Valuation Standard* (IVS);
- b) emanando linee guida per i valutatori professionali;
- c) promuovendo lo sviluppo della professionalità e di pratiche etiche nel settore della valutazione a livello globale.”

I principi internazionali di valutazione sono riconosciuti a livello internazionale, concernono lo svolgimento di incarichi di valutazione e hanno lo scopo di armonizzare i principi nazionali. Il documento IVS 2017 è organizzato in parti, corredato da alcune guide operative di ausilio all'applicazione di tali principi e strutturato nel seguente modo:

- glossario, dove ci sono le definizioni dei termini più rilevanti;
- quadro concettuale (Framework);
- principi generali (General Standards);
- principi per la valutazione di attività e passività (Asset Standards);
- documenti applicativi (Valuation Applications).

In questo lavoro non entriamo nel dettaglio della struttura degli IVS, visto che i principi italiani di valutazione (PIV) si ispirano ai primi; la differenza sta nel fatto che gli IVS sono principi globali ad ampio raggio applicativo universalmente accettati,

mentre i PIV riflettono meglio la cultura, la prassi operativa e il contesto economico, regolamentare e giuridico italiano.

Pertanto nel proseguo analizziamo analiticamente la struttura dei PIV, alla luce del fatto che il presente lavoro è concentrato sulle piccole e medie imprese italiane.

### 1.3.2 I principi italiani di valutazione

I principi italiani di valutazione (PIV) sono stati approvati dall'organismo italiano di valutazione nel 2015, ma la loro applicazione decorre dal 1 luglio 2016. L'OIV ritiene inappropriata un'applicazione retrospettiva dei PIV; infatti nell'introduzione dei principi nella parte che riguarda la loro data di applicazione si afferma che "In nessun modo i PIV possono essere considerati principi di valutazione applicabili in revisione di valutazioni effettuate in periodi precedenti alla data di loro applicazione (1° gennaio 2016)."

L'organismo italiano di valutazione (OIV) è una fondazione senza fini di lucro promossa da:

- AIAF (Associazione Italiana degli Analisti e consulenti Finanziari);
- ANDAF (Associazione Nazionale Direttori Amministrativi e Finanziari);
- ASSIREVI (Associazione Italiana Revisori Contabili);
- Borsa Italiana;
- CNDCEC (Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili);
- Università Commerciale Luigi Bocconi.

Nella parte introduttiva dei PIV si afferma che le finalità dell'OIV sono:

- “a) predisporre e mantenere aggiornati principi di valutazione per la redazione di perizie, *fairness opinion* ed analisi economiche, attraverso un processo in grado di garantire il pubblico interesse ed una elevata qualità;
- b) elaborare, attraverso un processo trasparente e di ampia consultazione e revisione con gli *stakeholders*, guide applicative e *best practices* in relazione ai principi di cui al punto a);
- c) divenire lo *standard setter* di riferimento per gli *stakeholders*, tra cui gli esperti di valutazione, gli utilizzatori delle valutazioni, la Autorità di Vigilanza, il Legislatore, gli omologhi enti esteri ed internazionali, gli standard setter contabili nazionali ed internazionali;

- d) partecipare, svolgendo un ruolo attivo di impulso e collaborazione, al processo di formazione dei principi di valutazione internazionali e delle guide applicative e delle *best practices* emanate da *standard setter* esteri, che si ispirano al medesimo *conceptual framework* dei principi di valutazione internazionali e/o domestici;
- e) favorire la conoscenza dei principi di valutazione nazionali ed internazionali;
- f) promuovere la cultura valutativa nel Paese tramite l’emanazione di documenti e ricerche in materia, nonché mediante l’organizzazione di convegni, seminari e incontri di studio;
- g) offrire collaborazione al Legislatore e alle Autorità di Vigilanza nell’emanazione di normative e di regolamenti che riguardino valutazioni anche mediante l’emissione di pareri al Parlamento e al Governo.”

Ad oggi i PIV e il loro contenuto non è obbligatorio, ma l’esperto valutatore può scegliere di aderirvi volontariamente. L’adesione ai PIV, da dichiararsi nella relazione di valutazione, comporta anche l’obbligo di soddisfare altre due condizioni:

- l’esperto deve aderire volontariamente al Code of Ethical Principles for Professional Valuers emanato dall’IVSC nel 2011;<sup>1</sup>
- l’esperto deve dichiarare la propria competenza in relazione all’oggetto e allo scopo della valutazione.<sup>2</sup>

All’interno dei PIV non troviamo solo i principi riportati in grassetto, ma anche commenti ed esempi. L’adesione a tali standard presuppone solo il rispetto dei principi di valutazione e non dei relativi commenti ed esempi, che sono solo di ausilio all’interpretazione dei principi stessi per chiarirne meglio il contenuto e di conseguenza non sono vincolanti.

---

<sup>1</sup> Aderendo al citato codice il professionista accoglie i seguenti principi etici:

- integrità: essere onesto nei rapporti professionali;
- obiettività: non permettere conflitti d’interesse o indebite influenze;
- competenza: possedere conoscenze e competenze adeguate all’incarico e alle finalità della valutazione;
- riservatezza: mantenere riservate le informazioni acquisite nell’ambito della valutazione, a meno che non esista una apposita autorizzazione per derogare;
- condotta professionale: agire con diligenza e rispettare i requisiti legali, tecnici e professionali.

<sup>2</sup> L’OIV prevede che il rispetto di queste tre condizioni (PIV, etica, competenza) ha come conseguenza l’ottenimento di valutazioni affidabili e di buona qualità.

Si ricorda che un eventuale scostamento dai PIV, adeguatamente motivato, conduce comunque ad una perizia *PIV-compliant*, specie in presenza di una base informativa ridotta.

È previsto che i principi di valutazione italiani vengano aggiornati e integrati ogni due anni; ciò consente un loro adeguamento in sincronia con gli IVS, per i quali è previsto un aggiornamento ogni due anni negli esercizi dispari.

I PIV sono strutturati in quattro parti; inoltre a loro completamento nella parte finale è presente un glossario, nel quale si riportano le definizioni dei termini più rilevanti, nonché il Code of Ethical Principles for Professional Valuers emanato dall'IVSC e tradotto dall'OIV.

Nella prima parte si trova il quadro concettuale che contiene le definizioni di base. Inizialmente si presentano i principi relativi alle caratteristiche del processo valutativo e dell'esperto, nonché i requisiti a lui richiesti nello svolgimento del suo lavoro; successivamente prima si prescrivono gli attributi della base informativa e poi le caratteristiche delle configurazioni di valore; infine si classificano le metodiche di valutazione e si descrivono le caratteristiche dei tassi di attualizzazione.

Nella seconda parte viene disciplinata l'attività dell'esperto, definendone la condotta professionale, l'incarico e il relativo svolgimento, il contenuto della relazione di stima e le modalità di conservazione delle carte di lavoro.

Nella terza parte si trovano i principi per specifiche attività. Inizialmente si disciplina la valutazione d'azienda e dei rami d'azienda, esplicitandone i criteri di valutazione e i relativi tassi di attualizzazione; successivamente è dedicata una sezione alla valutazione di aziende che si trovano in particolari contesti (quotate, non quotate, di differenti dimensioni); infine si trovano i principi che trattano la stima di elementi specifici, come i beni immateriali, gli impianti e macchinari, gli immobili, gli strumenti finanziari e le passività.

Infine nella quarta parte sono contenuti i principi relativi ad applicazioni particolari; sono ad esempio disciplinate le valutazioni nelle acquisizioni, cessioni, fusioni, scissioni, trasformazioni, nonché le valutazioni legali e quelle ai fini di bilancio.

In conclusione a livello italiano è consigliabile aderire alle linee guida dei PIV sapendo, da una parte, che si garantisce la qualità del processo di valutazione e, dall'altra parte, che si utilizzano dei principi che sono coerenti con gli standard internazionali IVS, dal momento che l'OIV è ente sponsor dell'IVSC e i PIV sono armonizzati agli IVS, anzi mostrano un maggior grado di dettaglio.

#### 1.4 Le configurazioni di valore

Secondo i principi italiani di valutazione esistono cinque configurazioni di valore<sup>3</sup> comuni a tutte le attività: valore di mercato, valore di investimento, valore negoziale equitativo, valore convenzionale e valore di smobilizzo; a questo elenco se ne aggiunge un'altra sempre prevista dai PIV e valida solo nel caso di valutazione d'azienda che è il valore intrinseco (o fondamentale).

Per questo lavoro si reputa utile soffermare l'attenzione solo su alcune configurazioni di valore dandone una chiara definizione; inoltre è importante richiamare anche il concetto di capitale di funzionamento.

I PIV nella rete concettuale di base al punto I.6.3 affermano che “Il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere).”

Il valore di mercato è, pertanto, il prezzo più probabile in una libera transazione sul mercato tra parti indipendenti e correttamente informate, motivate alla transazione, ma non costrette a effettuarla; tale valore tiene conto delle specifiche condizioni del mercato (ad esempio carenza di domanda per congiuntura economica negativa), ma non considera le circostanze imputabili a specifici soggetti (ad esempio informazioni private sui piani d'impresa).

Nel caso della valutazione il valore di mercato deve riflettere le specifiche condizioni nel mercato di riferimento dell'attività alla data di valutazione, dove per mercato di riferimento si intende quello nel quale l'attività è normalmente scambiata alla data di valutazione e al quale la maggior parte dei partecipanti al mercato hanno accesso. Nelle valutazioni i valori di mercato si riflettono all'interno dei multipli.

I PIV sempre all'interno della parte prima al punto I.6.4 prescrivono che “Il valore d'investimento esprime i benefici offerti da un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento.”

---

<sup>3</sup> I PIV nel conceptual framework al punto I.12.1 prescrivono che “(...) Le configurazioni di valore se non diversamente esplicitato non considerano i costi di transazione.”

Il valore d'investimento è, pertanto, il prezzo che pagherebbe uno specifico acquirente sulla base dei benefici che ritrarrebbe dall'investimento stesso; tale valore tiene conto delle circostanze imputabili ad uno specifico soggetto (ad esempio sinergie realizzabili), ma non considera le specifiche condizioni di mercato, a meno che non influiscano sui benefici attesi (ad esempio carenza di domanda per congiuntura economica negativa, a meno che non generi effetti sui benefici attesi).

Nelle valutazioni il valore di investimento si riflette nel valore di acquisizione, che è il prezzo massimo che uno specifico acquirente è disposto a pagare al venditore nelle operazioni di M&A.

Ancora i PIV nella prima parte al punto I.6.7 dicono che “Il valore di smobilizzo è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento. Il valore cauzionale è un particolare valore di smobilizzo definito *ex ante*. Il valore di liquidazione (ordinaria o forzata) è un particolare valore di smobilizzo.”

In caso di valutazione il tipico valore di smobilizzo è il valore di liquidazione, che si manifesta quando è prevista la cessazione dell'attività dell'impresa e la relativa cessione atomistica dei suoi beni; tale valore è uguale alla differenza tra i valori di realizzo delle attività e i valori di adempimento delle passività, al netto di eventuali costi di liquidazione.

Infine i PIV sempre nel conceptual framework al punto I.6.8 affermano che “(...) Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi.”

Il valore intrinseco è, pertanto, il prezzo che un generico operatore razionale pagherebbe sulla base dei benefici ritraibili dall'azienda; di conseguenza è un valore generale che viene definito anche capitale economico o valore stand alone; tale valore non tiene conto né delle circostanze attribuibili a specifici soggetti (ad esempio sinergie realizzabili), né delle condizioni specifiche di mercato, a meno che non influiscano sui benefici attesi (ad esempio carenza di domanda per congiuntura economica negativa, a meno che non generi effetti sui benefici attesi).

Nei PIV sempre allo stesso punto I.6.8 nei commenti si afferma che “Il valore intrinseco (...) è frutto dell'analisi fondamentale, poiché (...) richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale nel caso delle aziende) e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato”, che “Il



valore intrinseco riflette la realtà operativa dell'azienda (o del bene oggetto di valutazione) nelle sue condizioni correnti (con l'attuale destinazione d'uso, l'efficienza manageriale od operativa corrente, ecc.). (...)", che "Il valore intrinseco è funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda o del bene e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l'impresa si è già impegnata. Il valore intrinseco esclude ogni tipo di potenzialità latente" e che "Il valore intrinseco non include premi o sconti (...)". Di conseguenza tale valore rappresenta il punto di partenza di un eventuale processo di negoziazione.

Il valore intrinseco si differenzia da tutte le altre configurazioni di valore presentate:

- dal valore di mercato, perché è scevro da logiche di contrattazione;
- dal valore di investimento, perché non considera le circostanze imputabili ad un specifico soggetto come le sinergie realizzabili;
- dal valore di smobilizzo, perché considera l'azienda in ipotesi di funzionamento con relativa interconnessione tra tutti i beni in essa insistenti.

Nelle valutazioni il valore intrinseco si riflette all'interno dei criteri reddituali, finanziari, patrimoniali e misti.

A differenza delle configurazioni di valore presentate, il capitale di funzionamento è invece il patrimonio netto contabile di bilancio; in ottica finanziaria e di misurazione prospettica del valore creato non può essere considerato, perché ha i seguenti limiti intrinseci:

- riflette valori storici e non prospettici;
- è ancorato al principio di prudenza non previsto in ottica finanziaria;
- non riflette i valori correnti di attività e passività;
- non considera gli intangibles non contabilizzati;
- non riflette le aspettative di reddito future (goodwill o badwill).

Pertanto quando ci si riferisce alla materia della valutazione d'azienda rilevano le configurazioni di valore, quali il valore di mercato, di acquisizione, di liquidazione e il capitale economico, e la nozione di capitale di funzionamento non ha nessuna rilevanza.

## 1.5 Gli approcci asset side e equity side

Nel processo di stima del valore di mercato del patrimonio netto (capitale economico) esistono due prospettive valutative: l'approccio asset side e quello equity side.

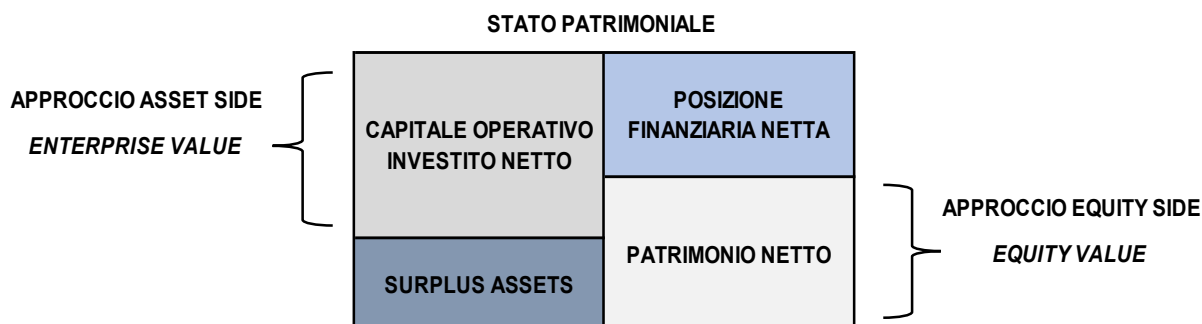
Tali approcci sono riconosciuti anche dai PIV che nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.15 affermano che "Le aziende, o i rami di azienda, diverse dagli intermediari finanziari possono essere valutate oltre con riferimento al capitale netto (valutazioni *equity side*) anche con riferimento al capitale operativo investito (valutazioni *asset side*), prescindendo dunque dall'indebitamento finanziario. (...)".

L'approccio asset side valuta prima il capitale operativo investito netto (capitale circolante netto operativo + capitale operativo immobilizzato), che è quello impiegato nello svolgimento dell'attività caratteristica, per arrivare a stimare l'Enterprise Value; poi aggiunge il valore di eventuali investimenti accessori non collegati alla gestione caratteristica (surplus assets) e toglie la posizione finanziaria netta (debiti finanziari a breve e a lungo termine, al netto della cassa e delle eventuali attività finanziarie facilmente liquidabili), ottenendo il valore di mercato del patrimonio netto (Equity Value).

$$EQUITY\ VALUE = ENTERPRISE\ VALUE + SURPLUS\ ASSETS - POS.\ FIN.\ NETTA$$

L'approccio equity side invece valuta direttamente il valore di mercato del patrimonio netto, ottenendo il suo valore (Equity Value).

FIGURA 1: APPROCCIO ASSET SIDE E APPROCCIO EQUITY SIDE



Fonte: Elaborazione personale.

Nell'approccio asset side le grandezze di riferimento utilizzate sono:

- il NOPAT, cioè il reddito operativo al netto delle imposte operative, le quali non considerano la deducibilità degli oneri finanziari e il relativo scudo fiscale;
- il flusso di cassa operativo FCFO, cioè il flusso generato dall'attività operativa (core business) dell'impresa, il quale considera la gestione operativa, ma è scevro della gestione finanziaria e di quella accessoria e remunera sia i portatori capitale proprio che quelli di terzi;
- il costo medio ponderato del capitale WACC, cioè il rendimento atteso sia dai portatori capitale di rischio che quelli di debito.

Nell'approccio equity side invece le grandezze di riferimento sono:

- il REDDITO NETTO, che considera anche gli effetti dello scudo fiscale per la deducibilità degli oneri finanziari;
- il flusso di cassa per l'azionista FCFE, cioè il flusso di cassa disponibile per gli azionisti, il quale prende in considerazione non solo la gestione operativa, ma anche quella finanziaria e quella accessoria e remunera solo i portatori capitale proprio;
- il costo del capitale proprio KE, cioè il rendimento atteso dai portatori capitale di rischio.

I due approcci sono diversi, ma se applicati correttamente dovrebbero portare al medesimo risultato di stima del capitale economico. Alle volte alcuni aspetti tecnici dei metodi e limitazioni informative dei dati in input possono giustificare piccole differenze nei risultati, fermo restando che se i risultati fossero molto diversi questo segnalerebbe errori tecnici di valutazione.

Tali prospettive di valutazione sono richiamate e analizzate ulteriormente nel capitolo due, dove vengono descritti i metodi e i criteri di valutazione; pertanto si rinvia a tale capitolo per una spiegazione più dettagliata di tali approcci, correlandoli anche alle relative formule valutative.

### *1.6 Gli elementi chiave della valutazione*

Il processo di valutazione si compone di diverse fasi; in questo lavoro si dà una descrizione analitica di tale processo nel paragrafo 1.7.

Ciononostante nei prossimi due paragrafi si vuole porre l'attenzione su due *elementi chiave* del processo di valutazione: la formazione di una adeguata base informativa e l'applicazione dell'analisi fondamentale.

Queste due fasi, che sono spesso trascurate dai professionisti, sono invece di vitale importanza per la determinazione della qualità dell'output finale; infatti solo dopo aver ben analizzato la storia, le performance conseguite, il core business, le strategie, i fattori critici di successo, il business plan, i mercati, il portafoglio prodotti, i competitors, la struttura organizzativa, il contesto economico nel quale l'impresa opera, che sono tutte *leve del valore*, si possono individuare i coerenti criteri di valutazione ed apprezzare il rischio per una corretta definizione del tasso di attualizzazione. In altre parole la valutazione non è la mera applicazione di una formula valutativa, ma un articolato processo di valutazione unitario e coerente, dove ogni fase di tale processo merita la massima attenzione.

#### 1.6.1 La base informativa

Nel glossario dei principi italiani di valutazione la base informativa è definita come "l'insieme delle informazioni (storiche e prospettive) necessarie allo svolgimento dell'incarico, tenuto conto dell'incarico ricevuto dall'esperto, della data della valutazione, della configurazione di valore ricercata e della finalità della valutazione."

La raccolta delle informazioni contenute nella base informativa può avvenire:

- attraverso l'acquisizione di informazioni interne all'azienda (ad esempio business plan, report, analisi statistiche);
- con il reperimento di documenti redatti da terzi (ad esempio perizie legali, analisi di settore, visure camerali);
- sostenendo colloqui con il management ed effettuando visite in azienda.

Inoltre come contenuto minimo la base informativa deve almeno garantire:

- informazioni storiche come i bilanci, i dati contabili e gli indici;
- informazioni prospettive come il budget e il business plan;
- informazioni relative ai rischi, al fine di una corretta stima dei tassi;
- informazioni riguardanti il mercato, i competitors e il settore di riferimento;
- informazioni relative alle strategie e ai fattori critici di successo;
- informazioni sulla struttura organizzativa, sui processi e sul portafoglio prodotti.

All'interno dei PIV nel conceptual framework al punto I.5.7 si afferma che “L’analisi della base informativa deve essere coerente con: (a) la scelta della metodica di valutazione; (b) la configurazione di valore ricercata; (c) la finalità della stima. Essa può dunque condizionare le scelte relative alle fasi successive del processo valutativo.”

Normalmente la base informativa deve essere composta da informazioni storiche, correnti e prospettive; la valutazione è tanto più affidabile quanto maggiore è la presenza di tutti e tre i tipi di informazioni sopra menzionate. L’esperto è comunque chiamato ad esprimersi ogniqualvolta le informazioni storiche, correnti e prospettive non sono rilevanti o affidabili, indicando le ragioni per le quali non ha potuto fare affidamento su tali informazioni.

Questo viene confermato anche dai PIV che nella rete concettuale di base al punto I.5.1 prescrivono che “(...) L’esperto deve comunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate. La base informativa deve risultare ragionevolmente obiettiva e completa. (...)” e nel punto I.5.4 affermano che “(...) L’esperto deve illustrare le caratteristiche degli elementi informativi di cui ha fatto uso. Laddove l’esperto ritenga che l’informazione sia incompleta rispetto all’esecuzione del mandato ricevuto deve esplicitarne le ragioni ed esprimersi sulle ragioni per cui ritiene comunque affidabile la valutazione (...)”.

È importante precisare che una base informativa è incompleta quando mancano delle informazioni rilevanti; di conseguenza in presenza di limitazioni *rilevanti*, l’esperto deve emettere un parere valutativo e non una valutazione, specificando le informazioni a cui non ha potuto accedere e le conseguenti limitazioni che ne derivano sulla stima, mentre in presenza di limitazioni *gravi*, l’esperto deve rinunciare al mandato.

All’esperto è richiesto di garantire, per quanto possibile, la completezza della base informativa e di analizzare accuratamente, in base alla propria esperienza e al buon senso, la base stessa con il necessario spirito critico (professional skepticism), per verificare che sia formata dai migliori elementi ragionevolmente attendibili alla data della valutazione, sia adeguata rispetto all’incarico ricevuto e sia credibile.

Inoltre l’esperto non deve accettare l’incarico, se la remunerazione non è congrua con i costi necessari a garantire la completezza della base informativa e se i tempi non sono adeguati per acquisire tutte le informazioni rilevanti necessarie per svolgere correttamente il proprio incarico.

In sintesi una base informativa affidabile, ampia e approfondita è *conditio sine qua non* per implementare un processo valutativo di qualità e, di conseguenza, per ottenere risultati affidabili e dimostrabili. Ciononostante bisogna sempre tenere a mente che all'interno della base informativa ci possono essere informazioni con diverso grado di affidabilità e dimostrabilità, in base al tipo di fonte di raccolta utilizzata.

### 1.6.2 L'analisi fondamentale

Nel glossario dei principi italiani di valutazione l'analisi fondamentale è definita come il "processo che organizza tutte le informazioni, le seleziona, le controlla, le elabora, le interpreta e le traduce in strumenti anche formali idonei ai fini della proiezione dei flussi (redditudinali e finanziari) attesi."

Pertanto l'analisi fondamentale si svolge attraverso l'elaborazione delle informazioni facenti parte la base informativa.

Un'applicazione completa dell'analisi fondamentale richiede almeno:

- l'analisi delle informazioni riguardanti il mercato, il settore e il contesto economico, al fine di identificare le prospettive generali;
- l'analisi delle informazioni distintive dell'azienda, per individuare le fonti di vantaggio competitivo e la loro sostenibilità, i fattori critici di successo e le strategie implementate;
- l'esame della documentazione storica contabile e di quella derivante dal controllo di gestione;
- l'esame della documentazione sulle previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie derivanti dal budget e dal business plan;
- l'analisi delle informazioni sui fattori di rischio e sui loro possibili effetti.

I principi italiani di valutazione nel conceptual framework al punto I.4.3 nei commenti affermano che "Ai fini di una valutazione, la raccolta e l'apprezzamento delle informazioni costituiscono attività distinte – sia sotto il profilo concettuale, che operativo – dalla verifica tecnica e dalla certificazione delle informazioni acquisite. Esulano, pertanto, dal processo valutativo attività di accertamento e/o di attestazione della veridicità delle informazioni (quali la revisione contabile, la *due diligence*, le indagini patrimoniali, le certificazioni, ecc.), ancorché l'esperto possa doversene

talvolta fare carico o perché sono espressamente previste dal mandato, oppure in ottemperanza a particolari obblighi di legge. Comunque tali attività sono svolte secondo regole estranee ai PIV: anche eventuali attività di accertamento e/o di attestazione della base informativa sono condotte secondo norme e principi appositamente emanati da autorità ed enti competenti in materia.”

Pertanto le attività di accertamento e/o di attestazione della veridicità delle informazioni contenute nella base informativa, come per esempio la revisione contabile, non fanno parte delle attività relative all’analisi fondamentale, a meno che non siano previste dal mandato o dalla legge.

### *1.7 Le fasi del processo di valutazione*

Nei PIV nella rete concettuale di base al punto I.4.3 si prescrive che “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 di rischio;
- e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa.”

In ogni modo i contenuti, l’ampiezza e il grado di approfondimento delle fasi del processo valutativo dipendono dal numero di informazioni disponibili: ad esempio la piccola dimensione dell’azienda potrebbe condizionare l’entità delle informazioni a disposizione. Di conseguenza quando l’informativa interna è ridotta, bisognerebbe sviluppare di più quella esterna.

Si reputa utile aggiungere alle fasi prescritte dai PIV, due ulteriori fasi a monte del processo valutativo: la comprensione dei motivi alla base della valutazione e il conferimento dell’incarico attraverso il contratto di mandato. Inoltre la fase di costruzione della sintesi valutativa è correlata alla redazione della perizia di stima.

In sintesi un completo processo di valutazione può essere schematizzato nelle seguenti fasi:

- 1) *comprensione dei motivi alla base della valutazione*, i quali ad esempio possono essere:
  - effettuazione di operazioni straordinarie come trasferimenti, fusioni, scissioni, conferimenti, al fine di determinare un possibile prezzo iniziale di contrattazione o il valore del capitale economico per un corretto calcolo del concambio;
  - valutazione delle performance aziendali, al fine di analizzare se la gestione ha creato o distrutto valore;
  - calcolo per finalità di bilancio, allo scopo di rispettare le regole civilistiche e i principi contabili (ad esempio la determinazione del valore d'uso nel calcolo del valore recuperabile).
- 2) *conferimento dell'incarico attraverso il contratto di mandato*, al cui interno va precisato l'oggetto della valutazione e le sue finalità;
- 3) *raccolta delle informazioni (costruzione della base informativa) e il loro esame (analisi fondamentale)*. Le informazioni raccolte si suddividono in:
  - informazioni interne: si trovano all'interno dell'azienda e possono riguardare indicazioni sulla storia aziendale e sui suoi valori, interviste ai manager, dati derivanti dai prospetti contabili e dal controllo di gestione, informazioni prospettiche riflesse sui budget e sui business plan ed indicazioni derivanti dai piani strategici;
  - informazioni esterne: sono dati non rintracciabili in azienda, che permettono di ottenere informazioni sul mercato, sui competitors, sulle aspettative di crescita del settore, sul contesto macroeconomico, sull'andamento dell'inflazione e sul rischio operativo e/o finanziario.
- 4) *selezione e applicazione dei metodi di stima*, che si distinguono in (per una loro analisi approfondita si veda il capitolo 2):
  - metodica del costo, che considera i criteri patrimoniali;
  - metodica dei risultati attesi, nella quale si riflettono i criteri reddituali e quelli finanziari;
  - metodica del mercato, che riguarda i criteri comparativi di mercato, ossia i multipli;
  - metodica del costo combinata con quella dei risultati attesi, che considera i



criteri che esplicitano la creazione di valore, ovvero i criteri misti.

- 5) *apprezzamento dei principali fattori di rischio*, al fine di poter stimare correttamente i tassi di attualizzazione e le loro relative componenti, in modo da riflettere adeguatamente i rischi operativi e/o finanziari sostenuti dall'azienda;
- 6) *costruzione di una sintesi valutativa sulla base delle risultanze della perizia di stima*. Sommarientemente la perizia di stima deve almeno contenere (per una sua descrizione dettagliata si rinvia al paragrafo 1.8.3):
  - informazioni sull'esperto valutatore;
  - dati sul committente e sugli eventuali destinatari della valutazione;
  - l'oggetto della valutazione e le sue finalità;
  - la descrizione dell'incarico;
  - la natura e le fonti delle informazioni, la relativa loro attendibilità e le eventuali limitazioni;
  - la descrizione analitica dell'analisi svolta;
  - l'indicazione dei metodi di valutazione;
  - informazioni sui principali fattori di rischio.

## *1.8 L'attività dell'esperto*

Nei prossimi quattro paragrafi si descrivono tutte le peculiarità riguardanti il professionista che deve eseguire una valutazione. Prima si descrivono i requisiti dell'esperto, poi si espongono le caratteristiche del suo incarico e del relativo svolgimento, dopodiché si spiegano le peculiarità della relazione di stima e della conservazione delle carte di lavoro e infine si elencano le responsabilità del valutatore.

### *1.8.1 I requisiti dell'esperto*

La valutazione prevede l'emissione di un giudizio professionale; a tal fine è indispensabile che l'esperto sia dotato di adeguate competenze tecniche, di una buona esperienza professionale, abbia la necessaria conoscenza sull'oggetto e sulle finalità della valutazione e sia nelle condizioni di esprimere un giudizio affidabile.

Anche i PIV nel conceptual framework al punto I.3.1 elencano i requisiti che devono essere posseduti dal valutatore; infatti si afferma che “Costituiscono imprescindibili requisiti soggettivi dell’esperto:

- a) il rispetto dell’etica professionale;
- b) l’indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- c) l’oggettività nella ricerca e nell’acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;
- d) la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo, come pure nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente il proprio mandato;
- e) le doti di professionalità e di competenza tecnica richieste, come pure il livello delle conoscenze necessarie allo svolgimento del proprio lavoro.

(...)”.

Di conseguenza l’esperto che è sprovvisto di tali requisiti non deve accettare gli incarichi ricevuti.

In sintesi i requisiti richiesti all’esperto nelle valutazioni possono essere così riassunti:

- 1) *l’obiettività*, che viene soddisfatta attraverso scelte attuate dall’esperto in modo imparziale;
- 2) *la competenza tecnica*, che richiede da una parte abilità ed esperienza nelle valutazioni e dall’altra parte una preparazione adeguata nelle materie inerenti le stime come la contabilità, il bilancio, la finanza, il controllo di gestione e la valutazione d’azienda;
- 3) *l’indipendenza*, che implica l’assenza di conflitti d’interesse tra l’esperto e il committente e/o tra l’esperto e gli eventuali destinatari dell’esito della stima;
- 4) *la riservatezza*, che richiede il riserbo su tutte le informazioni acquisite e sulle relative analisi condotte, a meno che il valutatore non abbia il consenso alla loro diffusione;
- 5) *la diligenza*, che implica la precisione nello svolgimento dell’incarico e la considerazione, senza sottovalutare niente, di tutti gli elementi rilevanti per la valutazione;
- 6) *l’integrità*, che prevede l’onestà e il rispetto degli impegni assunti da parte

dell'esperto;

- 7) *l'adesione ad un codice etico* di un ordine/associazione professionale;
- 8) *la condotta professionale*, che implica la capacità di identificare correttamente il problema valutativo, il possesso di un'adeguata esperienza e competenza per svolgere coerentemente l'incarico e la conoscenza dei regolamenti e dei principi da applicare alla valutazione;
- 9) *lo scetticismo professionale*, il quale deve essere impiegato dall'esperto in tutto il processo di stima: dalla valutazione ed accettazione dell'incarico, in sede di apprezzamento della base informativa e dell'analisi fondamentale, fino alla scelta dei metodi, alla valutazione dei rischi e alla redazione della perizia di stima. Questo spirito critico presuppone un atteggiamento dubitativo da parte dell'esperto lungo tutto il processo di stima: è un atteggiamento che non implica prudenza, ma che richiede di ponderare le informazioni, le ipotesi, le analisi e le decisioni per ottenere una stima razionale, coerente ed obiettiva.

### 1.8.2 *L'incarico e il relativo svolgimento*

Il lavoro dell'esperto può essere distinto con riguardo all'origine e alla natura:

- nel primo caso, il lavoro può derivare dall'esercizio di una funzione generale o da un mandato specifico;
- nel secondo caso, il lavoro può essere rappresentato in una relazione libera, che non è disciplinata da norme particolari e produce effetti solo in seguito ad accettazione volontaria, o in una relazione ufficiale, che deve svolgersi coerentemente a particolari norme fissate dalla legge o dai principi contabili.

In ogni caso l'esperto prima di accettare un incarico deve preliminarmente analizzarlo (pre-engagement activity):

- per verificare se è in possesso dei requisiti necessari, ad esempio competenza tecnica, indipendenza e diligenza, per svolgere l'incarico adeguatamente nei tempi assegnati;
- per ponderare il livello del rischio di stima, che può essere intrinseco alla stima stessa, in quanto fondata su previsioni, o legato allo svolgimento dell'attività di stima.

Nel caso di assunzione dell'incarico attraverso un contratto di mandato redatto dal committente (engagement letter), questo deve essere in forma scritta; inoltre tale contratto può anche assumere la forma di una proposta redatta dall'esperto ed accettata dal committente; anche il giudice può conferire un incarico di valutazione nello svolgimento di una causa.

A volte può capitare che l'incarico sia eseguito sulla base di un'intesa orale, con successiva formalizzazione; in questi casi i PIV ritengono che il tempo tra l'inizio dell'attività valutativa e il conferimento scritto del mandato debba essere breve, specificando nel mandato stesso i motivi per i quali l'incarico ha già avuto corso in base ad un'intesa orale.

Nel mandato deve essere indicata l'identità del soggetto conferente l'incarico e quella dell'esperto, la data di conferimento, il tipo di incarico, l'oggetto della valutazione e le sue finalità, il compenso previsto e le sue modalità di pagamento, le clausole risolutive o i diritti di recesso, gli obblighi delle parti, gli eventuali limiti all'attività dell'esperto e il tempo assegnato per effettuare la valutazione.

Per quel che riguarda i limiti all'attività, quelli più rilevanti possono riguardare la disponibilità e l'accuratezza delle informazioni.

Per quanto concerne invece il tempo assegnato, deve essere coerente con il grado di complessità dell'incarico, le necessità del committente, le risorse organizzative a disposizione dell'esperto e non deve essere troppo breve, altrimenti la credibilità del lavoro svolto rischia di essere pregiudicata.

L'esperto *deve rifiutare* un incarico tutte le volte che non riesce a garantire un giudizio di valore informato, obiettivo e credibile, a causa dei tempi ristretti, della mancanza dei requisiti necessari per svolgere l'incarico, delle limitazioni gravi alla base informativa, dell'inadatta struttura professionale o organizzativa, dell'inadeguata remunerazione, dell'elevato rischio di stima e dell'incapacità di garantire un giudizio coerente all'incarico ricevuto.

All'interno dei principi italiani di valutazione sono indicate le tipologie di incarico che possono essere svolte dall'esperto. Infatti nei PIV all'interno del conceptual framework al punto I.4.2 si afferma che "L'esperto deve precisare la tipologia di lavoro svolto. Al riguardo le principali tipologie di lavoro dell'esperto sono cinque:

- a) valutazione;
- b) parere valutativo (expert opinion, valuation opinion, expert report);
- c) parere di congruità;

- d) calcolo valutativo (*calculation engagement*);
- e) revisione del lavoro di un altro esperto (*valuation review*).

Tutte le tipologie di lavoro dell'esperto assumono la forma di rapporto scritto.”

L'incarico di valutazione è quello condotto in modo completo in tutte le sue fasi, come previsto dai PIV nel conceptual framework al punto I.4.3 (si veda il paragrafo 1.7): si inizia con la definizione dei motivi della valutazione e il successivo conferimento dell'incarico, si prosegue con la formazione della base informativa e la sua analisi, successivamente si scelgono i metodi di stima e i relativi tassi e infine si costruisce una razionale sintesi valutativa.

I PIV invece nella rete concettuale di base al punto I.4.4 prevedono che “Un parere valutativo (*expert opinion*, *valuation opinion*, *expert report*) comporta lo svolgimento controllato, con la diligenza richiesta dal mandante o dalla natura del compito, di una parte soltanto del processo finalizzato alla valutazione, alla quale l'esperto limita la propria responsabilità professionale.”

Un incarico di parere valutativo è, pertanto, circoscritto ad uno specifico ambito applicativo, riguardante solo una parte del processo valutativo completo. Nei commenti allo stesso principio I.4.4 al secondo verso sono riportati degli esempi di casi nei quali si realizza un parere valutativo ai quali si rinvia.

Ancora i PIV sempre nella stessa parte al punto I.4.5 prescrivono che “I pareri di congruità comportano un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto (anche ad esito del lavoro di altro soggetto), generalmente costituito da un prezzo o da un rapporto di scambio. Possono derivare da una valutazione o da un parere valutativo.”

L'incarico di un parere di congruità prevede, pertanto, che l'esperto sia chiamato ad esprimere un giudizio su un valore già determinato a seguito di una valutazione o di un parere valutativo.

Sempre i PIV nel conceptual framework al punto I.4.6 affermano che “Gli incarichi di calcolo valutativo (*calculation engagement*) non presuppongono stime di valore, ma solo il calcolo del valore di una attività o passività sulla base di formule predefinite e/o input predefiniti.”

L'incarico di calcolo valutativo è, pertanto, focalizzato solo su aspetti quantitativi e richiede la mera applicazione di una specifica formula valutativa.

Infine i PIV nella rete concettuale di base al punto I.4.7 prevedono che “La revisione di una valutazione, o di un parere valutativo, o di un parere di congruità

(*valuation review*) consiste nel suo esame critico da parte di un esperto diverso da quello che ne è stato l'autore. I principi ai quali si conforma la revisione sono quelli di volta in volta afferenti l'oggetto della medesima.”

L'incarico di revisione del lavoro di un altro esperto è, pertanto, il controllo della valutazione, o del parere valutativo, o del parere di congruità da parte di un professionista con adeguata e comprovata competenza tecnica diverso da quello che ha prodotto il lavoro.

Nello svolgimento dell'incarico l'esperto deve mettere a disposizione adeguate risorse e strutture e adottare le corrette procedure al fine di minimizzare i rischi di errore e di garantire un controllo di qualità sulla sua attività. È negligente l'esperto che accetta l'incarico senza disporre di risorse e strutture adeguate, in modo da svolgere l'incarico professionalmente nei tempi e nei modi richiesti, e non adotta sistemi di controllo del proprio lavoro (PIV II.3.3).

Nell'esecuzione dell'incarico l'esperto può rilevare limitazioni alla piena sostenibilità del proprio giudizio (PIV II.3.1):

- se le limitazioni sono *gravi*, l'esperto deve rinunciare ad esprimere un giudizio, specificandone le ragioni;
- se le limitazioni sono *rilevanti*, l'esperto deve emettere un parere valutativo e non una valutazione, precisando nella relazione le suddette limitazioni;
- se le limitazioni non compromettono l'attendibilità della valutazione, ossia sono *non rilevanti*, l'esperto può emettere il proprio giudizio di valutazione, esplicitando nella relazione le relative limitazioni.

### 1.8.3 La relazione di stima e le carte di lavoro

La relazione di stima è il documento redatto dall'esperto al termine dell'incarico e deve assumere la forma scritta. In allegato alla stessa si trovano tutti i documenti a suo sostegno. Ogni altro documento redatto prima del termine del processo di valutazione costituisce una bozza (draft), il quale non rappresenta il giudizio finale, perché lo stesso è solo quello derivante dalla relazione di stima. Dalla relazione stessa può anche essere estratta una sintesi valutativa.

Lo scopo della relazione di stima è quello di fornire agli stessi destinatari una dettagliata informativa sul processo svolto e sulla relativa stima, allo scopo di garantirne la credibilità.

È ammessa a volte anche una relazione in forma orale (ad esempio nelle consulenze in udienza senza obbligo di memoria), ma successivamente è consigliabile redigere una relazione scritta (ad esempio attraverso il deposito di una memoria dopo lo svolgimento dell'udienza).

Si ritiene utile riportare direttamente il contenuto minimo della relazione di stima previsto dai principi italiani di valutazione, in quanto lo stesso è spiegato in modo esauriente. Tuttavia una struttura più articolata è ammissibile.

I PIV nella parte relativa all'attività dell'esperto al punto II.4.2 affermano che "Le relazioni di stima devono avere un'organizzazione logica e devono essere in grado di anticipare le domande che un lettore competente potrebbe porsi. In nessun modo i dati riportati in una parte della relazione dovrebbero contraddire dati riportati in altra parte della relazione senza adeguate riconciliazioni.

La quantità, il tipo e i contenuti della documentazione allegata alla relazione sono materia di giudizio dell'esperto, ma devono consentire di ripercorrere le scelte ed i calcoli compiuti. Gli eventuali allegati alla relazione devono essere identificabili separatamente rispetto alla relazione stessa e possono avere una circolazione diversa (ad esempio più riservata per esigenze di confidenzialità dell'informazione contenuta).

La relazione dell'esperto, qualunque sia la sua natura, deve contenere (in forma non ambigua) nella parte introduttiva i seguenti contenuti minimi che definiscono l'ambito di riferimento del lavoro compiuto dall'esperto (*scope of work*):

- 1) l'identità del committente ed i destinatari della valutazione;
- 2) la descrizione dell'incarico;
- 3) l'oggetto della valutazione (descrizione e caratteristiche);
- 4) la finalità della valutazione;
- 5) eventuali restrizioni legali o convenzioni nello svolgimento dell'incarico;
- 6) la data di riferimento della valutazione;
- 7) la valuta funzionale della valutazione;
- 8) l'identità dell'esperto (società e soggetto che firma la valutazione);
- 9) la competenza professionale dell'esperto (attestazione delle competenze e dell'esperienza necessaria ad assolvere l'incarico);
- 10) l'attestazione dell'esperto di adesione al *Code of Ethical Principles for Professional Valuer* dell'IVSC;
- 11) l'attestazione di indipendenza richiesta rispetto al tipo di mandato ricevuto da

- parte dell'esperto o dichiarazione che sta agendo come consulente di parte;
- 12) dichiarazione (eventuale) di presenza di potenziali conflitti diretti o indiretti da parte dell'esperto (con precisazione delle ragioni per le quali l'esperto ritiene che la circostanza non sia di ostacolo allo svolgimento dell'incarico);
  - 13) l'eventuale ricorso ad altri specialisti ausiliari (qualificazione e ragioni) e dichiarazione dell'assenza di ragioni per dubitare della credibilità e della affidabilità della base informativa utilizzata dallo specialista, come pure dell'assenza di elementi di contesto tali da far ritenere che il processo svolto e i risultati ottenuti non siano attendibili (o eventuali ragioni per cui l'esperto non può esprimersi sulla ragionevolezza dei risultati raggiunti dallo specialista);
  - 14) l'attestazione di adesione ai PIV (e/o gli eventuali scostamenti dai PIV);
  - 15) la natura della stima (valutazione, parere valutativo, parere di congruità, calcolo valutativo, revisione di valutazione di un terzo);
  - 16) la data di riferimento della valutazione/parere/calcolo/revisione (ed eventuale qualificazione della valutazione come valutazione retrospettiva);
  - 17) (nel caso di valutazione di aziende) il presupposto della valutazione/parere/calcolo/revisione (funzionamento o liquidazione);
  - 18) la prospettiva della valutazione/parere/calcolo/revisione (partecipanti al mercato o specifico soggetto);
  - 19) la configurazione di valore adottata (valore di mercato, valore d'investimento, valore negoziale equitativo, valore convenzionale, valore di smobilizzo, valore intrinseco, valore di adempimento nel caso di passività);
  - 20) l'unità di valutazione e l'aggregazione di attività;
  - 21) la natura e le fonti delle informazioni su cui si è basata la valutazione/parere/calcolo/revisione e le eventuali limitazioni alla base informativa;
  - 22) le ipotesi/condizioni adottate (con distinzione fra ipotesi speciali, relative a situazioni ipotetiche, rilevanti e sensibili);
  - 23) le eventuali limitazioni allo svolgimento della valutazione/parere/calcolo/revisione;
  - 24) le eventuali particolarità riscontrate (fra cui gli eventi intercorsi fra la data cui si riferisce la valutazione e la data del rapporto di valutazione, c.d. eventi successivi o *subsequent events*);
  - 25) l'attestazione che è stato seguito tutto il processo che l'esperto ritiene



- necessario per esprimere un giudizio informato di valore;
- 26) la data della relazione (sempre successiva alla data di riferimento della stima);
  - 27) la modalità di espressione del valore (valore unico o range di valori) ed il relativo razionale;
  - 28) eventuali richiami di informativa (relativamente a *sensitive assumption* o a limitazioni nelle informazioni disponibili).”

I PIV inoltre sempre nella stessa parte al punto II.4.3 prescrivono che “I contenuti della relazione di valutazione e il suo grado di dettaglio devono essere tali da consentire ai destinatari di comprendere pienamente l'intero processo valutativo adottato e di ripercorrerlo criticamente e di comprendere le ragioni delle scelte compiute. La relazione di valutazione deve attestare la diligenza professionale dell'esperto attraverso la descrizione delle modalità di svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo. A questi fini la relazione di valutazione deve riportare (in forma non ambigua) i seguenti contenuti minimi:

1) costituzione ed apprezzamento della base informativa:

- dati;
- ipotesi;
- ragioni per cui si attribuisce più peso all'informazione storica, corrente o prospettica;
- coerenza fra: (a) la scelta dei percorsi valutativi; (b) la configurazione di valore ricercata; (c) la finalità della stima;

2) analisi fondamentale:

- analisi documentale;
- analisi di contesto;
- analisi storica;
- analisi prospettica;
- analisi comparativa;
- esame dei fattori di rischio;
- analisi delle variabili di mercato;

3) metodiche di valutazione adottate (sia quelle utilizzate, sia quelle escluse con relativo razionale);

- 4) criteri di valutazione adottati per ciascuna metodica (con indicazione delle ragioni per cui sono stati scelti specifici criteri utilizzati);
- 5) scelte compiute relativamente alla fiscalità con riferimento a ciascuna metodica di valutazione (se pertinente);<sup>4</sup>
- 6) eventuale applicazione di premi o sconti;
- 7) sviluppo e calcolo delle metodiche di valutazione adottate;
- 8) identificazione dei principali fattori di rischio e modalità più idonee per il loro trattamento (se pertinente);
- 9) costruzione di una razionale sintesi valutativa.”

Le carte di lavoro rappresentano invece la raccolta di tutto il materiale utilizzato dall'esperto per svolgere il suo lavoro; egli deve conservare ordinatamente il mandato, l'originale della relazione consegnata e dei suoi allegati, tutti i documenti costituenti la base informativa, tutte le informazioni prodotte attraverso l'analisi fondamentale, tutte le corrispondenze inviate e ricevute durante l'incarico, tutti gli eventuali elaborati provvisori o parziali prodotti e ogni altro documento riguardante il lavoro svolto.

La durata e la modalità di conservazione delle carte di lavoro deve avvenire per un periodo non inferiore al tempo entro il quale l'esperto è chiamato per legge o per pattuizione a produrle, al fine di permettere la verifica dei contenuti e della qualità della valutazione.

Le carte di lavoro permettono di documentare l'attività svolta dall'esperto, di aiutarlo nello svolgimento del suo lavoro e sono a sostegno della validità della stima.

#### *1.8.4 Le responsabilità dell'esperto*

L'esperto nello svolgimento dell'incarico di valutazione assume delle responsabilità, che vengono di seguito illustrate.

Nei conferimenti di beni in natura e di crediti in S.p.A. (art. 2343 c.c.) o in S.r.L. (art. 2465 c.c.) è previsto che “L'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile.”

---

<sup>4</sup> Questo viene prescritto dai PIV anche nel conceptual framework al punto I.13.1.

L'articolo 64 del codice di procedura civile al primo comma dispone che "Si applicano al consulente tecnico le disposizioni del Codice penale relative ai periti": si fa riferimento alla responsabilità penale del consulente tecnico d'ufficio, disciplinata dagli articoli 314 del c.p. e ss. relativi al peculato, dall'articolo 366 del c.p. in caso di rifiuto di uffici legalmente dovuti e dall'art. 373 del c.p. relativo alla falsa perizia o interpretazione. Inoltre nel medesimo articolo al secondo comma si stabilisce che "In ogni caso, il consulente tecnico che incorre in colpa grave nell'esecuzione degli atti che gli sono richiesti, è punito con l'arresto fino a un anno o con l'ammenda fino a 10.329 euro. Si applica l'articolo 35 del Codice penale" (che riguarda la sospensione dall'esercizio di una professione). "In ogni caso è dovuto il risarcimento dei danni causati alle parti."

L'articolo 2236 del c.c., relativo alla responsabilità del prestatore d'opera, prevede che l'esperto stimatore non risponda per colpa lieve, quando la prestazione preveda la risoluzione di problemi tecnici di particolare difficoltà, residuando la sola responsabilità per dolo o colpa grave; in quest'ultimo caso il perito risponde dei danni arrecati secondo le regole ordinarie del codice civile.

Esiste inoltre una responsabilità di tipo disciplinare per tutti coloro iscritti all'albo dei consulenti tecnici del Giudice oppure all'albo dei professionisti soggetti alla potestà disciplinare del relativo Ordine o Collegio professionale.

In ambito tributario infine la responsabilità del perito è prevista dall'art. 6, comma 1, D.Lgs. n. 472/1997, con gli aggiornamenti dell'art. 2, comma 1, lett. b), D.Lgs. n. 203/1998. In tali norme si stabilisce che, se la violazione deriva da errori sul fatto, cioè dovuti alla falsa rappresentazione della realtà, il perito non risponde se tale errore non è caratterizzato da colpa; mentre è sempre responsabile per colpa lieve, cioè in caso di negligenza o imperizia, nonché per colpa grave, ossia quando volontariamente ha determinato un valore inesatto. Inoltre nelle stesse norme si prescrive che il perito non risponde nei casi in cui la valutazione venga eseguita secondo criteri di stima considerabili corretti (la non correttezza della stima può essere collegata alla scelta di un criterio di valutazione errato o all'omissione di dati).

### *1.9 Le sfide future che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare*

Il Dottore BINI MAURO, nell'articolo "Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare?", LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE, volume

1, anno 2019, pag. 5, afferma: “(...) Ho individuato quattro principali aree nelle quali ritengo che la valutazione d’azienda abbia perso *reference points*:

- a) le tecniche valutative;
- b) i mercati finanziari;
- c) i modelli di business;
- d) i principi contabili e la regolamentazione.

Se si vuole comprendere quali saranno i problemi che la professione dovrà affrontare nel prossimo futuro, bisogna partire proprio da qui. (...).”

a) Quando si valutano le aziende oggi si tende ad utilizzare le tecniche valutative attraverso un approccio statico; invece i metodi devono essere usati secondo un orientamento dinamico, tenendo in considerazione che il valore dell’impresa deve essere funzione della capacità della stessa di competere e stare sul mercato, perché da ciò dipendono anche le sue prospettive di crescita e il suo rischio; ciò significa che la stessa azienda non deve essere valutata solo con riferimento alle risorse che dispone alla data di valutazione, ma anche rispetto a quelle che rigenererà in futuro e a quelle nuove che acquisirà (mappatura delle risorse ed esame della loro evoluzione nel tempo). Pertanto in futuro bisogna svincolarsi dalla visione statica dei metodi, perché valutare un’impresa richiede di adottare un orientamento dinamico.

b) In questo ambito la sfida futura sta nella possibilità di diversificare i fattori di rischio e di conseguenza i tassi di attualizzazione sulla base delle diverse configurazioni di valore adottate (valore di mercato, valore d’investimento, valore di liquidazione, valore intrinseco) o in riferimento alle diverse unità di valutazione (intera azienda o ramo aziendale).

c) Nel processo valutativo è fondamentale analizzare il modello di business e la sua evoluzione nel tempo. Tale analisi è una chiave indispensabile per poter aprire la porta di accesso alla scelta delle tecniche valutative. Pertanto in futuro l’analisi del modello di business, che fa parte dell’analisi fondamentale, rappresenta uno dei punti di partenza di ogni processo valutativo e solo in seguito si può passare alle fasi successive.

d) Valori contabili e valori economici differiscono perché i primi, ad esempio, non riflettono i valori correnti, gli intangibles non presenti a bilancio e l’avviamento; tale scostamento è dovuto ai principi contabili e alle regolamentazioni applicate. Pertanto qui la sfida futura sta nella capacità di catturare tutti quei driver di valore

(economico), che non si riflettono nel valore contabile derivante dall'applicazione di principi contabili e regolamentazioni.

In sintesi la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare nuove sfide, in quanto sono venuti meno alcuni suoi punti di riferimento:

- va data maggior rilevanza alla costruzione di una adeguata base informativa e alla relativa analisi fondamentale (fasi ad oggi trascurate);
- la qualità della valutazione deve essere data dal processo valutativo (completezza della base informativa e profondità dell'analisi fondamentale) e non dalla mera applicazione della formula;
- è di estrema importanza analizzare il modello di business e la sua evoluzione;
- è richiesto un approccio di valutazione olistico, che analizzi la capacità dell'impresa di competere, di stare sul mercato e mappi le sue risorse, nonché valuti la loro evoluzione nel tempo;
- è necessario indentificare quelle leve di valore (economico) che non si riflettono nei dati contabili.



## CAPITOLO 2: METODI E CRITERI PER LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

### 2.1 Una classificazione dei metodi e dei criteri

Per determinare il valore di un'azienda possono essere utilizzate una o più metodiche di valutazione; inoltre all'interno di ciascuna metodica sono inclusi molti criteri di valutazione, accomunati da una stessa logica valutativa. In questo paragrafo si procede prima a classificare le metodiche di valutazione e poi i correlati criteri.

I PIV infatti nel conceptual framework al punto I.14.2 affermano che “Le tre principali metodiche nell'ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti:

- a) metodica di mercato (*market approach*);
- b) metodica dei flussi di risultati attesi (*income approach*);
- c) metodica del costo (*cost approach*).

(...)”.

La *metodica di mercato* dà un'indicazione di valore comparando l'attività oggetto di valutazione con attività simili o identiche, per le quali sono disponibili indicazioni significative di prezzi recenti; tale metodo garantisce indicazioni di valore significative, in quanto fondate su dati oggettivi, quando:

- le attività messe a confronto con quella oggetto di valutazione presentano un grado di comparabilità accettabile;
- i prezzi relativi alle attività comparabili si formano in normali condizioni di mercato;
- nel prezzo non sono inglobate sinergie speciali legate alla specifica transazione.

Nei casi in cui le attività non siano direttamente comparabili, sono richiesti aggiustamenti ai prezzi al fine di ricondurre a confrontabilità l'attività oggetto di valutazione con quelle messe a paragone.

Condizione per l'utilizzo della metodica di mercato è che il prezzo osservato per le attività simili o identiche rappresenti il prezzo che si potrebbe originare alla data di valutazione; pertanto l'esperto non può prescindere da un'analisi delle condizioni che hanno determinato la formazione del prezzo stesso.

La *metodica dei flussi di risultati attesi (o del reddito)* prevede invece che il valore sia fondato sulla capacità di un'attività di generare flussi di risultato nel futuro. La logica di fondo sta nel riconoscimento all'attività di un valore pari a quello recuperabile tramite l'uso, cioè derivante dall'attualizzazione dei risultati futuri attesi prodotti dalla stessa attività.

La *metodica del costo* infine prevede il calcolo del costo che si dovrebbe sostenere per sostituire o riprodurre l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente. Questa metodica viene normalmente utilizzata in via residuale, nei casi in cui non siano disponibili informazioni che consentano l'applicazione delle altre due metodiche.

Il costo calcolato con tale metodica può essere inteso come costo di riproduzione o ricostruzione (reproduction cost) oppure come costo di sostituzione o rimpiazzo (replacement cost). Oltre a ciò tale costo deve essere abbattuto per tenere conto dei fenomeni di degrado e usura (obsolescenza) collegati all'attività oggetto di valutazione alla data di valutazione.

Inoltre i PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.11 affermano che "I criteri riconosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami di azienda, appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti:

- 1) i criteri patrimoniali;
- 2) i criteri reddituali;
- 3) i criteri che esplicitano la creazione di valore;
- 4) i criteri finanziari;
- 5) i criteri comparativi di mercato.

Al di là della loro articolazione, tutti i criteri sono riconducibili alle tre metodiche generali: del costo (criteri patrimoniali), o dei risultati attesi (criteri reddituali, criteri finanziari), o del mercato (criteri comparativi di mercato), o una combinazione tra le metodiche del costo e del reddito (criteri che esplicitano la creazione di valore) (...).

Oltre a ciò nei commenti dello stesso punto III.1.11 è previsto che "(...) La prassi talora vede l'applicazione anche di metodi diversi da quelli qui presentati. Si tratta di regola di procedimenti empirici, non validati scientificamente e il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato."

Pertanto all'interno della metodica di mercato si possono individuare i seguenti criteri comparativi di mercato:

- *multipli di mercato*, che si basano su prezzi di mercato di società quotate



comparabili;

- *multipli delle transazioni comparabili*, che si fondano su prezzi relativi a transazioni effettuate da aziende quotate o non quotate comparabili;
- *regole del pollice ("rules of thumbs")*, che non sono dei veri metodi di stima, ma regole empiriche scientificamente non dimostrate e frutto di consolidate consuetudini di mercato da parte dei suoi operatori, il cui uso è sconsigliato da parte dei principi italiani di valutazione.

Mentre ricadono nella metodica dei flussi di risultati attesi (o del reddito) i seguenti criteri:

- *criteri finanziari*, che prevedono l'attualizzazione dei flussi di cassa;
- *criteri reddituali*, che prevedono l'attualizzazione dei flussi di reddito.

Infine all'interno della metodica del costo si individuano i seguenti criteri patrimoniali:

- *criterio patrimoniale semplice*, che esprime a valori correnti le attività e passività presenti nello stato patrimoniale;
- *criterio patrimoniale complesso* che, rispetto al criterio patrimoniale semplice, considera anche il valore corrente di tutti i beni immateriali non presenti a bilancio.

Inoltre combinando insieme la metodica del costo con quella del reddito si individuano i criteri che esplicitano la creazione di valore (o misti), così chiamati perché si compongono di una componente patrimoniale e di una reddituale, che sono così classificabili:

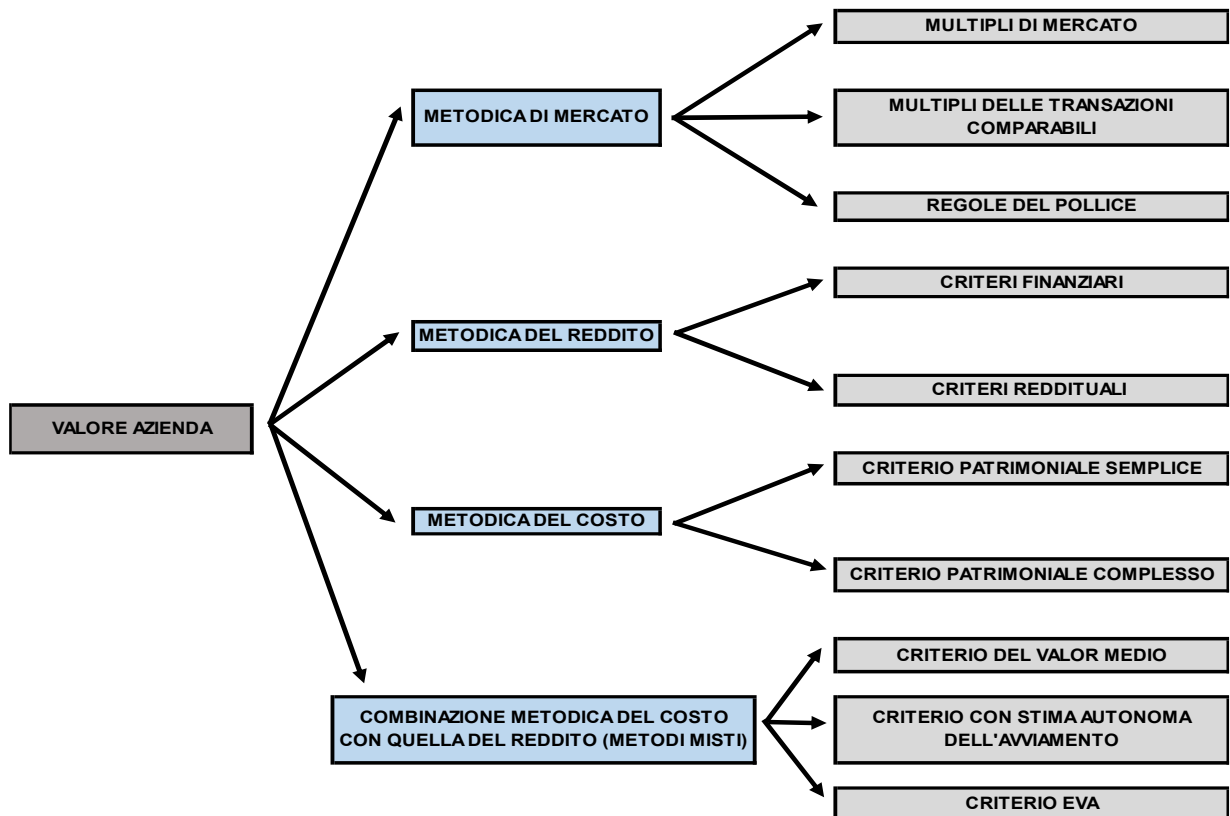
- *criterio del valor medio*, che perviene ad un valore medio attribuendo un peso equivalente alla componente patrimoniale e a quella reddituale;
- *criterio con stima autonoma dell'avviamento*, che esplicita separatamente le prospettive reddituali positive o negative future dell'azienda (goodwill o badwill);
- *criterio EVA*, che è simile a quello con stima autonoma dell'avviamento, solo che viene espresso nella variante asset side.

Nella prassi è molto diffusa la pratica di associare un criterio principale di valutazione (normalmente quello finanziario) con un secondo criterio ai fini del

controllo (solitamente i multipli).

In sintesi le metodiche e i criteri di valutazione possono essere riassunti nella figura seguente.

**FIGURA 2: CLASSIFICAZIONE DEI METODI PER LA VALUTAZIONE D'AZIENDA**



Fonte: Elaborazione personale.

Nei prossimi paragrafi si procede a presentare analiticamente i criteri di valutazione qui classificati.

## 2.2 I metodi basati sui flussi

I successivi paragrafi descrivono in dettaglio la metodica dei flussi di risultati attesi (o del reddito):

- nei paragrafi 2.2.1 e 2.2.2 si considera l'ipotesi in cui il valore economico derivi dall'attualizzazione di un unico flusso perpetuo medio normalizzato;
- nei paragrafi 2.2.3, 2.2.4 e 2.2.5 si espone l'ipotesi in cui l'orizzonte illimitato di tempo futuro sia suddiviso in due parti: nella prima i flussi si estrapolano da un piano analitico, mentre nella seconda si determina un terminal value attraverso

l'attualizzazione di un flusso medio prospettico normale, che può rimanere stabile all'infinito (ipotesi steady state) o crescere illimitatamente ad un tasso di crescita annua costante perpetua  $g$  (ipotesi steady growth);

- nei paragrafi 2.2.6 e 2.2.7 si descrivono le formule dei criteri reddituali e di quelli finanziari, sia in ipotesi di un unico flusso medio normale in perpetuo, sia in ipotesi di divisione in due parti dell'orizzonte temporale illimitato futuro (piano e terminal value).

### *2.2.1 I criteri per la definizione dei flussi futuri*

Quando il valore economico deriva dall'attualizzazione di un unico flusso perpetuo medio normalizzato, tale flusso può essere stimato partendo dai risultati della gestione passata, nelle situazioni in cui si presenta continuità strategica e gestionale rispetto al passato, oppure la stima può derivare dai programmi della gestione futura, quando si è in presenza di cambiamenti rilevanti rispetto al passato che modificano radicalmente la struttura strategica e gestionale dell'azienda. Nel primo caso per la relativa stima si adotterà un metodo storico-evolutivo, mentre nel secondo caso un metodo strategico-innovativo.

Con il *metodo storico-evolutivo* la previsione del flusso ha carattere oggettivo e si fonda sui risultati passati dell'azienda, i quali devono essere proiettati nel futuro dopo una adeguata normalizzazione (si veda il paragrafo 2.2.2) e correzione per tenere in considerazione la dinamica evolutiva della gestione aziendale. L'iter procedurale inizia con l'identificazione dell'orizzonte temporale di riferimento per individuare i dati storici, successivamente i risultati storici identificati vengono normalizzati (ad esempio si eliminano le componenti collegate ad eventi non ripetibili, nonché si correggono quei valori che a seguito di politiche di bilancio e principi contabili alterano la proiezione dei valori storici), infine va verificata la "tenuta" nel futuro dei dati storici normalizzati ed eventualmente apportate le rettifiche necessarie per riflettere gli andamenti della gestione futura (ad esempio considerando gli effetti derivanti dalle dinamiche di settore e concorrenziali o quelli relativi alle caratteristiche operative e finanziarie dell'impresa).

Mentre con il *metodo strategico-innovativo* è la proiezione media futura normalizzata (si veda il paragrafo 2.2.2) ad assumere un ruolo centrale; in altre parole le previsioni sugli andamenti di mercato, sui competitors, sui caratteri peculiari

dell'azienda (ad esempio posizionamento strategico, fattori critici di successo, fonti di vantaggio competitivo) e sui dati economico-finanziari diventano gli elementi chiave di tale metodo di stima. Pertanto con questo metodo il futuro, e non lo storico, è la base fondamentale della valutazione e le ipotesi, e non l'oggettività, sono i suoi elementi principali. Ad ogni modo gli elementi prospettici che presentano una certa costanza con il passato è bene che trovino nei valori storici un primo punto di riferimento per la loro valutazione.

### *2.2.2 La normalizzazione dei flussi futuri (cenni)*

La normalizzazione ha il fine di rendere il flusso medio prospettico maggiormente rappresentativo della dinamica futura dell'azienda, eliminando principalmente tutti quegli accadimenti non ricorrenti o anomali.

I dottori CORBELLA SILVANO, LIBERATORE GIOVANNI, TISCINI RICCARDO, nel libro *“Manuale di valutazione d'azienda”*, Mc Graw Hill, anno 2020, pag. 84, affermano: “(...) Scendendo nel dettaglio, la normalizzazione si sostanzia nello svolgimento delle seguenti “azioni” principali:

- eliminazione dei componenti straordinari aventi, per natura e importo, carattere di occasionalità e di estraneità al portafoglio di attività aziendale;
- valorizzazione degli oneri/proventi figurativi derivanti dall'impiego di risorse senza corrispettivo o con corrispettivo non congruo;
- rettifica dei valori a causa dell'adozione di regole e/o politiche contabili e della rilevazione di errori;
- rideterminazione delle imposte dirette;
- neutralizzazione degli effetti inflattivi.

(...)”.

### *2.2.3 Il periodo analitico di piano*

Quando il livello di attività non è “normalizzato” non è possibile stimare il capitale economico con l'attualizzazione di un unico flusso medio perpetuo normalizzato come spiegato nei paragrafi 2.2.1 e 2.2.2.

Al contrario bisogna dividere l'orizzonte temporale illimitato futuro in due parti: una prima che deve cogliere la parte dinamica del tempo, attraverso la stima analitica dei

relativi flussi (piano), e una seconda che ipotizza l'attualizzazione di un flusso medio prospettico normale (terminal value), che può rimanere stabile all'infinito (ipotesi steady state) o crescere ad un tasso annuo costante perpetuo  $g$  (ipotesi steady growth).

A riguardo la spiegazione del periodo analitico di piano si illustra nel seguente paragrafo, mentre quella del periodo a regime di terminal value nel paragrafo 2.2.5.

L'analisi del periodo analitico di piano trova nel piano industriale o nel business plan il suo elemento cardine.

Nei PIV infatti nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.36 si afferma che "L'individuazione dei flussi (...) richiede la disponibilità di un piano aziendale, normalmente elaborato dal management dell'azienda da valutare, del quale recepisce le ipotesi di base e le migliori stime. Il piano idealmente dovrebbe estendersi sino al momento della stabilizzazione dei *driver* di valore, mediante proiezioni concordate sempre con il management. (...)".

Per determinare l'arco temporale di estensione del periodo analitico di piano al fine di raggiungere la stabilizzazione dei driver di valore, come prescritto dai PIV al punto III.1.36, si può alternativamente:

- estendere la previsione analitica dei flussi sino al raggiungimento di una situazione di equilibrio, tale per cui sui nuovi investimenti i rendimenti sono uguali al costo del capitale;
- estendere il periodo di piano fino alla stabilizzazione dei driver di valore, mantenendo sui nuovi investimenti un rendimento maggiore del costo del capitale.

Nel primo caso l'orizzonte di piano si estende fino a quando il rendimento prodotto dai nuovi investimenti diventa uguale al costo del capitale; come conseguenza dopo il periodo di piano solo gli investimenti essenziali per il mantenimento della capacità produttiva (investimenti di sostituzione) sono rilevati, mentre i nuovi investimenti si possono effettuare, ma non hanno nessun riflesso sul valore dell'azienda perché il loro rendimento è uguale al costo e, pertanto, si ipotizza che l'azienda rimanga stabile (ipotesi steady state).

Nel secondo caso l'orizzonte di piano si estende fino alla stabilizzazione dei parametri dai quali dipende la creazione di valore dell'azienda; come conseguenza dopo il periodo di piano assumono importanza sia gli investimenti di sostituzione, che

i nuovi investimenti il cui rendimento supera stabilmente il costo e, pertanto, si ipotizza che l'azienda cresca costantemente ad un tasso  $g$  (ipotesi steady growth).

Normalmente nella prassi la durata del piano cade tra i cinque e gli otto anni, con punte massime di dieci anni e minimo di tre anni. Se la durata del piano redatto dal management fosse limitata, il valutatore può estenderne l'arco temporale al fine di raggiungere la stabilizzazione dei driver di valore, in modo da agevolare la stima del valore terminale. Però se tale estensione comporta stime di piano non attendibili a causa di mancanza di dati e informazioni, per l'esperto è conveniente confermare la durata di piano effettiva (senza estensione); di conseguenza il valutatore, anche se non raggiunge l'obiettivo della stabilizzazione dei driver di valore, deve comunque stabilire le condizioni al termine del piano scegliendo tra:

- ipotizzare sui nuovi investimenti l'uguaglianza tra rendimenti e costo del capitale (ipotesi steady state);
- ipotizzare in modo stabile sui nuovi investimenti rendimenti superiori al costo del capitale (ipotesi steady growth).

Ad ogni modo l'esperto deve accertare che il piano sia stato ufficialmente approvato dall'azienda e, in caso di eventuale estensione dell'arco temporale, lo stesso prolungamento deve essere accettato dai responsabili aziendali. Inoltre il valutatore deve verificare se il piano contiene una volontà strategica di perseguirlo o se al contrario è solo una mera previsione dei risultati che un'azienda potrebbe realizzare in futuro.

Nel caso invece non fosse disponibile un piano già redatto dal management, i PIV nella parte dei principi per specifiche attività nel punto III.1.27 prescrivono che "Se l'esperto non dispone di un piano di fonte aziendale e si impegna direttamente nella previsione dei possibili flussi di risultati sulla base degli elementi informativi disponibili, deve indicare con chiarezza la natura ipotetica delle elaborazioni svolte e precisare le ipotesi sulle quali queste sono basate segnalando gli elementi di sostegno disponibili."

Come ultima cosa esistono situazioni in cui l'azienda oggetto di valutazione abbia un orizzonte temporale limitato al solo periodo analitico di piano e, di conseguenza, non esiste il bisogno di considerare le condizioni al termine del piano (periodo a regime); tali situazioni riguardano ad esempio lo svolgimento dell'attività d'impresa attraverso una concessione temporanea.

#### *2.2.4 Il giudizio di ragionevolezza richiesto all'esperto sul piano*

I principi italiani di valutazione richiedono che sul piano del periodo analitico l'esperto esprima un proprio giudizio sulla sua ragionevolezza.

I PIV infatti nella parte relativa ai principi per specifiche attività al punto III.1.24 prescrivono che “Nel caso di valutazione l'esperto deve esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano a lui sottoposto per la determinazione dei flussi e ove necessario deve integrarlo con specifiche motivazioni. Il suo giudizio deve tenere conto:

- a) delle finalità per cui è stato redatto il piano e dell'approvazione o meno da un organo di governo aziendale o di gruppo;
- b) delle esperienze dell'azienda di cui trattasi in materia di gestione programmata;
- c) delle caratteristiche dell'attività svolta dall'azienda e dello scenario di riferimento;
- d) della coerenza strategica del piano, della sua adeguatezza tecnica e della sua operatività;
- e) della ragionevolezza delle ipotesi assunte e delle stime formulate;
- f) della plausibilità dei risultati medio-normali attesi e della loro effettiva sostenibilità;
- g) della ragionevolezza dei rischi impliciti rispetto alle condizioni tipiche delle realtà aziendale oggetto di valutazione, del settore di appartenenza e dell'ambito competitivo di riferimento;
- h) del coinvolgimento delle unità di business responsabili dei risultati previsti;
- i) della qualità del processo di pianificazione.

L'esperto deve infine espressamente segnalare se dal suo esame siano emersi elementi che facciano ritenere inappropriate le indicazioni del piano, anche per l'eventuale comparsa di fatti o circostanze nuovi, o al contrario, se tali indicazioni possano costituire una base adeguata per la stima.”

Per esprimere il suo giudizio di ragionevolezza sul piano l'esperto deve effettuare le seguenti verifiche:

- a) finalità per le quali il piano è costruito;
- b) responsabili del piano;
- c) orizzonte coperto dal piano e data di elaborazione;

- d) completezza, coerenza e sostenibilità finanziaria del piano;
- e) analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi;
- f) modalità di costruzione del piano e modello di pianificazione.

a) Una prima verifica riguarda le finalità per le quali il piano è costruito: nelle medie e grandi imprese il piano è lo strumento di guida strategica della società, definendo gli obiettivi di medio e lungo termine, mentre le società di piccole dimensioni non elaborano un piano per finalità strategiche, ma solo in coincidenza di specifici eventi (ad esempio su richiesta delle banche finanziarie).

b) La verifica successiva (seconda) concerne l'individuazione dei soggetti responsabili del processo di elaborazione e approvazione del piano: nelle aziende di medie e grandi dimensioni, con uno strutturato processo di pianificazione, il coordinamento alla formazione del piano viene svolto dalla funzione finanza ed amministrazione, con il coinvolgimento della prima e seconda linea manageriale, oltre che di tutta la funzione commerciale, mentre nelle piccole realtà, senza un processo di programmazione, il piano viene elaborato da consulenti esterni o dalla funzione finanza ed amministrazione, ma senza coinvolgere l'intera squadra manageriale.

c) La terza verifica ha l'obiettivo di esaminare se il piano è aggiornato e copra un orizzonte temporale adeguato: nelle imprese medio grandi il piano di norma copre un orizzonte tra i tre e i cinque anni e viene aggiornato ogni anno, mentre nelle piccole aziende è facile imbattersi in piani elaborati nel passato e non aggiornati, con la conseguenza che l'esperto prima di valutare la ragionevolezza del piano deve chiederne un aggiornamento.

d) La verifica successiva (quarta) mira ad accertare la completezza, coerenza e sostenibilità finanziaria del piano:

- la completezza richiede la presenza nel piano non solo di dati prospettici derivanti dal conto economico, dallo stato patrimoniale e dal rendiconto finanziario, ma anche di un'analisi adeguata del contesto competitivo, del modello di business e della strategia che la società ha intenzione di implementare nel prossimo futuro. Ad ogni modo, in caso di mancanza di completezza, l'esperto è tenuto ad approfondire e integrare il piano;
- la coerenza prevede, da una parte, la verifica dell'esistenza di un allineamento



tra strategia, ipotesi, piano e dati previsionali in esso contenuti e, dall'altra parte, il controllo della realizzabilità del piano all'interno del disegno organizzativo predisposto dalla società;

-la sostenibilità finanziaria richiede di verificare che le dinamiche finanziarie (fonti di finanziamento) siano reperibili e adeguate per sostenere le previsioni di piano.

e) La quinta verifica ha l'obiettivo di analizzare il contesto competitivo, il modello di business e i vantaggi competitivi: il valutatore attraverso la lettura del piano deve verificarne la coerenza con il modello di business, nonché controllare che lo stesso contenga un'analisi adeguata del contesto competitivo e rifletta i vantaggi competitivi di cui gode la società.

f) L'ultima verifica (sesta), ossia quella più importante, concerne le modalità di costruzione del piano e il modello di pianificazione: l'esperto è chiamato ad esaminare le ipotesi sulle quali è costruito il piano e il modello di pianificazione utilizzato dalla società per tradurre le azioni strategiche in dati quantitativi contenuti nel piano stesso. Inoltre lo stesso esperto è chiamato ad esaminare attentamente i driver che hanno guidato alla definizione delle previsioni contenute nel piano, nonché deve tenere in considerazione che, a seconda del settore e del business di appartenenza, le aziende possono seguire logiche di pianificazione diverse.

Il giudizio di ragionevolezza richiesto all'esperto sul piano può assumere tre configurazioni:

- *piena ragionevolezza*, quando l'informazione finanziaria prospettica contenuta nel piano è ragionevole<sup>1</sup> e può essere utilizzata senza modifiche ai fini valutativi;
- *ragionevolezza limitata*, se l'informazione finanziaria prospettica del piano non è pienamente ragionevole ed impone di adottare dei rimedi per poter essere utilizzata ai fini valutativi;
- *assenza di ragionevolezza*, quando l'informazione finanziaria prospettica contenuta nel piano non è utilizzabile ai fini valutativi, pertanto l'esperto deve rinunciarvi.

---

<sup>1</sup> L'informazione finanziaria prospettica del piano può dirsi ragionevole quando un altro esperto, esercitando un adeguato scetticismo professionale, riterrebbe tale informazione una fonte informativa utile alla stima del valore dell'azienda.

In caso di giudizio di ragionevolezza limitata sul piano, i rimedi che l'esperto può adottare per rendere lo stesso pienamente ragionevole ricadono all'interno delle seguenti tre tipologie:

- richiedere alla società di integrare e/o correggere il piano;
- apportare approfondimenti, modifiche, aggiustamenti ai flussi prospettici;
- inserire degli aggiustamenti al tasso di sconto per riflettere i profili di rischio non considerati nel piano.

### *2.2.5 Il periodo a regime*

Come già richiamato più volte, quando il livello di attività non è "normalizzato", per calcolare il capitale economico è utile suddividere l'orizzonte temporale futuro illimitato in due parti (o stadi).<sup>2</sup> Del periodo analitico di piano si è già parlato nei paragrafi 2.2.3 e 2.2.4, mentre del periodo a regime e del collegato terminal value se ne parla nel presente paragrafo.

Nella prassi valutativa l'analisi del terminal value del periodo a regime può essere svolta secondo due modalità alternative:

- ipotizzare che, a partire dalla fine del piano, sui nuovi investimenti sistematicamente si abbia l'uguaglianza tra il rendimento e il costo del capitale; di conseguenza, da una parte, ai fini del calcolo del flusso medio prospettico normale relativo al terminal value rilevano solo gli investimenti di sostituzione e non i nuovi investimenti e, dall'altra parte, lo stesso flusso si suppone costante nel tempo (ipotesi steady state);
- ipotizzare che, a partire dalla fine del piano, sui nuovi investimenti regolarmente si abbiano rendimenti superiori al costo del capitale; di conseguenza, da una parte, ai fini del calcolo del flusso medio prospettico normale relativo al terminal value rilevano sia gli investimenti di sostituzione, che quelli nuovi a sostegno della crescita e, dall'altra parte, lo stesso flusso si suppone crescere perpetuamente ad un tasso annuo costante  $g$  (ipotesi steady growth).

---

<sup>2</sup> È ammissibile la stima del capitale economico anche con modelli con più di due stadi, come ad esempio quando dopo il piano e prima del terzo stadio di stabilità è necessario inserire un secondo stadio per catturare la crescita. Normalmente nella prassi per valutare le aziende mature si utilizza un modello a due stadi, mentre per quelle nuove (start up) uno a tre stadi.

La valutazione del capitale economico di un'azienda può avvenire attraverso due presupposti alternativi:

- ipotesi di continuità della gestione, nella quale le risorse aziendali sono considerate come un complesso unico e organizzato (*going concern*);
- ipotesi di liquidazione, dove i beni dell'impresa sono considerati singolarmente e privi di relazioni reciproche (*gone concern*).

Le due possibilità sopra illustrate sono dei presupposti alternativi di valutazione scelti dall'esperto a seconda del caso concreto analizzato; di conseguenza:

- l'adozione dell'ipotesi di continuità non deve essere intesa come garanzia che l'impresa in futuro sia in grado di svolgere con costanza la propria attività, senza che via sia la necessità di metterla in liquidazione;
- l'adozione dell'ipotesi di liquidazione non deve essere intesa come certezza che l'entità debba essere messa in liquidazione e non abbia le capacità di continuare a svolgere in futuro normalmente la sua attività.

Queste due prospettive di valutazione influenzano la configurazione del terminal value del periodo a regime; infatti:

- in caso di ipotesi "going concern", il valore terminale può essere alternativamente calcolato:<sup>3</sup>
  - a) attualizzando un flusso perpetuo medio normale, scegliendo tra l'ipotesi steady state o steady growth;
  - b) individuando a fine piano una significativa misura di performance e applicandogli un multiplo di società comparabili non corrente ma forward, ossia un multiplo che consideri non la crescita attesa del periodo analitico di piano, ma solo le condizioni di stabilità o crescita di fine piano.
- in caso di ipotesi "gone concern", il terminal value è il valore di liquidazione calcolato come differenza tra i valori di realizzo delle attività e i valori di adempimento delle passività, al netto di eventuali costi di liquidazione.

---

<sup>3</sup> È preferibile la prima alternativa alla seconda, perché si crea una coerenza tra i flussi del periodo analitico di piano e quello del terminal value del periodo a regime; invece con la seconda alternativa si realizzerebbe un procedimento "ibrido", visto l'incoerenza tra periodo analitico di piano (flussi) e quello a regime (multiplo). Tale suggerimento è confermato anche dai principi italiani di valutazione nei commenti al punto III.1.37.

I PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.37 affermano che “(...) l'esperto deve prestare grande attenzione alla stima del valore terminale, essendo consapevole del peso elevato che questo può avere sul valore finale (...) La stima più appropriata dovrebbe basarsi sull'individuazione di un flusso sostenibile di lungo periodo, tenendo conto anche di un tasso di crescita coerente con i fondamentali. Il confronto con una stima basata sui moltiplicatori di mercato di società confrontabili, opportunamente scelti, può peraltro consentire un utile controllo.”<sup>4</sup>

Nel calcolo del terminal value un elemento chiave è la stima di  $g$ , cioè il tasso annuo costante di crescita del flusso perpetuo medio normale. Nell'ipotesi steady state la determinazione di  $g$  non rileva perché è uguale a zero, mentre nell'ipotesi steady growth diviene fondamentale stabilire correttamente il valore di  $g$ , in quanto tale stima è critica e difficilmente documentabile in modo oggettivo.

Gli stessi PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.37 nei commenti al sesto verso dicono che “(...) La stima del saggio  $g$  richiede uno sforzo dell'esperto sul fronte dell'analisi fondamentale finalizzato a comprendere la sostenibilità del vantaggio competitivo di cui gode l'azienda al momento della valutazione nel lungo periodo; tale sforzo va fatto nella consapevolezza che i vantaggi competitivi sono destinati a ridursi o a esaurirsi nel tempo per effetto della naturale dinamica competitiva. Gli aspetti da considerare sono: le prospettive di crescita del settore di riferimento; le prospettive di crescita dell'azienda e la crescita storica già realizzata; le barriere all'entrata che esistono e l'eventuale minaccia di prodotti/servizi/tecnologie sostitutive; l'intensità competitiva del settore (numero di concorrenti, quote di mercato dei leader e quelle dei *follower*, fenomeni di “guerra dei prezzi” attesi o passati, ecc.); forza del brand; potere contrattuale dei clienti e dei fornitori; potere contrattuale dei canali distributivi. Ferma restando l'imprescindibilità dell'analisi fondamentale, occorre anche considerare che nel lungo periodo il tasso di crescita di un'azienda tende a quello tipico del settore, il quale a sua volta tende al tasso di crescita dell'economia in generale. Inoltre in alcuni casi il tasso di crescita  $g$  ha il solo scopo di recuperare l'inflazione in modo che i flussi terminali mantengano nel tempo il loro contenuto reale.”

---

<sup>4</sup> Un'eventuale divergenza nel terminal value tra il valore derivante dal flusso e quello proveniente dal multiplo non può essere superata attraverso una media di tali valori, ma solo approfondendo i motivi della differenza stessa.

In sintesi si possono trarre le seguenti considerazioni in merito alla stima del tasso di crescita annua costante perpetua  $g$ :

- $g$  non deve riflettere la crescita storica del recente passato e nemmeno la crescita media del periodo analitico di piano, ma deve captare la crescita di lungo termine del periodo a regime;
- la stima di  $g$  richiede lo svolgimento di un'analisi fondamentale finalizzata a comprendere la sostenibilità del vantaggio competitivo di cui gode l'azienda al momento della valutazione nel lungo periodo, sapendo che lo stesso può ridursi o esaurirsi nel tempo per effetto della dinamica competitiva (per le specificità dell'analisi stessa si rinvia ai commenti del punto III.1.37 di pagina 53);
- restando imprescindibile l'analisi fondamentale, occorre comunque tenere in considerazione che nel lungo periodo  $g$  tende al tasso di crescita tipico del settore, il quale a sua volta tende a quello dell'economia in generale;
- alle volte  $g$  riflette solo l'inflazione *attesa di lungo periodo* in modo che, se il flusso del periodo a regime è espresso in termini nominali, tale flusso rimane costante in termini reali altrimenti, se  $g$  fosse zero, si assisterebbe ad una decrescita reale del flusso a regime (se la distanza tra l'inflazione attesa di lungo periodo e quella corrente è elevata, ha senso stimare una misura intermedia del tasso  $g$ );
- nelle aziende mature, rappresentabili con un modello a due stadi, la scelta di  $g$  nel periodo a regime è estremamente bassa;
- nelle aziende nuove (start up), raffigurabili con un modello a tre stadi, di norma  $g$  è più alto nella fase intermedia per catturare la crescita e più basso nella terza fase in quanto si è vicini alla maturità;
- $g$  è altamente sensibile sul calcolo del valore terminale e di conseguenza sul risultato finale; infatti piccole variazioni di  $g$  comportano grandi variazioni del terminal value, nonché del valore dell'impresa, pertanto è molto alto il rischio di sopravvalutazione del capitale economico;
- nei casi in cui si definisca un  $g$  maggiore di zero bisogna sempre considerare nel terminal value non solo gli investimenti di sostituzione, ma anche quelli di espansione a sostegno della crescita (si rinvia ai paragrafi 2.2.6 e 2.2.7 per una spiegazione più dettagliata a riguardo).

## 2.2.6 Il criterio reddituale

I PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.31 prescrivono che “Le valutazioni reddituali sono basate, in relazione al fatto che si segua un approccio *equity side* o *asset side*, sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo (o del risultato operativo disponibile al netto delle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata) dell’azienda o del ramo di azienda oggetto di stima, ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale (...)) (...) Nelle situazioni non ancora stabilizzate, è necessario tenere conto della prevedibile variabilità dei risultati, sino al raggiungimento dell’assetto a regime.”

Quando il capitale economico dell’impresa è stimato attraverso l’attualizzazione di un unico flusso di reddito perpetuo medio normalizzato, come spiegato nei paragrafi 2.2.1 e 2.2.2 del presente lavoro, le formule per il calcolo della stima sono le seguenti, a seconda che si utilizzi un approccio *asset side* o *equity side*:

**FIGURA 3: FORMULE DI STIMA**

ASSET SIDE		EQUITY SIDE	
	<b>NOPAT</b>		<b>REDDITO NETTO</b>
<b>EV</b>	= $\frac{\quad}{\quad}$	<b>W</b>	= $\frac{\quad}{\quad}$
	<b>WACC</b>		<b>KE</b>
<b>W</b>	= <b>EV - PFN + SA</b>		

Fonte: Elaborazione personale.

Dove:

- EV è l’enterprise value (valore corrente del capitale operativo investito netto);
- NOPAT è il reddito operativo (ricavi caratteristici – costi caratteristici monetari e non monetari) al netto delle imposte operative;
- WACC è il costo medio ponderato del capitale;
- W è l’equity value (capitale economico o valore corrente del patrimonio netto);
- PFN è la posizione finanziaria netta a valori di mercato (debiti finanziari a breve e a lungo termine, al netto della cassa e delle eventuali attività finanziarie

facilmente liquidabili);

- SA sono i surplus assets, cioè il valore di mercato di eventuali investimenti accessori non collegati alla gestione caratteristica;
- REDDITO NETTO è il risultato residuale di conto economico;
- KE è il costo del capitale proprio.

Quando invece il capitale economico dell'impresa è stimato attraverso la divisione dell'orizzonte illimitato di tempo futuro in due parti (piano e terminal value), come spiegato nei paragrafi 2.2.3, 2.2.4 e 2.2.5 del presente lavoro, le formule per il calcolo della stima sono le seguenti, a seconda che si utilizzi un approccio asset side o equity side e si ipotizzi una situazione steady state o steady growth:<sup>5</sup>

**FIGURA 4: FORMULE DI STIMA**

ASSET SIDE (steady state)		EQUITY SIDE (steady state)	
EV	$= \sum_{i=1}^n \frac{NOPAT_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$	W	$= \sum_{i=1}^n \frac{REDDITO\ NETTO_i}{(1+KE)^i} + \frac{TV}{(1+KE)^n}$
TV	$= \frac{NOPAT_{n+1}}{WACC}$	TV	$= \frac{REDDITO\ NETTO_{n+1}}{KE}$
W	$= EV - PFN + SA$		
ASSET SIDE (steady growth)		EQUITY SIDE (steady growth)	
EV	$= \sum_{i=1}^n \frac{NOPAT_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$	W	$= \sum_{i=1}^n \frac{REDDITO\ NETTO_i}{(1+KE)^i} + \frac{TV}{(1+KE)^n}$
TV	$= \frac{NOPAT_{n+1} * (1 - IR)}{WACC - g}$	TV	$= \frac{REDDITO\ NETTO_{n+1} * (1 - IR)}{KE - g}$
W	$= EV - PFN + SA$		

Fonte: Elaborazione personale.

<sup>5</sup> Il periodo a regime è fondato sull'ipotesi di continuità della gestione (going concern) e il correlato terminal value è costituito da un flusso di reddito perpetuo medio normale.

Dove in aggiunta ai simboli già illustrati sopra:

- TV è il valore terminale del periodo a regime (terminal value);
- n è la durata del periodo analitico di piano;
- IR è il tasso di reinvestimento che riflette gli investimenti di espansione a sostegno della crescita, che può essere calcolato:
  - 1) in ottica asset side come variazione del capitale operativo investito netto / nopat;
  - 2) in ottica equity side come  $1 - (\text{payout ratio} = \text{utile distribuito a dividendo} / \text{utile netto})$ .
- g è il tasso di crescita annuo costante del flusso di reddito perpetuo medio normale, che può essere inteso come redditività addizionale generata dal reinvestimento e calcolato:
  - 1) in ottica asset side come  $\text{ROI} * (1 - t) * \text{IR}$ , dove il ROI è il return on investment e t è l'aliquota fiscale;
  - 2) in ottica equity side come  $\text{ROE} * \text{IR}$ , dove il ROE è il return on equity.

### 2.2.7 Il criterio finanziario

I PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.35 prescrivono che “Le valutazioni basate sull’attualizzazione dei flussi monetari disponibili dall’azienda (o dal ramo aziendale) oggetto di stima comprendono (...) il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF); quest’ultimo nelle varianti *asset side* o *equity side*. Esse impegnano l’esperto ad una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo.”

Quando il valore dell’azienda è stimato attraverso i criteri finanziari, è importante dare una definizione dei flussi di cassa che rilevano ai fini dell’applicazione delle relative formule valutative. È possibile distinguere due tipologie di flussi:

- *flusso di cassa della gestione operativa (FCFO)*: è il flusso generato dall’attività caratteristica dell’azienda, che considera solo la gestione operativa e non quella accessoria e quella finanziaria; lo stesso flusso ha la funzione di remunerare sia i portatori capitale di debito che quelli di rischio;
- *flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)*: è il flusso generato non solo dalla gestione operativa, ma anche da quella accessoria e quella finanziaria; lo stesso flusso ha lo scopo di remunerare solo i portatori di capitale proprio.



I passaggi logici per calcolare il flusso di cassa FCFO sono illustrati nella figura sottoesposta:

### FIGURA 5: FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE OPERATIVA

Ricavi caratteristici
- Costi caratteristici monetari
<b>= Margine operativo lordo (MOL o EBITDA)</b>
- Ammortamenti e accantonamenti caratteristici
<b>= Reddito operativo (RO o EBIT)</b>
- Imposte sul reddito operativo
<b>= Reddito operativo netto (NOPAT)</b>
+ Ammortamenti e accantonamenti caratteristici
<b>= Flusso "potenziale" della gestione caratteristica</b>
- Variazione del capitale circolante netto operativo ( $\Delta$ CCNO) <sup>6</sup>
<b>= Flusso di cassa della gestione caratteristica</b>
- Investimenti operativi al netto dei disinvestimenti operativi (CAPEX)
<b>= FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE OPERATIVA (FCFO)<sup>7</sup></b>

Fonte: Elaborazione personale.

Mentre i passaggi logici per costruire il flusso di cassa FCFE sono presentati nella figura sottostante:

### FIGURA 6: FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE PER GLI AZIONISTI

Ricavi caratteristici
- Costi caratteristici monetari
<b>= Flusso "potenziale" della gestione caratteristica (EBITDA)</b>
- Variazione del capitale circolante netto operativo ( $\Delta$ CCNO) <sup>6</sup>
<b>= Flusso di cassa della gestione caratteristica</b>
- Investimenti operativi al netto dei disinvestimenti operativi (CAPEX)
<b>= FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE OPERATIVA (FCFO)</b>
- Investimenti accessori al netto dei disinvestimenti accessori (SA)
- Oneri finanziari
+ Accensione finanziamenti
- Rimborso finanziamenti
- Imposte sull'utile d'esercizio
<b>= FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE PER GLI AZIONISTI (FCFE)<sup>7</sup></b>

Fonte: Elaborazione personale.

<sup>6</sup> Il capitale circolante netto operativo (CCNO) è uguale a Crediti operativi a breve termine + Rimanenze – Debiti operativi a breve termine.

<sup>7</sup> Sotto l'ipotesi steady state, FCFO = NOPAT e FCFE = REDDITO NETTO.

Quando il capitale economico dell'impresa è stimato attraverso l'attualizzazione di un unico flusso di cassa perpetuo medio normalizzato, come spiegato nei paragrafi 2.2.1 e 2.2.2 del presente lavoro, le formule per il calcolo della stima sono le seguenti, a seconda che si utilizzi un approccio asset side o equity side:

**FIGURA 7: FORMULE DI STIMA**

ASSET SIDE		EQUITY SIDE	
	<b>FCFO</b>		<b>FCFE</b>
<b>EV</b>	= $\frac{\quad}{\quad}$	<b>W</b>	= $\frac{\quad}{\quad}$
	<b>WACC</b>		<b>KE</b>
<b>W</b>	= <b>EV - PFN + SA</b>		

Fonte: Elaborazione personale.

Dove:

- EV è l'enterprise value (valore corrente del capitale operativo investito netto);
- FCFO è il flusso di cassa della gestione operativa;
- WACC è il costo medio ponderato del capitale;
- W è l'equity value (capitale economico o valore corrente del patrimonio netto);
- PFN è la posizione finanziaria netta a valori di mercato (debiti finanziari a breve e a lungo termine, al netto della cassa e delle eventuali attività finanziarie facilmente liquidabili);
- SA sono i surplus assets, cioè il valore di mercato di eventuali investimenti accessori non collegati alla gestione caratteristica;
- FCFE è il flusso di cassa disponibile per gli azionisti;
- KE è il costo del capitale proprio.

Quando invece il capitale economico dell'impresa è stimato attraverso la divisione dell'orizzonte illimitato di tempo futuro in due parti (piano e terminal value), come spiegato nei paragrafi 2.2.3, 2.2.4 e 2.2.5 del presente lavoro, le formule per il calcolo della stima sono le seguenti, a seconda che si utilizzi un approccio asset side o equity side e si ipotizzi una situazione steady state o steady growth:<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Il periodo a regime è fondato sull'ipotesi di continuità della gestione (going concern) e il correlato terminal value è costituito da un flusso di cassa perpetuo medio normale.

FIGURA 8: FORMULE DI STIMA

ASSET SIDE (steady state)		EQUITY SIDE (steady state)	
EV	$= \sum_{i=1}^n \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$	W	$= \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+KE)^i} + \frac{TV}{(1+KE)^n}$
TV	$= \frac{FCFO_{n+1}}{WACC}$	TV	$= \frac{FCFE_{n+1}}{KE}$
W	$= EV - PFN + SA$		
ASSET SIDE (steady growth)		EQUITY SIDE (steady growth)	
EV	$= \sum_{i=1}^n \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$	W	$= \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+KE)^i} + \frac{TV}{(1+KE)^n}$
TV	$= \frac{FCFO_{n+1}}{WACC - g}$	TV	$= \frac{FCFE_{n+1}}{KE - g}$
W	$= EV - PFN + SA$		

Fonte: Elaborazione personale.

Dove in aggiunta ai simboli già illustrati sopra:

- TV è il valore terminale del periodo a regime (terminal value);
- n è la durata del periodo analitico di piano;
- g è il tasso di crescita annuo costante del flusso di cassa perpetuo medio normale, che può essere inteso come redditività addizionale generata dal reinvestimento e calcolato:

- 1) in ottica asset side come  $ROI * (1 - t) * IR$ , dove il ROI è il return on investment, t è l'aliquota fiscale e IR è il tasso di reinvestimento uguale a variazione del capitale operativo investito netto / nopat;
- 2) in ottica equity side come  $ROE * IR$ , dove il ROE è il return on equity e IR è il tasso di reinvestimento uguale a  $1 - (\text{payout ratio} = \text{utile distribuito} / \text{utile netto})$ .

È utile ricordare che, in caso di ipotesi steady growth ( $g > 0$ ), all'interno del flusso di cassa FCFO o FCFE del terminal value bisogna considerare anche gli investimenti di espansione a sostegno della crescita in capitale circolante netto operativo (CCNO) e in capitale immobilizzato operativo (CAPEX).

### 2.3 I metodi patrimoniali

I PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.28 affermano che “Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. L'esperto deve perciò individuare gli elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di valutazione utilizzati. Se l'analisi è estesa ai beni immateriali specifici, deve anche motivare la scelta di tali elementi, accertandosi della loro coerenza reciproca.”

Nei prossimi due paragrafi si presentano il criterio patrimoniale semplice e il criterio patrimoniale complesso. In generale la differenza tra i due criteri si fonda sulla considerazione dei *beni immateriali non presenti a bilancio*: il criterio patrimoniale semplice non li considera, mentre quello complesso sì.

#### 2.3.1 Il criterio patrimoniale semplice

Con il criterio patrimoniale semplice i valori dei singoli beni compresi nel patrimonio netto aziendale subiscono, ove necessario, un processo di rettifica attraverso il quale i valori contabili di bilancio vengono espressi a valori correnti.

In modo sintetico il modello patrimoniale semplice può essere espresso nel seguente modo:

$$W = PN + (Rt \pm I)$$

Dove:

- W è il valore corrente del patrimonio netto o capitale economico;
- PN è il patrimonio netto contabile;
- Rt sono le rettifiche al patrimonio netto contabile;
- I è il peso dell'effetto fiscale sulle rettifiche.

Dal punto di vista operativo l'applicazione del criterio patrimoniale semplice può essere strutturata nelle seguenti fasi:

- ricognizione delle poste contabili attive e passive di stato patrimoniale;
- rettifica a valori correnti, ove necessario, di tali poste contabili;
- calcolo dell'equity value, sommando alle poste contabili originarie tutti gli eventuali elementi incrementativi e decrementativi per esprimere le stesse a valori correnti alla data di valutazione.

In generale la determinazione dei valori correnti delle poste contabili si fonda su rettifiche incrementative e decrementative dell'attivo e del passivo di stato patrimoniale. Esistono pertanto tre logiche possibili per esprimere tali poste contabili a valori correnti:

- iscriverle al costo di sostituzione, cioè il costo per acquisire sul mercato alla data di valutazione un bene con utilità equivalente a quello oggetto di stima, o al costo di riproduzione, ossia il costo necessario per riprodurre alla data di valutazione un bene equivalente a quello oggetto di stima. In entrambi i casi tale costo deve essere abbattuto per tenere conto dell'obsolescenza e dello stato d'uso del bene oggetto di valutazione alla data di stima;
- iscriverle al valore di mercato, cioè al prezzo di compravendite di beni identici o simili acquisibili sul mercato alla data di valutazione;
- iscriverle al valore d'uso, ovvero al valore derivante dall'attualizzazione dei benefici economici futuri apportati in azienda dall'uso del bene oggetto di stima.

Ad ogni modo il metodo patrimoniale semplice registra tre rilevanti limitazioni:

- essendo fondato su dati contabili storici rettificati a valori correnti non riflette le prospettive reddituali future dell'azienda (goodwill o badwill);
- non considera gli intangibles non presenti a bilancio;
- valutando i beni singolarmente non tiene conto delle relazioni esistenti tra gli stessi quando l'azienda è in funzionamento, come ad esempio le sinergie aggregative.

A causa di queste limitazioni il criterio patrimoniale semplice non è un buon metodo per valutare le aziende. Solo nelle situazioni in cui le prospettive di reddito future sono già incorporate nei valori correnti ha senso utilizzare questo criterio: tali

circostanze si verificano, ad esempio, nella valutazione di società immobiliari, il cui patrimonio è quasi esclusivamente composto da immobili di proprietà locati a terzi, e nella valutazione di holding finanziarie, il cui patrimonio è sostanzialmente composto da partecipazioni detenute in altre imprese.

È utile sottolineare che i surplus assets, cioè gli investimenti accessori non correlati alla gestione caratteristica, come ad esempio i terreni detenuti per scopi speculativi o gli immobili civili dati in locazione, è consigliabile siano valutati a parte al loro *valore di mercato* e poi aggiunti alle restanti attività e passività rettificata a valori correnti contenute nello stato patrimoniale.

Come ultima cosa l'utilizzo del criterio patrimoniale semplice richiede la quantificazione della fiscalità latente sulle rettifiche a valori correnti, ossia la rilevazione degli *oneri fiscali potenziali*, così definiti perché le stesse rettifiche non generano i presupposti giuridico-tributari per l'imposizione fiscale, in quanto riferite non ad accadimenti attuali, ma a situazioni che si manifesteranno in futuro.

Pertanto nel processo valutativo attuato secondo il criterio patrimoniale semplice bisogna, in relazione a ciascun plusvalore e/o minusvalore rilevato, procedere a calcolare il relativo effetto fiscale latente, sommandolo e/o sottraendolo dal plus-minusvalore che lo ha generato.

### 2.3.2 Il criterio patrimoniale complesso

Il criterio patrimoniale complesso assume rilevanza perché permette di superare tutte le limitazioni del criterio patrimoniale semplice illustrate nel precedente paragrafo, pertanto è un criterio molto più adatto per valutare il capitale economico delle aziende. Inoltre la prassi operativa evidenzia come il valore dei beni immateriali non contabilizzati a bilancio, ossia il *capitale intellettuale delle imprese*, abbia assunto negli ultimi anni un peso crescente sulla stima del capitale economico delle aziende e, di conseguenza, solo il criterio patrimoniale complesso riesce a captare questo plusvalore.

Con il criterio patrimoniale complesso i valori dei singoli beni compresi nel patrimonio netto aziendale e gli intangibles non contabilizzati subiscono, nel primo caso, ove necessario, un processo di rettifica attraverso il quale i valori contabili di bilancio vengono espressi a valori correnti e, nel secondo caso, una loro rilevazione a valori correnti.

Pertanto il criterio patrimoniale complesso è simile a quello semplice, con la differenza che quello complesso rispetto a quello semplice rileva anche il valore corrente degli intangibles non contabilizzati a bilancio (*compreso l'avviamento*) e i relativi effetti fiscali.

In modo sintetico il modello patrimoniale complesso può essere espresso nel seguente modo:

$$W = PN + (Rt \pm I) + (B \pm I)$$

Dove:

- W è il valore corrente del patrimonio netto o capitale economico;
- PN è il patrimonio netto contabile;
- Rt sono le rettifiche al patrimonio netto contabile;
- B è il valore corrente dei beni immateriali non presenti a bilancio;
- I è il peso dell'effetto fiscale sulle rettifiche e sugli intangibles non contabilizzati.

Dal punto di vista operativo l'applicazione del criterio patrimoniale complesso può essere strutturata nelle seguenti fasi:

- ricognizione delle poste contabili attive e passive di stato patrimoniale;
- rettifica a valori correnti, ove necessario, di tali poste contabili;
- individuazione dei valori correnti dei beni immateriali non contabilizzati a bilancio;
- calcolo dell'equity value, sommando alle poste contabili originarie, prima, tutti gli eventuali elementi incrementativi e decrementativi per esprimere le stesse a valori correnti alla data di valutazione e, poi, il valore corrente di tutti gli intangibles non contabilizzati alla data di stima.

Per la determinazione dei valori correnti delle poste contabili di patrimonio netto e l'identificazione dei valori correnti degli intangibles non contabilizzati valgono le *stesse* tre logiche illustrate nel paragrafo precedente per il criterio patrimoniale semplice, ossia la logica del costo (di sostituzione o di riproduzione) o del valore di mercato o del valore d'uso.

Anche per la valutazione dei surplus assets è consigliabile seguire gli *stessi* consigli esposti nel paragrafo precedente per il criterio patrimoniale semplice.

I PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.28 nei commenti al secondo verso affermano che “Le analisi che attribuiscono una specifica rilevanza ai beni immateriali specifici (*intangible*), trasferibili indipendentemente dall’azienda o che sorgono in virtù di diritti legali o contrattuali, sono spesso denominate valutazioni patrimoniali complesse, in alternativa alle valutazioni patrimoniali semplici. Queste ultime, in presenza di costi capitalizzati per l’acquisizione o per la formazione di beni immateriali, si limitano ad accertare che la loro utilità persista in prospettiva. Le stime di tipo complesso mirano invece a stimare analiticamente il valore di tali elementi e più in generale di tutti i beni intangibili formati internamente e non rappresentati in bilancio.”

Di norma nella prassi operativa la differenza tra il criterio patrimoniale complesso e quello semplice sta nel fatto di prendere in considerazione o meno il valore corrente degli intangibles non contabilizzati. Però leggendo il commento ai PIV (non vincolante) sembra che il criterio patrimoniale semplice debba limitarsi ad accertare che l’utilità dei beni immateriali contabilizzati persista in prospettiva e non preveda una loro rettifica a valori correnti e che è invece il criterio patrimoniale complesso a procedere a stimare analiticamente il valore corrente degli intangibles contabilizzati e non contabilizzati.

Come ultima cosa per quanto riguarda gli *oneri fiscali potenziali* relativi alla fiscalità latente che si genera per le eventuali rettifiche a valori correnti delle attività e passività di bilancio, vale quanto già detto nel paragrafo precedente per il criterio patrimoniale semplice. Inoltre con il criterio patrimoniale complesso si deve considerare anche la fiscalità latente relativa alla rilevazione degli intangibles non contabilizzati, che si crea in quanto nasce la possibilità di dedurre i connessi ammortamenti e di realizzare un risparmio fiscale (*tax amortization benefit*).

#### *2.4 I metodi misti*

I PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.33 prescrivono che “I procedimenti che esplicitano la creazione di valore includono il metodo misto patrimoniale reddituale (UEC) (...) e il metodo *Discounted Economic profit* (conosciuto anche come EVA<sup>TM</sup>). Si tratta nella sostanza di procedimenti sempre riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l’entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell’azienda, o nel ramo di azienda considerato (...)”.



Si chiamano metodi misti, perché scaturiscono dalla convergenza dell'impostazione valutativa attraverso il criterio patrimoniale e quello reddituale.

Nei prossimi paragrafi si presentano prima due metodi misti "tradizionali" nella variante equity side, anche chiamati metodi UEC, ossia il criterio del valore medio e il criterio con stima autonoma dell'avviamento, e poi un metodo misto secondo l'approccio asset side, cioè il criterio EVA.

Questi metodi misti si differenziano dal criterio finanziario, da quello reddituale e da quello patrimoniale complesso, perché *esplicitano* chiaramente la creazione di valore futuro generato dall'impresa (avviamento), mentre si distinguono da quello patrimoniale semplice, in quanto *considerano* tale creazione di valore.

#### 2.4.1 Il criterio del valore medio

Il criterio del valore medio attribuisce un peso equivalente alla componente patrimoniale e a quella reddituale. In dettaglio esso calcola il valore finale applicando una media tra il valore di patrimonio netto rettificato, derivante dal criterio patrimoniale semplice o da quello complesso illustrati nei paragrafi 2.3.1 e 2.3.2, e il valore ottenuto dall'attualizzazione di una rendita costante perpetua di un reddito netto prospettico medio normale, calcolato come nei modi spiegati nei paragrafi 2.2.1 e 2.2.2 ai quali si rinvia.

In formule il criterio del valore medio viene espresso nel seguente modo:

$$W = \frac{1}{2}(\text{PNR} + \text{PNR}') + \frac{R_n}{K_e}$$

Dove:

- W è il valore corrente del patrimonio netto o capitale economico;
- PNR è il patrimonio netto rettificato derivante dal criterio patrimoniale semplice;
- PNR' è il patrimonio netto rettificato risultante dal criterio patrimoniale complesso;
- R<sub>n</sub> è il reddito netto futuro medio normale;
- K<sub>e</sub> è il costo del capitale proprio.

A partire dalla formula sopra indicata è possibile, attraverso dei passaggi algebrici, esplicitare distintamente la creazione di valore legata all'avviamento nel modo

seguinte:

$$W = \frac{1}{2} \text{PNR} (\text{PNR}') + \frac{1}{2} \frac{Rn}{Ke}$$

$$W = \text{PNR} (\text{PNR}') + \frac{1}{2} \left( \frac{Rn}{Ke} - \text{PNR} (\text{PNR}') \right)$$

$$W = \text{PNR} (\text{PNR}') + \frac{1}{2} A$$

Dove in aggiunta ai simboli già illustrati sopra:

- A è la componente reddituale legata all'avviamento.

È utile evidenziare che tale risultato non è del tutto logico in quanto l'avviamento, se stimato in modo corretto, deve essere nella sua interezza componente essenziale del valore corrente dell'equity.

Come ultima cosa è importante porre l'attenzione su due aspetti che si reputano rilevanti in relazione al criterio del valore medio:

- in caso di utilizzo del patrimonio netto rettificato derivante dal criterio patrimoniale semplice (PNR), la componente legata all'avviamento può essere più elevata rispetto a quella che si avrebbe se si utilizzasse il patrimonio netto rettificato del criterio patrimoniale complesso (PNR') in quanto, nel primo caso, nella componente immateriale legata all'avviamento possono essere anche rilevati il valore corrente di beni immateriali non contabilizzati mentre, nel secondo caso, la componente reddituale è solo avviamento, in quanto gli intangibles non contabilizzati rientrano all'interno del patrimonio netto rettificato PNR';
- le rettifiche sul patrimonio netto relativo alla componente patrimoniale devono avere riflesso anche sul reddito netto futuro medio normale della componente reddituale: ad esempio l'incremento delle immobilizzazioni dell'attivo patrimoniale per la loro iscrizione a valori correnti, comporta anche la rilevazione degli relativi ammortamenti all'interno del reddito netto futuro medio normale e della conseguente rettifica fiscale (lo stesso vale anche nel caso della rilevazione a valori correnti di beni immateriali non contabilizzati).

#### 2.4.2 Il criterio con stima autonoma dell'avviamento

Il criterio con stima autonoma dell'avviamento si fonda sulla somma tra il patrimonio netto rettificato derivante dal criterio patrimoniale semplice o da quello complesso (componente patrimoniale) e il valore attuale di una rendita costante posticipata temporanea che riflette il valore di avviamento (componente reddituale).

In formule il criterio con stima autonoma dell'avviamento viene espresso nel seguente modo:

$$W = \text{PNR} (\text{PNR}') + \sum_{t=1}^n \frac{R_n - R_e}{(1 + i'')^t}$$

$$R_e = K_e * \text{PNR} (\text{PNR}')$$

Dove:

- W è il valore corrente del patrimonio netto o capitale economico;
- PNR è il patrimonio netto rettificato derivante dal criterio patrimoniale semplice;
- PNR' è il patrimonio netto rettificato risultante dal criterio patrimoniale complesso;
- n è la durata stimata dell'avviamento;
- Rn è il reddito netto futuro medio normale;
- Re è il reddito equo, che è una grandezza legata al valore di patrimonio netto rettificato e rappresenta il rendimento normale del patrimonio netto aziendale;
- i'' è il tasso di attualizzazione;
- Ke è il costo del capitale proprio (anche identificato con i' nei PIV).

Dalla formula sopra illustrata si possono derivare le seguenti deduzioni:

- se  $R_n - R_e > 0$ , si ha un avviamento positivo;
- se  $R_n - R_e = 0$ , si ha un avviamento nullo;
- se  $R_n - R_e < 0$ , si ha un avviamento negativo.

Nel seguente lavoro si è deciso di illustrare il criterio con stima autonoma dell'avviamento attraverso la formula più diffusa nella prassi operativa. Però la

dottrina prevede anche altre configurazioni meno note del criterio stesso, che si differenziano per una diversa stima della componente reddituale legata all'avviamento:

- la prima alternativa prevede di stimare  $R_n$  e  $R_e$  in maniera analitica per ogni anno della durata stimata dell'avviamento  $n$ ;
- la seconda alternativa prevede di replicare il differenziale  $R_n - R_e$  all'infinito attraverso una rendita costante perpetua posticipata.

Per quanto riguarda la stima del tasso di attualizzazione  $i''$ , i PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.33 nei commenti al sesto verso prescrivono che “La posizione di  $i''$  (il tasso di attualizzazione dei differenziali di reddito) rispetto a  $i'$  (il tasso di rendimento “normale” per la particolare azienda, all'interno del suo settore, tenuto conto del suo leverage) è stata oggetto di ampie discussioni. In presenza di sovraredditi (un fatto diverso dall'ordinario e dunque esposto a particolare incertezza) la soluzione più razionale appare quella di assumere  $i'' > i'$ ; ad eccezione dei casi di carenza di reddito (sottoredditi), quando sembra più opportuno adottare  $i'' < i'$ . In ogni caso, sia  $i''$  che  $i'$  hanno natura di costo dei mezzi propri e si collocano perciò in un intorno di  $k_e$ , il costo opportunità del capitale di rischio.”

Di norma il tasso di attualizzazione  $i''$  è  $K_e$ , ossia il costo del capitale proprio, però leggendo il commento ai PIV (non vincolante), in caso di avviamento negativo,  $i''$  dovrebbe essere inferiore a  $i'=K_e$ , quindi pari al tasso risk free  $r_f$ , mentre in caso di avviamento positivo,  $i''$  dovrebbe essere maggiore a  $i'=K_e$ , pertanto uguale al tasso  $K_e$  maggiorato di un premio per il rischio.

In merito alla durata stimata dell'avviamento  $n$ , i PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.33 nei commenti al sesto verso affermano che “L'arco temporale considerato,  $n$ , in questo metodo è generalmente compreso fra 5 e 10 anni, a seconda della persistenza del vantaggio (o dello svantaggio) competitivo riconosciuto all'azienda.”

Pertanto, secondo i PIV, il reddito differenziale  $R_n - R_e$  (avviamento) ha esistenza limitata, a causa del fatto che le ipotesi su cui si fonda la generazione di quel differenziale possono esaurirsi nel tempo, ad esempio perché si erodono i vantaggi o svantaggi competitivi.

A differenza del criterio del valore medio, con questo criterio la componente di avviamento è stimata nella sua interezza all'interno del valore corrente dell'equity.

Come ultima cosa è importante sottolineare che anche con il criterio con stima autonoma dell'avviamento bisogna considerare i due aspetti rilevanti richiamati alla fine del paragrafo precedente ai quali si rinvia, ossia le differenze nel valore di avviamento, a seconda dell'utilizzo di PNR o PNR', e la considerazione degli effetti su Rn, a causa delle rettifiche al patrimonio netto.

### 2.4.3 Il criterio EVA

Il criterio EVA è la variante asset side del criterio con stima autonoma dell'avviamento presentato al paragrafo precedente. Il primo criterio si fonda sui medesimi presupposti concettuali del secondo ma, rispetto a quest'ultimo, analizza la prospettiva del management operativo e non quella degli azionisti, pertanto tratta separatamente la gestione operativa da quella accessoria e finanziaria, al fine di costruire un indicatore di creazione di valore idoneo al controllo delle performance del management operativo.

Il criterio EVA si fonda sulla somma tra il capitale operativo investito netto rettificato (componente patrimoniale) e il valore attuale di una rendita posticipata temporanea che riflette la creazione o distruzione di valore (componente reddituale).

In formule il criterio EVA viene espresso nel seguente modo:

$$EV = COINR + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

$$EVA = NOPAT - (WACC * COINR)$$

$$W = EV - PFN + SA$$

Dove:

- EV è l'enterprise value (valore corrente del capitale operativo investito netto);
- COINR è capitale operativo investito netto rettificato;

- n è la durata stimata della creazione o distruzione di valore;
- EVA è l'indicatore di creazione o distruzione di valore;
- WACC è il costo medio ponderato del capitale;
- NOPAT è il reddito operativo (ricavi caratteristici – costi caratteristici monetari e non monetari) al netto delle imposte operative, opportunamente rettificato;
- W è il valore corrente del patrimonio netto o capitale economico;
- PFN è la posizione finanziaria netta a valori di mercato (debiti finanziari a breve e a lungo termine, al netto della cassa e delle eventuali attività finanziarie facilmente liquidabili);
- SA sono i surplus assets, cioè il valore di mercato di eventuali investimenti accessori non collegati alla gestione caratteristica.

Dalla formula sopra illustrata si possono derivare le seguenti deduzioni:

- se  $\sum EVA_t > 0$ , si ha una creazione di valore;
- se  $\sum EVA_t = 0$ , non si crea o distrugge valore;
- se  $\sum EVA_t < 0$ , si ha una distruzione di valore.

L'applicazione del criterio EVA richiede di apportare apposite rettifiche sia al capitale operativo investito netto (COIN), sia al reddito operativo al netto delle imposte operative (NOPAT), allo scopo di correggere alcuni limiti generati dall'applicazione delle regole di natura contabile, come ad esempio il principio di prudenza o l'iscrizione al costo storico di alcuni elementi dell'attivo. Tali rettifiche sono state definite in modo analitico dalla società Stern Stewart & Co., che ne ha identificate complessivamente circa 170; la stessa società prevede, sotto certe condizioni, una lista più contenuta delle stesse rettifiche allo scopo di snellire l'applicazione del criterio stesso. Nel presente lavoro non si riportano le rettifiche menzionate e si rinvia al libro *"Manuale di valutazione d'azienda"*, Mc Graw Hill, anno 2020, pag. 255 - 256, per una loro chiara esposizione.

A differenza del criterio del valore medio, con questo criterio, come già visto per quello con stima autonoma dell'avviamento, la componente di valore è stimata nella sua interezza all'interno dell'enterprise value.

Come ultima cosa per quanto riguarda la stima della durata della creazione o distruzione di valore n, nei commenti ai PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.33 nulla a riguardo viene scritto; pertanto essendo il criterio EVA

simile a quello con stima autonoma dell'avviamento, solo che in ottica asset side, secondo il punto di vista dello scrivente è possibile fare riferimento, in relazione alla stima di  $n$ , a quanto già illustrato per il criterio con stima autonoma dell'avviamento al paragrafo precedente, tenendo in considerazione che la creazione o distruzione di valore dovuta ai vantaggi o svantaggi competitivi tende ad erodersi nel tempo a causa della competizione.

## *2.5 Il metodo dei multipli*

I PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.38 affermano che “Le valutazioni comparative comportano l'applicazione, a grandezze aziendali rilevanti, di moltiplicatori (o “multipli”) ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili, o dalle negoziazioni comunque avvenute con riferimento a quote di capitale di società confrontabili. Rappresentano stime di tipo analogico finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda, o del ramo d'azienda, oggetto di esame, muovendo da prezzi registrati sul mercato per titoli di aziende quotate simili o per pacchetti azionari di società quotate e non quotate. L'esperto deve essere consapevole che non esistendo aziende sosia all'azienda da valutare, l'apparente semplicità di tali valutazioni nasconde numerose insidie, per effetto delle quali il metodo può condurre a risultati forvianti in quanto estenda all'azienda oggetto di valutazione profili (di redditività, di crescita, di rischio) che essa non ha.”

I moltiplicatori pertanto stimano il valore dell'impresa target attraverso la rilevazione di prezzi negoziati nei mercati finanziari quotati o in transazioni comparabili per imprese simili e comparabili a quella oggetto di valutazione.

I multipli, a differenza dei criteri reddituali, finanziari, patrimoniali e misti che conducono alla stima del valore intrinseco o capitale economico dell'impresa, portano alla definizione di un valore di mercato o prezzo probabile che, a differenza del valore intrinseco, include tutti gli effetti e i relativi limiti derivanti dalle logiche negoziali tipiche del mercato.

Nei prossimi paragrafi il metodo dei multipli viene illustrato attraverso il seguente filone logico:

- nel paragrafo 2.5.1 si introducono le generalità sui multipli, le modalità di scelta del campione di società comparabili e i limiti all'utilizzo del metodo stesso;

- nel paragrafo 2.5.2 si presentano degli esempi per spiegare le differenze esistenti tra i multipli asset side e quelli equity side;
- nel paragrafo 2.5.3 si illustrano brevemente le regole del pollice (“rules of thumbs”), che sono utilizzate per stimare il valore di mercato di piccoli business, come ad esempio le farmacie.

### *2.5.1 I multipli di mercato e i multipli delle transazioni comparabili*

Il moltiplicatore (o multiplo) è il rapporto tra il prezzo di mercato di un’impresa comparabile e una grandezza contabile, opportunamente scelta, della stessa impresa comparabile. Tale rapporto moltiplicato per l’identica grandezza contabile, però relativa all’impresa target oggetto di stima, conduce al prezzo probabile di mercato della stessa impresa target.

Quanto appena illustrato può essere schematizzato attraverso la seguente formula generale:

$$P_{\text{target}} = G_{\text{target}} * \frac{P_{\text{comparables}}}{G_{\text{comparables}}}$$

Dove:

- $P_{\text{target}}$  è il prezzo (valore) probabile di mercato dell’azienda target oggetto di valutazione;
- $G_{\text{target}}$  è la grandezza contabile che caratterizza l’impresa target oggetto di valutazione;
- $P_{\text{comparables}}$  è il prezzo (valore) di mercato dell’impresa comparabile;
- $G_{\text{comparables}}$  è la grandezza contabile, analoga a quella considerata per l’impresa target, che caratterizza l’impresa comparabile.

In sintesi una completa applicazione del metodo dei multipli prevede lo svolgimento delle seguenti fasi:

- selezione di un campione di imprese comparabili (comparables) per settore di attività, dimensione, rischiosità, prospettive di crescita, ecc.;



- determinazione dei singoli multipli attraverso i rapporti tra i prezzi delle imprese comparabili selezionate e una loro grandezza di bilancio individuata (ad esempio EBIT, EBITDA, DIVIDENDI, UTILE NETTO, ecc.);
- calcolo del multiplo medio o mediano;
- determinazione del valore di mercato dell'impresa oggetto di stima, applicando alla grandezza di bilancio dell'azienda target, che deve essere uguale a quella utilizzata per costruire i singoli multipli, il corrispondente moltiplicatore medio o mediano.

I multipli, a seconda dei prezzi di mercato considerati al numeratore dello stesso multiplo, si distinguono in:

- *multipli di mercato*, quando al numeratore dello stesso multiplo si utilizzano i prezzi registrati sul mercato borsistico per titoli di aziende quotate simili;
- *multipli delle transazioni comparabili*, quando al numeratore dello stesso multiplo si usano i prezzi negoziati in compravendite recenti per aziende o partecipazioni di società (quotate o non quotate) similari.

È da rilevare che mentre i prezzi di borsa sono facilmente reperibili essendo calcolati quotidianamente, i prezzi che si formano nelle transazioni comparabili non sono sempre disponibili, in quanto la maggior parte delle volte le informazioni relative a tali transazioni sono tenute riservate.

I multipli devono riferirsi al medesimo periodo temporale per il quale è richiesta la valutazione della società target. Ad ogni modo si distinguono in:

- *multipli correnti*: ottenuti dal rapporto tra il prezzo di borsa (o della transazione) della società comparabile con grandezze derivanti dall'ultimo bilancio disponibile della stessa società;
- *multipli leading*: ottenuti dal rapporto tra il prezzo di borsa (o della transazione) della società comparabile con grandezze stimate per il prossimo (o i prossimi) esercizi della stessa società;
- *multipli trailing*: ottenuti dal rapporto tra il prezzo di borsa (o della transazione) della società comparabile con grandezze derivanti dagli ultimi dodici mesi di attività della stessa società (ad esempio gli ultimi sei mesi dell'anno  $n$  e i primi sei mesi dell'anno  $n + 1$ ).

In ottica di calcolo del valore di mercato dell'azienda oggetto di stima sarebbe più consono ricorrere ai multipli leading, in quanto l'elemento chiave nelle valutazioni d'azienda non è l'analisi storica, ma quella prospettica. Nella prassi operativa però di norma si usano i multipli correnti o i multipli trailing, in quanto non sempre sono reperibili informazioni dai piani strategici e dai budget, al fine di calcolare le grandezze prospettiche a denominatore dei multipli leading.

I PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.39 affermano che "L'esperto deve motivare le proprie scelte in merito ai moltiplicatori ("multipli") utilizzati, alle modalità di determinazione dei medesimi e alla formazione del campione di società confrontabili. Deve motivare la dispersione dei multipli rilevati e l'esistenza di condizioni di omogeneità con l'azienda da valutare." Tale principio ha lo scopo di garantire una completa trasparenza informativa sul percorso seguito per applicare il metodo dei multipli.

In merito alla formazione del campione di società comparabili, che è il momento più significativo e complesso dell'intera procedura di utilizzo dei multipli e da cui dipende l'affidabilità dell'intero processo di stima, la selezione dello stesso campione può essere effettuata secondo il seguente elenco esemplificativo, *ma non esaustivo*, di variabili:

- *l'appartenenza al medesimo settore*, che è requisito essenziale ma non sufficiente;
- *la dimensione aziendale*, in quanto le società comparabili devono avere dimensioni simili a quelle dell'impresa target in termini di fatturato, capitale investito, numero di dipendenti;
- *il mix prodotti*, che deve essere simile tra le imprese comparables e l'impresa target;
- *i rischi finanziari*, in quanto le società comparabili devono avere la stessa struttura finanziaria dell'impresa target;
- *il posizionamento strategico*, che deve essere simile tra le imprese comparables e l'impresa target;
- *la performance storica e prospettica*, apprezzabile attraverso l'analisi storica e prospettica del ROE (return on equity) e/o del ROI (return on investment) e/o del ROS (return on sales), deve essere simile tra le imprese comparables e l'impresa target;
- *la struttura dei ricavi e costi operativi*, ai fini della valutazione del rischio

- operativo, è richiesta simile tra le imprese comparables e l'impresa target;
- *la capacità di pagare i dividendi*, ossia la consistenza del flusso di cassa a disposizione degli azionisti (FCFE), deve essere simile tra le imprese comparables e l'impresa target.

È da evidenziare, comunque, che è molto difficile avere la comunanza di tutte queste variabili tra i potenziali comparables facenti parte del campione, pertanto si deve costruire il campione individuando quelle variabili ritenute maggiormente significative e presenti in tutte le imprese potenzialmente campionabili, allo scopo di ottenere un paniere di confronto congruo alla valutazione dell'impresa target oggetto di stima.

Inoltre, sempre in riferimento alla formazione del campione di società comparabili, è utile sottolineare che:

- la formazione di campioni costituiti da società scarsamente confrontabili all'azienda target da valutare conduce naturalmente a conclusioni inattendibili;
- se il grado di comparabilità tra le aziende è elevato, può essere ritenuto congruo anche un campione formato da tre-cinque aziende;
- un'impresa in tensione finanziaria non può essere valutata, senza speciali accorgimenti, con il multiplo medio o mediano di un campione di società non sottoposte a tensione finanziaria;
- sono richiesti adeguati correttivi anche quando, a prescindere dalla comparabilità tra le due imprese, si utilizza un multiplo di mercato relativo ad una società quotata per valutarne una non quotata;
- se all'interno dello stesso settore a livello nazionale non è possibile costruire un campione congruo, si può estendere il campionamento a livello internazionale riducendo, comunque, il grado di comparabilità del campione stesso; pertanto all'interno dello stesso settore è consigliabile procedere al campionamento internazionale, solo se a livello nazionale non si riesce a costruire un campione congruo;
- nel caso sia difficile ottenere un campione all'interno del medesimo settore, è possibile effettuare un'analisi intersettoriale per costruire il campione, ma solo quando tra l'azienda target e quelle campionate è possibile rinvenire lo stesso profilo di rischio e rendimento, ossia quando le stesse aziende presentano una formula imprenditoriale simile e risultati influenzati dai medesimi driver.

L'affidabilità dei multipli può essere testata attraverso tecniche statistiche nel seguente modo:

- si misura la dispersione dei multipli campionari rispetto a quello medio o mediano: un campione è tanto più omogeneo quanto è più modesta la dispersione, ossia lo scarto quadratico medio, dei multipli del campione intorno a quello medio o mediano;
- si calcola la correlazione tra il multiplo campionario medio o mediano e una grandezza di bilancio ritenuta significativa, al fine di verificare se il multiplo si presta o non presta ad interpretare le dinamiche di valore dell'impresa target: una correlazione positiva vicina ad 1 indica che il multiplo si presta bene a interpretare le dinamiche di valore della stessa target; inoltre può essere costruito un modello di regressione lineare tra lo stesso multiplo e la stessa grandezza a sostegno dello studio della correlazione.

L'utilizzo dei multipli presenta dei limiti intrinseci al metodo stesso, che sono distinguibili in:

- *limiti generali* comuni sia ai multipli di mercato che a quelli delle transazioni comparabili, che sono così individuabili:
  - i multipli sono stimatori distorti del valore aziendale, in quanto non riflettono un valore intrinseco (capitale economico), ma un prezzo probabile che è influenzato dalle logiche negoziali e dai comportamenti irrazionali del mercato;
  - i multipli scontano elementi di soggettività nella scelta del campione di società comparabili e presentano la maggior parte delle volte rilevanti criticità nell'individuare un campione di imprese che sia adeguato per il confronto con l'azienda oggetto di valutazione.
- *limiti specifici*, a seconda che si utilizzi un multiplo di mercato o un multiplo delle transazioni comparabili, che sono così specificabili:
  - i multipli di mercato risentono dei cicli di borsa, ossia dei momenti di euforia del mercato dove i prezzi salgono e dei momenti di paura del mercato dove i prezzi scendono, che inquinano il capitale economico dell'azienda target, in quanto il valore della stessa tende a variare non per un miglioramento o peggioramento delle sue performance, ma a causa delle fluttuazioni di borsa (quanto detto è rinvenibile anche nei commenti ai PIV come sotto riportato);

- i multipli delle transazioni comparabili risentono delle specificità della specifica transazione legate alle caratteristiche del compratore e del venditore, come per esempio sinergie speciali, che si riflettono nei prezzi e non sono estendibili all'azienda target oggetto di valutazione (quanto detto è rinvenibile anche nei commenti ai PIV come sotto riportato).

I PIV infatti nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.40 nei commenti affermano che “L'esperto deve considerare che le transazioni comparabili esprimono prezzi che possono riflettere premi legati a sinergie speciali o premi di ottimizzazione della gestione riferiti alla specifica transazione e non estendibili alla società oggetto di valutazione. Nel caso di multipli di società quotate comparabili occorre considerare che i prezzi di borsa dei titoli non esprimono necessariamente il valore pro-quota dell'intera entità aziendale (...)”.

#### *2.5.2 I multipli asset side e i multipli equity side*

I multipli, a seconda dell'ottica valutativa utilizzata, si distinguono in:

- *multipli equity side*, che permettono di stimare direttamente l'equity value; gli stessi multipli presentano a numeratore il valore corrente del patrimonio netto, cioè la capitalizzazione di borsa, mentre a denominatore grandezze di bilancio collegate alla prospettiva dell'azionista;
- *multipli asset side*, che consentono di stimare l'enterprise value e di conseguenza, sommando algebricamente allo stesso la posizione finanziaria netta e il valore dei surplus assets, di arrivare all'equity value; gli stessi multipli presentano a numeratore il valore corrente del capitale operativo investito netto, ossia la capitalizzazione di borsa incrementata della posizione finanziaria netta e decrementata dei surplus assets, mentre a denominatore grandezze di bilancio collegate alla gestione operativa.

Si presentano a scopo esemplificativo due figure dove si riportano le formule dei multipli e la spiegazione delle grandezze alla base della loro costruzione. Nella prima figura viene illustrata la formazione dei multipli equity side, mentre nella seconda figura la costruzione di quelli asset side.

**FIGURA 9: MULTIPLI EQUITY SIDE**

MULTIPLO EQUITY SIDE	FORMULA	DETERMINANTI
Price to Earning	$\frac{P}{Eps} = \frac{P * n}{E}$	Prezzo di borsa su utile netto per azione (ovvero capitalizzazione di borsa su utile netto aziendale)
Price to Free Cash Flow to Equity	$\frac{P}{FCFEps} = \frac{P * n}{FCFE}$	Prezzo di borsa su flusso di cassa per azione (ovvero capitalizzazione di borsa su flusso di cassa disponibili per la proprietà)
Price to Dividend	$\frac{P}{DIVps} = \frac{P * n}{DIV}$	Prezzo di borsa su dividendi per azione (ovvero capitalizzazione di borsa su dividendi aziendali)
Price to Book Value	$\frac{P}{BVps} = \frac{P * n}{BV}$	Prezzo di borsa su valore patrimoniale per azione (ovvero capitalizzazione di borsa su patrimonio netto contabile)

Fonte: Politiche finanziarie e strategie di investimento, McGraw-Hill, 2019 (con adattamenti personali).

**FIGURA 10: MULTIPLI ASSET SIDE**

MULTIPLO ASSET SIDE	FORMULA	DETERMINANTI
Enterprise Value to Ebit	$\frac{P * n + PFN - SA}{EBIT}$	Capitalizzazione di borsa più posizione finanziaria netta meno surplus assets, diviso risultato operativo
Enterprise Value to Ebitda	$\frac{P * n + PFN - SA}{EBITDA}$	Capitalizzazione di borsa più posizione finanziaria netta meno surplus assets, diviso margine operativo lordo
Enterprise Value to Nopat	$\frac{P * n + PFN - SA}{NOPAT}$	Capitalizzazione di borsa più posizione finanziaria netta meno surplus assets, diviso risultato operativo netto di imposte figurative
Enterprise Value to Noplat	$\frac{P * n + PFN - SA}{NOPLAT}$	Capitalizzazione di borsa più posizione finanziaria netta meno surplus assets, diviso risultato operativo nettato delle imposte figurative e incrementato del beneficio fiscale

<b>Enterprise Value to FCFO</b>	$\frac{P * n + PFN - SA}{FCFO}$	<b>Capitalizzazione di borsa più posizione finanziaria netta meno surplus assets, diviso flusso di cassa operativo netto</b>
<b>Enterprise Value to FCFF</b>	$\frac{P * n + PFN - SA}{FCFF}$	<b>Capitalizzazione di borsa più posizione finanziaria netta meno surplus assets, diviso flusso di cassa netto per i finanziatori (creditori e proprietà)</b>
<b>Enterprise Value to Sales</b>	$\frac{P * n + PFN - SA}{SALES}$	<b>Capitalizzazione di borsa più posizione finanziaria netta meno surplus assets, diviso fatturato aziendale</b>
<b>Enterprise Value to Revenues</b>	$\frac{P * n + PFN - SA}{REV}$	<b>Capitalizzazione di borsa più posizione finanziaria netta meno surplus assets, diviso ricavi operativi</b>
<b>Enterprise Value to Net Operating Invested Capital</b>	$\frac{P * n + PFN - SA}{COIN}$	<b>Capitalizzazione di borsa più posizione finanziaria netta meno surplus assets, diviso capitale operativo investito netto</b>

*Fonte: Politiche finanziarie e strategie di investimento, McGraw-Hill, 2019 (con adattamenti personali).*

In ottica equity side il multiplo maggiormente utilizzato nella prassi operativa è quello Price to Earning, a causa della facilità di reperimento dei dati utili a costruirlo. Il principale limite di questo multiplo è che la grandezza Earning a denominatore dello stesso è fortemente influenzata dalle scelte effettuate dagli amministratori in merito alla valutazione delle singole poste di bilancio. Inoltre lo stesso multiplo non può essere usato nel valutare le aziende in perdita.

In ottica asset side il multiplo maggiormente utilizzato nella prassi operativa è quello Enterprise Value to Ebitda, in quanto la grandezza Ebitda a denominatore dello stesso è scevra sia di scelte soggettive esterne di carattere finanziario e tributario, sia di scelte soggettive interne relative ad ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni. All'interno della stessa ottica anche il multiplo Enterprise value to Sales assume rilevanza, quando si tratta di valutare le aziende in perdita o quelle con

risultati poco significativi a causa di situazioni particolari come ad esempio operazioni di turnaround o aziende in fase di start up; tuttavia lo stesso multiplo, non incorporando nessuna informazione in merito alla politica dei costi, richiede per la sua applicazione che le società del campione abbiano margini omogenei a quelli della società target oggetto di valutazione.

### 2.5.3 Le regole del pollice (“rules of thumbs”)

Le regole del pollice sono metodi empirici privi di fondamenta teoriche, utilizzati nella valutazione di micro e piccole imprese; esse prevedono l’impiego di moltiplicatori empirici elaborati dalla prassi professionale condivisa e consolidata, attraverso un processo induttivo che si fonda su prassi consolidate di mercato.

Esempi di moltiplicatori empirici sono:

- multipli o percentuali delle vendite di un certo periodo (mesi o trimestri o anni);
- multipli o percentuali dell’utile netto medio (annuale o mensile);
- multipli per unità (ad esempio auto disponibili per una azienda di noleggio o numero di camere per gli alberghi);
- multipli degli utili o delle vendite maggiorati delle attività (ad esempio rimanenze o crediti).

Nella prassi operativa è consigliato utilizzare le regole del pollice solo:

- se il sistema informativo aziendale è totalmente inaffidabile;
- quando i multipli empirici sono particolarmente diffusi nel settore in cui opera l’azienda oggetto di valutazione e per la specifica attività e approssimano bene il suo valore;
- ai fini della comparabilità e controllo del risultato della valutazione ottenuto con i criteri classici (reddituale, finanziario, patrimoniale, misto);
- quando i criteri classici (reddituale, finanziario, patrimoniale, misto, multipli di mercato o delle transazioni comparabili) risultano inapplicabili.

Come ultima cosa i PIV all’interno dei commenti nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.11 sconsigliano l’uso delle regole del pollice; si tratta comunque di commenti non vincolanti, pertanto è il valutatore che deve scegliere se farne uso oppure no.



## 2.6 Il tasso di attualizzazione nella valutazione delle aziende

Il tasso di attualizzazione è utilizzato nell'applicazione dei criteri reddituali, finanziari e misti, ma per quest'ultimi solo nella componente reddituale, ossia quella che misura la creazione o distruzione di valore.

I PIV nel conceptual framework al punto I.19.1 affermano che “I tassi di sconto, o di attualizzazione, nelle valutazioni hanno la funzione di trasformare flussi (...) esigibili a date future in un importo, il valore attuale, esigibile alla data di valutazione. Il principio base è che ricevere uno specifico flusso (...) a una specifica data futura è equivalente a ricevere il valore attuale del flusso (...) alla data di valutazione.”

Gli stessi PIV sempre nella rete concettuale di base al punto I.19.2 prescrivono che “Se il flusso (...) da valutare non è esposto a rischio, cioè è esente da qualsiasi tipo di incertezza, il tasso di sconto dovrà tener conto solo del differimento temporale. In questo caso il valore attuale coincide col valore del flusso (...) abbattuto per la remunerazione monetaria del tempo, o *price of time*, (relativa al periodo di differimento). Il tasso di sconto che produce questo abbattimento è il tasso privo di rischio, o tasso *risk-free* (relativo al periodo di differimento considerato).”

Ad ogni modo il tasso privo di rischio deve essere non specifico per l'entità aziendale oggetto di valutazione, ma obiettivo e coerente con la situazione corrente del mercato finanziario alla data della valutazione.

I PIV ancora nel conceptual framework al punto I.19.7 affermano che “Se un flusso (...) futuro atteso è rischioso<sup>9</sup>, la valutazione dovrà tener conto oltre che del costo del tempo anche del livello di incertezza del flusso (...). In questo caso il valore attuale coincide col valore del flusso (...) abbattuto per la remunerazione monetaria del tempo (*price of time*) e aggiustato per la remunerazione monetaria del rischio (*price of risk*).”

In questo caso il tasso di sconto è un tasso aggiustato per il rischio, costruito partendo dal tasso privo di rischio (*price of time*) e aggiungendo un premio per il rischio (*price of risk*). In ogni caso il premio per il rischio è specifico per l'entità oggetto di valutazione, in quanto dipende dal livello di avversione al rischio percepito dalle parti coinvolte.

---

<sup>9</sup> Un flusso futuro atteso è rischioso quando non è noto l'importo che sarà effettivamente realizzato, in quanto potrà assumere un determinato insieme di valori possibili.

In generale periodi di differimento diversi richiedono tassi di sconto diversi; di conseguenza quando si ha una sequenza futura di flussi attesi, ogni flusso deve essere scontato per il tasso relativo alla scadenza corrispondente. Tuttavia è ammissibile un approccio semplificato basato sull'utilizzo di un unico tasso di sconto "medio" per attualizzare tutti i flussi futuri attesi; questo approccio semplificato è quello tipicamente usato nelle valutazioni d'azienda.

Nell'ottica della valutazione d'azienda, essendo i flussi futuri attesi sempre rischiosi, il tasso di attualizzazione deve tener conto sia della remunerazione monetaria del tempo (price of time), sia della remunerazione monetaria per il rischio (price of risk). Inoltre è fondamentale l'esistenza di omogeneità tra i flussi e i tassi: ad esempio se i flussi sono nominali anche i tassi devono essere nominali, mentre se i flussi sono reali anche i tassi devono essere reali; pertanto la scelta del tasso deve avvenire in ragione alla natura del flusso futuro oggetto di attualizzazione.

Nei prossimi paragrafi si procede ad illustrare i principali tassi di attualizzazione utilizzati nella valutazione d'azienda nel seguente modo:

- nel paragrafo 2.6.1 si descrive il costo del capitale proprio;
- nel paragrafo 2.6.2 si illustra il costo del debito;
- nel paragrafo 2.6.3 si espone il costo medio ponderato del capitale.

### *2.6.1 Il costo del capitale proprio*

I PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.44 prescrivono che "Ai fini della determinazione del costo dei mezzi propri, è normalmente utilizzato il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, il quale è basato su ipotesi la cui plausibilità nel caso oggetto di esame deve essere vagliata dall'esperto. L'utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure di altri modelli, deve essere segnalato." e al punto III.1.45 affermano che "In sede di applicazione del CAPM, l'esperto deve prestare grande attenzione alle tre principali variabili fondamentali: il tasso esente da rischio (il cosiddetto *risk free rate*), il premio per il rischio di mercato, il coefficiente  $\beta$  appropriato (come indicatore del rischio sistematico) all'azienda o al ramo di azienda da valutare. L'individuazione di queste grandezze deve essere coerente con il contesto, con il mercato e con le particolari caratteristiche dell'entità oggetto di stima."

Il modello del CAPM utilizzato per la stima del costo del capitale proprio, come consigliato dai PIV, si fonda sulle seguenti ipotesi:

- gli investitori sono avversi al rischio e massimizzano l'utilità attesa detenendo portafogli completamente diversificati, ossia efficienti;
- gli investitori selezionano i portafogli in base al rendimento medio atteso e alla varianza attesa dei rendimenti;
- l'orizzonte uniperiodale è unico per tutti gli investitori;
- non esiste alcuna restrizione nel prendere o dare a prestito al tasso privo di rischio;
- gli investitori hanno aspettative omogenee sui valori attesi, sulle varianze e sulle covarianze dei rendimenti dei titoli;
- non vi sono imposte né imperfezioni di mercato come i costi di transazione.

Nella prassi operativa però è molto difficile che si verifichino le ipotesi alla base del CAPM, infatti lo stesso è stato più volte criticato in dottrina, ma rimane comunque il modello più utilizzato nelle valutazioni per la sua semplicità e snellezza di utilizzo.

Il costo del capitale proprio viene stimato con il CAPM di "base" attraverso la seguente formula:

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Dove:

- $K_e$  è il costo del capitale proprio;
- $r_f$  è il tasso privo di rischio;
- $\beta$  (beta) è il coefficiente espressivo del rischio sistematico;
- $r_m$  è il rendimento del portafoglio di mercato (ad esempio S&P 500 o FTSE MIB);
- $r_m - r_f$  è il premio per il rischio di mercato o equity risk premium.

Il costo del capitale proprio può assumere due configurazioni, a seconda del tipo di beta utilizzato:

- $K_o$ , ossia il costo del capitale proprio *unlevered* che considera solo il rischio operativo, se si utilizza un  $\beta$  unlevered;
- $K_e$ , ossia il costo del capitale proprio *levered* che considera sia il rischio operativo che quello finanziario, se si utilizza un  $\beta$  levered.

Il tasso privo di rischio invece corrisponde al rendimento dei titoli di stato e nella prassi operativa si utilizza il rendimento sul BUND tedesco a 10 anni o il rendimento sul BTP italiano a 10 anni.

Per fare considerazioni sul beta bisogna introdurre il concetto di rischio, che si divide in rischio sistematico (o di mercato) e rischio non sistematico (o specifico). Il *rischio sistematico* è il rischio del mercato nel suo complesso, non può essere eliminato ed è rappresentato dal beta (questo rischio rientra sia nel CAPM di “base”, che in quello “integrato”). Il *rischio specifico* è invece peculiare di ogni titolo e può essere eliminato detenendo un portafoglio ben diversificato (questo rischio non rientra nel CAPM di “base”, ma solo in quello “integrato”).

In merito al rischio sistematico gli elementi che incidono sulla determinazione del beta sono:

- il settore in cui l'impresa opera e di conseguenza l'attività svolta dalla stessa;
- l'intensità della leva operativa, cioè il rapporto tra i costi fissi e i costi variabili: maggiori sono i costi fissi e minori sono i costi variabili, maggiore è il rischio operativo e di conseguenza il beta, e viceversa;
- l'intensità della leva finanziaria, ossia la struttura delle fonti di finanziamento di terzi: maggiore è il debito, maggiore è il rischio finanziario e di conseguenza il beta, e viceversa.

Inoltre, sempre in riferimento al rischio sistematico, il beta può essere stimato come rapporto tra la covarianza dei rendimenti del titolo (di cui si calcola il beta) e quelli del portafoglio di mercato e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato, ossia attraverso la seguente formula:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i; r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

Dove:

- $\beta_i$  è la sensibilità dell'andamento del singolo titolo all'andamento degli investimenti complessivi di mercato;
- $r_i$  è il rendimento del titolo di cui si calcola il beta;

-  $r_m$  è il rendimento del portafoglio di mercato (ad esempio S&P 500 o FTSE MIB).

Normalmente per il calcolo del beta si considerano i rendimenti storici giornalieri o settimanali o mensili; nella prassi operativa, secondo gli esperti, l'intervallo di rendimento ottimale è quello mensile. Inoltre l'orizzonte temporale di rilevazione dei rendimenti storici è compreso tra i due e i cinque anni, in quanto periodi più lunghi forniscono dati maggiori, ma l'impresa può essere nel tempo cambiata nelle sue caratteristiche di rischio.

Ad ogni modo nella prassi operativa, quando si devono calcolare i beta di società non quotate o appena quotate, non si può utilizzare la formula del beta sopra illustrata, in quanto difficilmente si conoscono i rendimenti storici del singolo titolo; in questi casi si è soliti procedere attraverso le seguenti fasi successive per calcolare il beta della società target:

- 1) si selezionano i beta (levered) di un campione di aziende quotate simili dello stesso settore e si calcola il beta (levered) medio o mediano;
- 2) si analizzano i rischi esistenti tra l'azienda target e quelle del campione selezionato:
  - se l'azienda target e quelle del campione presentano lo stesso rischio operativo e finanziario, si utilizza il beta (levered) medio o mediano del campione anche per l'azienda target;
  - se l'azienda target e quelle del campione hanno uguale rischio operativo, ma diverso rischio finanziario, prima si depura il beta (levered) medio o mediano del campione del rischio finanziario specifico delle aziende campionate, ottenendo un beta (unlevered) medio o mediano, e poi si aumenta tale beta (unlevered) del rischio finanziario specifico dell'azienda target, ottenendo il beta (levered) della stessa target.

Le trasformazioni da beta *levered* a beta *unlevered*, o viceversa, possono essere effettuate sulla base della formula elaborata da Hamada qui sotto riportata:

$$\beta_{UN} = \frac{\beta_L}{1 + [(D/E) * (1 - t)]}$$

Dove:

- $\beta_{UN}$  è il beta unlevered che considera solo il rischio operativo;
- $\beta_L$  è il beta levered che considera sia il rischio operativo che quello finanziario;
- D è il valore di mercato del debito;
- E è il valore di mercato del patrimonio netto;
- t è l'aliquota fiscale.

Tale formula vale sotto la condizione che la rischiosità del debito (beta debito) sia uguale a zero; pertanto l'intero rischio (sistematico) è fatto gravare sui portatori capitale di rischio e la rischiosità del debito viene considerata all'interno del costo del debito  $K_d$  (tale costo viene illustrato nel paragrafo 2.6.2).

Inoltre i PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.45 nei commenti consigliano l'utilizzo della formula di Hamada senza la componente  $(1 - t)$ , quando la realizzazione dei benefici fiscali sul debito diventa *aleatoria*.

Infine l'equity risk premium è ottenuto facendo la differenza tra i rendimenti storici medi del portafoglio di mercato (ad esempio S&P 500 o FTSE MIB) e i rendimenti storici medi dei titoli privi di rischio a lungo termine (ad esempio BUND o BTP a 10 anni). Per la sua determinazione è necessario prendere in considerazione un periodo di riferimento quanto più ampio possibile, considerando tutti i fenomeni succedutesi, quali guerre, depressioni e boom.

In dottrina esiste anche un modello "integrato" rispetto a quello del CAPM di "base", rappresentato dalla seguente formula:

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) + Pr.Dim + Pr.Az \pm FCS$$

Dove in aggiunta ai simboli già illustrati sopra:

- Pr.Dim è il premio per il rischio associato a imprese di dimensioni minori;
- Pr.Az è il premio per il rischio specifico dell'azienda;
- FCS è il fattore correttivo relativo al settore in cui l'impresa opera.

L'introduzione di un premio per il rischio specifico dell'azienda nel CAPM viene confermato anche dai PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.45 nei commenti al dodicesimo verso dove si afferma che "Quando appropriato il costo dei mezzi propri ( $K_e$ ) ottenuto tramite il CAPM può essere maggiorato di un

coefficiente (fattore alfa) che considera il rischio specifico. Nell'applicare un addendo al costo dei mezzi propri calcolato sulla base del CAPM occorre verificare di non aver già trattato il rischio sul fronte dei flussi di risultato (...).

Il modello del CAPM "integrato" e la formula di Hamada appena illustrate vengono riprese nel capitolo tre, dove si affrontano le problematiche relative alla valutazione delle piccole e medie imprese.

### 2.6.2 Il costo del debito

Il costo del debito misura il costo che l'impresa sostiene per prendere a prestito fonti di finanziamento di terzi. In generale tale costo dovrebbe dipendere dal rischio di insolvenza dell'impresa indebitata: all'aumentare del rischio di insolvenza, aumenta il costo del debito, e viceversa. I PIV non prescrivono nulla a riguardo sul costo del debito.

In merito al rischio di insolvenza si possono trarre le seguenti considerazioni:

- è funzione della capacità dell'impresa di generare flussi di cassa operativi in grado di coprire gli impegni finanziari (oneri finanziari e rimborso del debito): minore è la capacità di copertura di tali flussi, maggiore è il rischio di insolvenza, e viceversa;
- dipende dalla volatilità dei flussi di cassa operativi: maggiore è la volatilità di tali flussi, maggiore è il rischio di insolvenza, e viceversa;
- è misurato attraverso il rating: le lettere A indicano un minore rischio di insolvenza, mentre le lettere D individuano un maggiore rischio di insolvenza.

Nella prassi operativa la stima del costo del debito ( $K_d$ ) può essere effettuata attraverso i seguenti tre modi alternativi:

- se l'impresa oggetto di stima ha in circolazione obbligazioni a lungo termine e negoziate frequentemente, il costo del debito può essere stimato attraverso l'*yield to maturity*, ossia il tasso interno di rendimento (TIR) del prestito obbligazionario portato a scadenza;
- se l'impresa oggetto di stima ha in circolazione obbligazioni a lungo termine ma non negoziate frequentemente, il costo del debito può essere stimato aggiungendo al tasso risk free il default spread relativo al rating normalmente associato all'impresa stessa;

- se l'impresa oggetto di stima non ha in circolazione obbligazioni a lungo termine (rientrano in questa categoria anche le piccole e medie imprese), il costo del debito può essere stimato attraverso le seguenti due alternative:

- analizzando la storia recente dei prestiti, al fine di approssimare  $K_d$  al ROD (return on debt), ossia in formule:

$$K_d \approx ROD = \text{Oneri finanziari} / \text{Capitale di debito}$$

- assegnando un rating "sintetico": inizialmente si calcola l'indice di copertura degli oneri finanziari dell'azienda oggetto di valutazione, successivamente si individua il rating associato al valore di tale indice e di conseguenza il default spread, infine si stima  $K_d$  aggiungendo al tasso risk free tale spread; quanto detto può essere sintetizzato nel seguente modo:

**indice di cop. oneri finanziari  $\Rightarrow$  rating  $\Rightarrow$  default spread**

$$K_d = r_f + \text{default spread}$$

Dove:

- $K_d$  è il costo del debito;
- $r_f$  è il tasso privo di rischio;
- default spread stima il rischio di insolvenza;
- indice di copertura degli oneri finanziari<sup>10</sup> =  $Ebit / \text{Oneri finanziari}$ .

Si riporta sotto, a titolo esemplificativo, una tabella costruita da Damodaran per le piccole imprese manifatturiere con capitalizzazione di mercato inferiore ai 5 miliardi di dollari, che mette in relazione l'indice di copertura degli oneri finanziari con un rating "sintetico" e un default spread corrispondente allo stesso rating; le classi di rating si riferiscono a quelle delle obbligazioni S&P.

---

<sup>10</sup> Qualora l'impresa abbia anche un leasing operativo, l'indice di copertura degli oneri finanziari deve essere modificato nel modo seguente:  $(Ebit + \text{Oneri leasing}) / (\text{Oneri finanziari} + \text{Oneri leasing})$ .



**TABELLA 1: INDICE DI COPERTURA DEGLI ONERI FINANZIARI, RATING, DEFAULT SPREAD**

For smaller and riskier manufacturing firms (market cap < \$ 5 billion)		
Indice di copertura degli oneri finanziari	Rating	Default Spread
< 0,49	D2/D	21,66%
0,5 - 0,79	C2/C	16,25%
0,8 - 1,24	Ca2/CC	12,38%
1,25 - 1,49	Caa/CCC	11,75%
1,5 - 1,99	B3/B-	10,08%
2 - 2,49	B2/B	8,25%
2,5 - 2,99	B1/B+	4,31%
3 - 3,49	Ba2/BB	2,95%
3,5 - 3,99	Ba1/BB+	2,32%
4 - 4,49	Baa2/BBB	1,81%
4,5 - 5,99	A3/A-	1,34%
6 - 7,49	A2/A	1,19%
7,5 - 9,49	A1/A+	1,08%
9,5 - 12,49	Aa2/AA	0,86%
> 12,5	Aaa/AAA	0,76%

Fonte: Damodaran Aswath, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, gennaio 2020 (con adattamenti personali).

La terza alternativa di calcolo del costo del debito, ossia imprese senza emissione obbligazionaria a lungo termine, viene richiamata anche nel capitolo tre, dove si illustrano le problematiche relative alla valutazione delle piccole e medie imprese.

### 2.6.3 Il costo medio ponderato del capitale

Il costo medio ponderato del capitale è la media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del debito (al netto dell'effetto fiscale), dove i pesi di ponderazione derivano dalla struttura finanziaria.

A formole il costo medio ponderato del capitale può essere rappresentato nel seguente modo:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Dove:

- WACC è il costo medio ponderato del capitale;
- $K_e$  è il costo del capitale proprio;
- $K_d$  è il costo del debito;
- $E$  è il valore di mercato del patrimonio netto;
- $D$  è il valore di mercato del debito;
- $t$  è l'aliquota fiscale.

I PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.46 affermano che “Ai fini della determinazione del costo medio ponderato del capitale, deve essere individuata la struttura finanziaria prospetticamente sostenibile. Quando tale struttura è destinata a variare in misura rilevante per effetto di scelte programmate, è necessario tenerne conto con soluzioni tecniche appropriate.”

Pertanto secondo i PIV la struttura finanziaria, ossia scelte di debito ed equity, da utilizzare nel WACC deve essere non quella attuale o quella astrattamente ottimale o quella prevalente nel settore di riferimento, in quanto tali strutture possono non essere concretamente realizzabili in futuro dalla particolare azienda oggetto di stima, ma quella che ha concrete possibilità in futuro di essere realizzata e sostenuta dall'impresa oggetto di valutazione, ossia *la struttura finanziaria obiettivo*.

Lo scrivente, anche se PIV nulla a riguardo prescrivono, consiglia l'utilizzo della formula del WACC senza la componente  $(1 - t)$ , quando la realizzazione dei benefici fiscali sul debito diventa *aleatoria*.

In generale quando si valutano le piccole e medie imprese sorgono delle problematiche in merito al calcolo del WACC per quanto riguarda i valori di mercato del patrimonio netto e del debito; tali situazioni vengono affrontate nel capitolo tre, dove vengono proposte delle soluzioni correttive a tale problema.

## 2.7 Alcune criticità relative ai metodi di valutazione

A chiusura del capitolo vale la pena evidenziare alcune criticità riguardanti i metodi di valutazione, alle quali non si è già dato abbastanza spiegazione nei precedenti paragrafi. I temi trattati in questo ultimo paragrafo riguardano:

- a) l'aliquota fiscale da considerare nelle valutazioni d'azienda;
- b) il premio per il rischio specifico dell'azienda nel CAPM, ossia il “fattore alfa”;

- c) i riflessi dell'obsolescenza del modello di business sulla valutazione d'azienda;
- d) il tasso di crescita annuo costante perpetuo  $g$  nel terminal value.

a) Nel periodo analitico di piano sono da considerare le imposte effettive (aliquota effettiva) di ogni anno del piano, che devono essere coerenti con il flusso (di reddito o di cassa) considerato. Nel periodo a regime invece all'interno del terminal value è consigliabile utilizzare un'aliquota effettiva medio-normale, tendenzialmente approssimabile con quella legale. Infine nei tassi di attualizzazione di norma si utilizza l'aliquota legale.

b) Nella prassi operativa il premio per il rischio specifico dell'azienda viene inserito all'interno del CAPM ad esempio nelle seguenti situazioni:

- valutazioni di start up, stante l'incertezza che ruota attorno a tali realtà, in quanto connessa a molteplici fattori che possono condizionare l'andamento delle stesse start up;
- valutazioni di imprese che hanno scarsa propensione a diversificare il rischio, come quelle la cui attività è concentrata su un unico settore (monobusiness) o su pochi settori;
- valutazioni di aziende che presentano un piano industriale più rischioso, ossia quando i risultati posti alla base del piano sono più difficili da raggiungere (rischio di esecuzione) e/o le ipotesi a fondamento dei risultati dello stesso piano sono poco credibili (rischio di qualità).

c) È già stato detto più volte come l'analisi del modello di business sia un elemento chiave dell'analisi fondamentale; l'esperto, attraverso tale analisi, deve valutarne anche il livello di obsolescenza, esaminando la struttura dell'azienda stessa e il contesto nella quale essa opera. Ad ogni modo se ci sono indicazioni di obsolescenza del modello di business, il valore dell'azienda viene eroso e, di conseguenza, l'esperto deve tenerne conto nei flussi operando una loro riduzione o nel tasso di attualizzazione aggiungendo un "fattore alfa", ossia un premio per il rischio specifico dell'azienda.

d) Va ribadito ancora una volta come il calcolo del tasso  $g$  illustrato alla fine dei paragrafi 2.2.6 e 2.2.7 sia solo una sua prima approssimazione, in quanto lo stesso  $g$  approssimato deve comunque essere sempre *coerente* con i "fondamentali" dell'impresa, la crescita settoriale e quella dell'economia in generale, come prescritto nei PIV e spiegato alla fine del paragrafo 2.2.5.



## CAPITOLO 3: PARTICOLARITA' NELLA VALUTAZIONE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

### 3.1 Una panoramica sulle piccole e medie imprese italiane

Le piccole e medie imprese (PMI) costituiscono un vero e proprio elemento distintivo dell'economia italiana; più del 95% del tessuto imprenditoriale dello stivale è costituito da piccole e medie imprese, con la conseguenza che le stesse costituiscono il principale motore di crescita del paese e pertanto necessitano di un adeguato interesse.

Le PMI italiane sono bellezze da preservare e gestite da proprietari che la maggior parte delle volte mettono da parte la propria famiglia per dedicarsi all'azienda e ai suoi prodotti. Inoltre l'attività delle stesse si svolge in capannoni che raccontano storie di vita che si tramandano da decenni.

La piccola e media impresa italiana è conosciuta per la qualità del proprio lavoro, che deriva dall'attaccamento del proprietario al lavoro, dalla tradizione e dal fatto di pensare all'azienda come una seconda casa.

La forte presenza di piccole e medie imprese è però sempre stata vista come una debolezza intrinseca del tessuto imprenditoriale italiano, a causa della minore stabilità che il sistema economico può avere rispetto a uno stesso sistema, ma caratterizzato dalla presenza prevalente di grandi imprese.

Gli elementi distintivi delle PMI italiane sono individuabili in:

- *passione*, che permette di alimentare i sogni e raggiungere dei risultati straordinari contro ogni pronostico;
- *sacrificio*, che si traduce nella rinuncia di una parte della vita privata, nel non considerare le lancette dell'orologio e nel mettere in gioco tutte le proprie energie;
- *coraggio*, che concerne la capacità di saper fare le scelte giuste quando ci si sente al bivio e di andare contro la ragione per preservare i propri sogni;
- *tradizione* che, da una parte, è quel background culturale e storico accumulato negli anni e tramandato nel tempo tra le varie generazioni e, dall'altra parte, è l'ingrediente per l'innovazione, in quanto un'intuizione geniale deve essere sempre frutto di un lavoro calato in un contesto di grande esperienza.

La grande diffusione delle piccole e medie imprese in Italia porta con sé dei vantaggi e dei svantaggi. I vantaggi sono così individuabili:

- esistenza di un naturale ricambio fisiologico nel sistema economico, a causa di un elevato tasso di mortalità e natalità delle PMI;
- possibilità da parte delle PMI di occupare segmenti in cui le imprese di grandi dimensioni non riescono a competere;
- utilizzo da parte delle PMI di un modello di business fondato sulla creatività e dedizione dell'imprenditore e dei suoi più stretti collaboratori.

Mentre gli svantaggi sono i seguenti:

- le PMI hanno difficoltà a competere sui mercati internazionali;
- le PMI non sempre riescono a sfruttare le opportunità di consolidamento che si presentano nei settori in cui operano;
- le PMI sono escluse da quelle opportunità di mercato che richiedono investimenti elevati e un ritorno differito nel tempo.

Secondo il rapporto annuale 2013 dell'ISTAT, capitolo 2 *"Il sistema delle imprese italiane: competitività e potenziale di crescita"*, pag. 67, oltre il 60% delle imprese piccole e quasi il 50% di quelle medie sono controllate da una persona fisica o da una famiglia e la gestione manageriale riguarda in media solo il 10% delle PMI. Pertanto la struttura delle piccole e medie imprese italiane è riconducibile principalmente a due tipologie:

- impresa di tipo "imprenditoriale", dove proprietà e potere decisionale sono riunite nelle mani di un'unica persona, ossia l'imprenditore;
- impresa di tipo "familiare", dove proprietà e potere decisionale sono estese non solo all'imprenditore, ma anche a uno o più familiari.

Nelle stesse PMI invece la separazione tra proprietà detenuta dall'imprenditore e controllo affidato ai manager è inconsueto, come evidenziato dalla percentuale del 10% sopra riportata.

Le PMI italiane nel finanziare i propri fabbisogni scelgono principalmente l'autofinanziamento con quanto generato dalla gestione operativa, poi si affidano al canale bancario e per ultimo utilizzano forme di finanziamento attraverso il capitale di rischio; tali scelte derivano dalle due seguenti motivazioni:

- *un'avversione al rischio dell'imprenditore*, in quanto un eventuale dissesto a causa di eccessivo indebitamento provocherebbe danni patrimoniali, di reputazione e d'immagine;
- *un'avversione alla perdita del controllo dell'imprenditore*, dovuta alla diluizione della proprietà con l'ingresso di soggetti terzi in caso di finanziamento tramite capitale di rischio.

Ad ogni modo una tra le problematiche maggiori in cui si imbattono le PMI italiane è la difficoltà di accesso al credito, perché il sistema finanziario valuta maggiormente rischiosi gli investimenti effettuati dalle piccole e medie realtà, in quanto esiste un maggior rischio che le stesse non ottengano i ritorni necessari per ripagare il debito.

Negli anni però tale difficoltà si è attenuata, da una parte, attraverso la nascita di consolidati rapporti di collaborazione tra gli imprenditori e i direttori di banca, che hanno fatto la differenza sulla valutazione del merito creditizio e, dall'altra parte, grazie al sostegno dei "confidi", ossia consorzi italiani che svolgono attività di prestazione di garanzie per agevolare le imprese nell'accesso ai finanziamenti a breve, a medio e a lungo termine.

Inoltre, affianco al canale classico di finanziamento bancario, si sono sviluppati anche nuovi strumenti di finanziamento di aiuto alle PMI come l'*equity based crowdfunding*, cioè operazioni che si svolgono tramite la rete internet e attraverso le quali un investitore acquista una partecipazione nell'impresa apportando liquidità e in cambio riceve un insieme di diritti patrimoniali e amministrativi collegati alla partecipazione stessa, e i *minibond*, ossia titoli di debito che l'azienda emette per garantirsi denaro contante da parte di investitori qualificati.

Secondo il rapporto CERVED PMI 2019, costruito su un campione di circa 157 mila piccole e medie imprese italiane:

- il numero delle PMI è cresciuto del +2,9% nel 2018, ma a ritmi più lenti rispetto al 2017 (+5,5%);
- il fatturato è cresciuto in termini nominali del +4,1% nel 2018, meno rispetto alla crescita nominale del +4,4% del 2017, ma è rimasto sostanzialmente ai livelli del 2017 in termini reali;
- la crescita dell'EBITDA si è quasi fermata con un incremento di solo +1,2% nel 2018 e rallentata rispetto al +3,2% del 2017; inoltre i livelli dello stesso margine sono ancora inferiori del 20% rispetto a quelli pre-crisi del 2007;

- gli indici di redditività sono rimasti pressoché stabili, in leggero calo nel 2018 con un ROE al 11% (11,7% nel 2017), un ROI al 5,9% (6,2% nel 2017) e un ROA al 5% (5,1% nel 2017);
- nonostante la congiuntura più debole (rallentamento della crescita del fatturato e dell'EBITDA e calo degli indici di redditività), le PMI hanno rafforzato la propria struttura finanziaria nel 2018: sebbene i debiti finanziari siano cresciuti del +2,2%, il capitale proprio è incrementato a ritmi più sostenuti con un +8,5%; inoltre si è ridotto il peso dei debiti finanziari sul patrimonio netto (indice di indebitamento) dal 66% del 2017 al 63% del 2018;
- gli investimenti delle PMI sono cresciuti del +7,1% nel 2018 rispetto al +6,4% del 2017; ciò nonostante gli stessi investimenti sono rimasti largamente inferiori a quelli pre-crisi del 2007;
- le PMI nel prossimo futuro, a seguito dell'entrata in vigore del nuovo "Codice della crisi", dovranno effettuare ingenti investimenti per dotarsi di sistemi e competenze di risk management e per remunerare gli organi di revisione nominati, al fine di adeguarsi alla nuova normativa; lo scopo di tale codice è quello di migliorare il livello di trasparenza e l'autoconsapevolezza finanziaria delle PMI, favorire il risanamento di imprese che versano in una crisi temporanea e rendere più rapida e meno costosa l'uscita dal mercato di aziende che sono in crisi irreversibile; inoltre gli investimenti richiesti per adeguarsi allo stesso codice si attesterebbero a circa 15-20 mila euro l'anno per un'impresa piccola, mentre gli stessi raddoppierebbero se l'impresa fosse media.

Si riportano di seguito delle rielaborazioni personali di statistiche tratte dalla banca dati ISTAT, a dimostrazione della diffusione delle piccole e medie imprese all'interno del paese italiano.

**TABELLA 2: IMPRESE ATTIVE ITALIA**

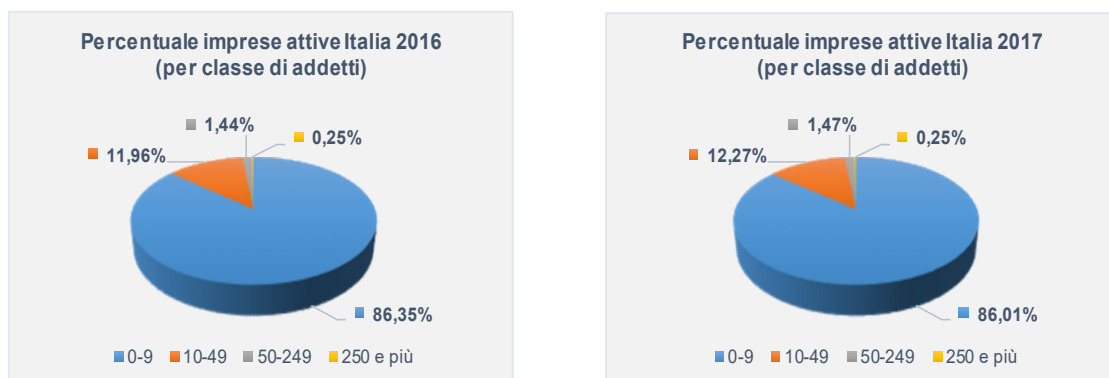
Classe di addetti	Percentuale imprese attive Italia 2016	Percentuale imprese attive Italia 2017
0-9	86,35%	86,01%
10-49	11,96%	12,27%
50-249	1,44%	1,47%
250 e più	0,25%	0,25%
Totale	100,00%	100,00%

Fonte: rielaborazione personale di statistiche della banca dati ISTAT.



Come dimostrato dalla tabella sovrastante l'Italia è un paese con ampia diffusione di micro imprese (classe di addetti 0-9), le piccole imprese hanno una loro rilevanza (classe di addetti 10-49), minimale è invece l'incidenza delle medie imprese (classe di addetti 50-249), infine è irrilevante la percentuale delle grandi imprese (classe di addetti 250 e più).<sup>1</sup>

**FIGURA 11: IMPRESE ATTIVE ITALIA**



Fonte: rielaborazione personale di statistiche della banca dati ISTAT.

I grafici a torta sopraindicati relativi all'Italia altro non confermano quanto appena esposto in relazione alle percentuali di tabella 2.

**TABELLA 3: IMPRESE ATTIVE VENETO**

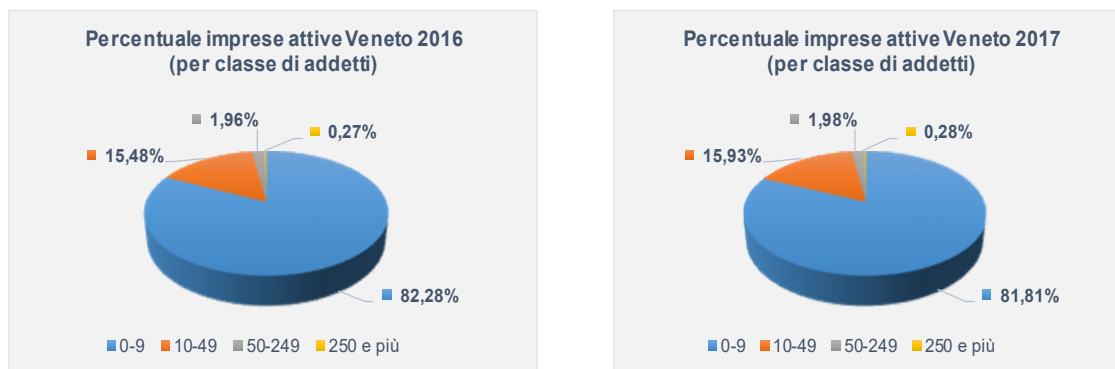
Classe di addetti	Percentuale imprese attive Veneto 2016	Percentuale imprese attive Veneto 2017
0-9	82,28%	81,81%
10-49	15,48%	15,93%
50-249	1,96%	1,98%
250 e più	0,27%	0,28%
Totale	100,00%	100,00%

Fonte: rielaborazione personale di statistiche della banca dati ISTAT.

La tabella soprariportata relativa al Veneto porta alle stesse conclusioni di quanto esposto sopra in riferimento alle percentuali relative all'Italia (tabella 2).

<sup>1</sup> Nelle tabelle e grafici seguenti si fa riferimento ad una versione semplificata di definizione di micro, piccola, media e grande impresa, in quanto la stessa è fondata solo sulla distinzione per classe di addetti; invece secondo la normativa attuale per effettuare tale distinzione bisogna guardare non solo alla classe di addetti, ma anche al fatturato o al totale dell'attivo patrimoniale. Si rimanda ai paragrafi 3.2, 3.2.1 e 3.2.2 per una dettagliata spiegazione su tale distinzione effettuata secondo la normativa vigente.

**FIGURA 12: IMPRESE ATTIVE VENETO**



Fonte: rielaborazione personale di statistiche della banca dati ISTAT.

I grafici a torta sopraindicati riguardanti il Veneto portano agli stessi risultati evidenziati sopra con le percentuali della tabella 3.

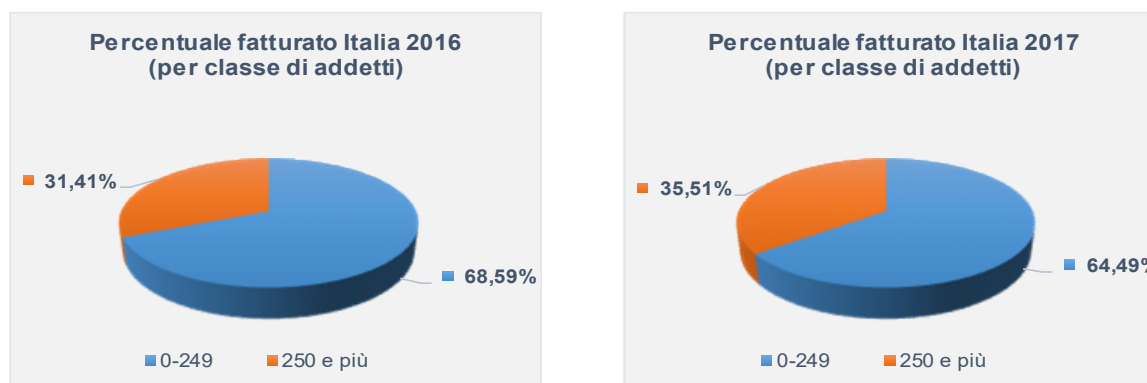
**TABELLA 4: FATTURATO ITALIA**

Classe di addetti	Percentuale fatturato Italia 2016	Percentuale fatturato Italia 2017
0-9	25,30%	23,71%
10-49	22,55%	21,15%
50-249	20,75%	19,63%
0-249	68,59%	64,49%
250 e più	31,41%	35,51%
Totale	100,00%	100,00%

Fonte: rielaborazione personale di statistiche della banca dati ISTAT.

La tabella soprariportata mostra come in Italia il fatturato sia generato per la maggior parte da micro, piccole e medie imprese (classe di addetti 0-249), mentre in via residuale deriva da grandi imprese (classe di addetti 250 e più).

**FIGURA 13: FATTURATO ITALIA**



Fonte: rielaborazione personale di statistiche della banca dati ISTAT.

I grafici a torta sopraindicati relativi all'Italia altro non confermano quanto esposto sopra in relazione alle percentuali di fatturato di tabella 4.

**TABELLA 5: FATTURATO ITALIA**

Settori economici	Percentuale fatturato Italia 2016 (per settori economici e classe di addetti)				Percentuale fatturato Italia 2017 (per settori economici e classe di addetti)			
	0-9	10-49	50-249	250 e più	0-9	10-49	50-249	250 e più
<i>B: estrazione di minerali da cave e miniere</i>	0,15%	0,25%	0,19%	4,25%	0,08%	0,28%	0,17%	0,27%
<i>C: attività manifatturiere</i>	<b>10,88%</b>	<b>31,50%</b>	<b>39,90%</b>	<b>38,21%</b>	<b>10,88%</b>	<b>31,62%</b>	<b>41,00%</b>	<b>40,50%</b>
<i>D: fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata</i>	1,75%	2,90%	8,30%	9,24%	1,18%	2,64%	8,82%	<b>12,96%</b>
<i>E: fornitura di acqua reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento</i>	0,55%	1,27%	1,42%	1,46%	0,57%	1,42%	1,46%	1,36%
<i>F: costruzioni</i>	<b>11,03%</b>	6,52%	3,18%	1,58%	<b>11,02%</b>	6,73%	3,58%	1,32%
<i>G: commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli</i>	<b>42,33%</b>	<b>37,98%</b>	<b>30,56%</b>	<b>24,33%</b>	<b>42,78%</b>	<b>37,11%</b>	<b>28,46%</b>	<b>23,41%</b>
<i>H: trasporto e magazzinaggio</i>	3,76%	5,06%	4,38%	6,95%	3,53%	5,16%	4,82%	6,48%
<i>I: attività dei servizi di alloggio e di ristorazione</i>	5,35%	3,51%	1,05%	1,06%	5,51%	3,93%	1,40%	1,04%
<i>J: servizi di informazione e comunicazione</i>	2,08%	2,12%	2,77%	6,40%	2,05%	2,13%	2,53%	5,84%
<i>L: attività immobiliari</i>	4,62%	0,42%	0,23%	0,05%	4,45%	0,47%	0,19%	0,05%
<i>M: attività professionali, scientifiche e tecniche</i>	8,07%	2,75%	2,34%	1,94%	8,36%	2,73%	2,11%	1,63%
<i>N: noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese</i>	3,10%	2,96%	2,87%	2,89%	3,15%	2,97%	2,64%	3,15%
<i>P: istruzione</i>	0,33%	0,22%	0,13%	0,02%	0,35%	0,24%	0,11%	0,03%
<i>Q: sanità e assistenza sociale</i>	3,32%	0,99%	1,56%	1,15%	3,49%	1,02%	1,54%	1,21%
<i>R: attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento</i>	1,15%	1,02%	0,87%	0,35%	1,04%	1,01%	0,88%	0,63%
<i>S: altre attività di servizi</i>	1,52%	0,53%	0,24%	0,12%	1,57%	0,55%	0,28%	0,11%
Totale	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

**In giallo sono evidenziati i settori economici per classe di addetti con una percentuale maggiore o uguale a 10%**

Fonte: rielaborazione personale di statistiche della banca dati ISTAT.

La tabella soprariportata evidenzia come in Italia il fatturato di micro, piccole e medie imprese (classe di addetti 0-249) derivi per la gran parte dal settore economico delle attività manifatturiere (C) e da quello del commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli (G). Inoltre per le micro imprese anche il settore economico delle costruzioni (F) genera una percentuale considerevole di fatturato.

Dalla stessa tabella si nota anche come nei due anni considerati le percentuali siano rimaste pressoché stabili.

A conclusione del paragrafo vale la pena di accennare alle sfide future attese dalle PMI italiane al fine di una loro eventuale crescita; esse sono:

- *l'introduzione di competenze manageriali*, al fine di avere una forza lavoro che sia adeguata per vincere le sfide della globalizzazione;
- *la realizzazione di un adeguato sistema informativo interno*, che sia di ausilio alla circolazione delle informazioni all'interno dell'impresa e di riferimento a qualsiasi stakeholder dell'impresa stessa;
- *gli investimenti in formazione del capitale umano*, allo scopo di valorizzare i talenti, fornire le competenze adeguate alle mansioni da svolgere e creare senso di appartenenza nei confronti dell'organizzazione;
- *gli investimenti in ricerca e sviluppo*, che sono una delle prerogative per mirare all'eccellenza e alla continua innovazione;
- *la diffusione di linee guida univoche*, in quanto la crescita dell'impresa non può essere spinta solo dall'imprenditore, ma necessita di coesione e unicità di intenti tra lo stesso imprenditore, i manager e i vari dipartimenti aziendali e di conseguenza è la squadra, la diffusione del team working nei dipartimenti e l'importanza assicurata ad ogni funzione aziendale a spingere la crescita dell'impresa;
- *un miglioramento nella selezione del personale*, in quanto una buona squadra si costruisce da un'ottimizzazione nella scelta dei suoi componenti in base alle loro caratteristiche;
- *la creazione di sistemi premiali*, fondati sulla meritocrazia e sul raggiungimento degli obiettivi assegnati;
- *l'implementazione di attività di responsabilità sociale*, ossia di pratiche volte a ottenere un minore impatto ambientale dell'attività d'impresa e a sfruttare in modo eccellente le risorse a disposizione della stessa impresa. Tali attività permettono alle PMI di avere una crescente domanda di prodotti di qualità superiore, un incremento della competitività nel mercato di riferimento, una maggiore reputazione e credibilità da parte dei consumatori, un'ottima trasparenza verso tutti gli stakeholders e un migliore rating per la concessione di crediti da parte del sistema finanziario; pertanto le PMI devono cogliere la responsabilità sociale non come un costo, ma come un investimento che porterà benefici in futuro.

### 3.2 La normativa di riferimento

Nei successivi due paragrafi si presentano i riferimenti normativi sui quali basarsi per distinguere tra micro, piccola e media impresa.<sup>2</sup>

Nel paragrafo 3.2.1 si accenna alla *raccomandazione 2003/361/CE* che è priva di efficacia vincolante, in quanto contiene solo un invito a conformarsi ad un certo comportamento.

Nel paragrafo 3.2.2 invece si illustra il *decreto ministeriale 18 aprile 2005* che ha recepito in Italia tale raccomandazione europea e che è vincolante a seguito della sua pubblicazione in gazzetta ufficiale.

#### 3.2.1 La raccomandazione 2003/361/CE (cenni)

Già con la raccomandazione 96/280/CE del 3 aprile 1996, la Commissione Europea volle sottolineare la necessità di definire le PMI in modo preciso ed unitario, a seguito della proliferazione delle definizioni di piccole e medie imprese sia a livello comunitario che a livello nazionale; infatti la stessa raccomandazione aveva lo scopo di aumentare il coordinamento tra le iniziative comunitarie e quelle nazionali per quanto riguardava le PMI.

La raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003 ha sostituito quella del 3 aprile 1996, con decorrenza dal 1 gennaio 2005; la nuova raccomandazione ha pertanto modificato e aggiornato le regole sulla base delle quali un'impresa può essere definita PMI.

Tale nuova raccomandazione all'articolo 1, comma 1, prevede che "La presente raccomandazione riguarda la definizione delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese utilizzata nelle politiche comunitarie applicate all'interno della Comunità e dello Spazio economico europeo." e all'articolo 4 afferma che "Gli stati membri (...) sono destinatari della presente raccomandazione."

Come già detto la raccomandazione 2003/361/CE è solo un invito a conformarsi ad un certo comportamento ed è stata recepita in Italia con il decreto ministeriale 18 aprile 2005, che ha conferito all'invito stesso carattere coattivo.

---

<sup>2</sup> In via residuale è distinguibile anche la grande impresa.

### 3.2.2 Il decreto ministeriale 18 aprile 2005

Il decreto ministeriale 18 aprile 2005 all'articolo 2 prescrive:

- *al comma 1*: “La categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (complessivamente definita PMI) è costituita da imprese che:
  - a) hanno meno di 250 occupati, e
  - b) hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.”
- *al comma 2*: “Nell’ambito della categoria delle PMI, si definisce piccola impresa l’impresa che:
  - a) ha meno di 50 occupati, e
  - b) ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro.”
- *al comma 3*: “Nell’ambito della categoria delle PMI, si definisce microimpresa l’impresa che:
  - a) ha meno di 10 occupati, e
  - b) ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro.”
- *al comma 4*: “I due requisiti di cui alle lettere a) e b) dei commi 1, 2 e 3 sono cumulativi, nel senso che tutti e due devono sussistere.”

Quanto prescritto dall’articolo 2 ai commi 1, 2, 3 e 4, ai fini della distinzione tra micro, piccola e media impresa, può essere sintetizzato nella tabella sottostante (in via residuale è identificabile anche la grande impresa):

**TABELLA 6: CLASSIFICAZIONE MICRO, PICCOLA E MEDIA IMPRESA**

TIPO	OCCUPATI		FATTURATO ANNUO (milioni di €)		TOTALE DI BILANCIO ANNUO (milioni di €)
Media impresa	< 250	e	≤ 50	oppure	≤ 43
Piccola impresa	< 50	e	≤ 10	oppure	≤ 10
Micro impresa	< 10	e	≤ 2	oppure	≤ 2

Fonte: Decreto ministeriale 18 aprile 2005.

Per occupati si intendono i dipendenti dell’impresa a tempo determinato o indeterminato, iscritti nel libro matricola dell’impresa e legati all’impresa da forme

contrattuali che prevedono il vincolo di dipendenza, fatta eccezione per i dipendenti posti in cassa integrazione straordinaria, gli apprendisti con contratto di apprendistato, le persone con contratto di formazione o con contratto di inserimento e i congedi di maternità, paternità e parentali; inoltre tra i dipendenti dell'impresa rientrano anche i proprietari gestori (imprenditori individuali) e i soci che svolgono attività regolare nell'impresa e beneficiano di vantaggi finanziari forniti dalla stessa, diversi dai compensi percepiti per la partecipazione agli organi amministrativi della società.

Per fatturato invece si intende la voce A.1 del conto economico redatto secondo il codice civile (art. 2425 c.c.), ossia i ricavi provenienti dalla vendita di prodotti e dalla prestazione di servizi, al netto degli sconti concessi sulle vendite e di eventuali imposte direttamente connesse ai ricavi stessi.

Per totale di bilancio infine si intende il totale dell'attivo di stato patrimoniale.

Il numero di occupati è dato dal numero di unità-lavorative-anno (ULA), cioè dal numero medio mensile di dipendenti occupati a tempo pieno durante un anno. In caso di occupati a tempo pieno per un periodo inferiore all'anno<sup>3</sup> o a tempo parziale o stagionali si devono considerare le frazioni di ULA (si rimanda alle note esplicative sulle modalità di calcolo dei parametri dimensionali, in appendice al decreto stesso, per degli esempi sul calcolo delle ULA e delle frazioni di ULA).

Il fatturato e il totale di bilancio annui sono invece quelli dell'ultimo esercizio contabile chiuso ed approvato. Se le imprese sono esonerate dalla tenuta della contabilità ordinaria e/o dalla redazione del bilancio, le stesse informazioni sono desunte, per quel che concerne il fatturato annuo, dall'ultima dichiarazione dei redditi presentata e, per quanto riguarda il totale di bilancio annuo, sulla base del prospetto delle attività e delle passività redatto con i criteri di cui al decreto del Presidente della Repubblica 23 dicembre 1974, n.689, e in conformità agli articoli 2423 e seguenti del codice civile.

È da sottolineare come occupati, fatturato annuo e totale di bilancio annuo devono riferirsi allo stesso periodo considerato.

Quanto detto fino a qui vale nel caso di imprese "autonome", cioè imprese che non presentano associazioni o collegamenti con altre imprese.

---

<sup>3</sup> L'attività lavorativa deve essere prestata per più di quindici giorni, ai fini della considerazione del mese nel calcolo delle ULA.

Sono considerate “associate” le imprese, non identificabili come imprese “collegate”, tra le quali esiste la seguente relazione: un’impresa detiene almeno il 25% del capitale o dei diritti di voto di un’altra impresa.<sup>4</sup>

Sono invece considerate “collegate” le imprese tra le quali esiste una delle seguenti relazioni:

- a) l’impresa in cui un’altra impresa dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell’assemblea ordinaria;
- b) l’impresa in cui un’altra impresa dispone di voti sufficienti per esercitare un’influenza dominante nell’assemblea ordinaria;
- c) l’impresa su cui un’altra impresa ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un’influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole;
- d) le imprese in cui un’altra, in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto.

In caso di presenza di imprese “associate”, ai dati degli occupati e del fatturato o del totale di bilancio dell’impresa di cui si indaga la dimensione vanno sommati, *in proporzione* alla percentuale di partecipazione al capitale o alla percentuale di diritti di voto detenuti (in caso di difformità si considera la percentuale più elevata tra le due), gli stessi dati delle imprese “associate” all’impresa target.

Invece in caso di presenza di imprese “collegate”, ai dati degli occupati e del fatturato o del totale di bilancio dell’impresa di cui si indaga la dimensione vanno sommati *interamente* gli stessi dati delle imprese “collegate” all’impresa target.

All’art. 3, commi 4 e 6, dello stesso decreto sono individuabili ulteriori casistiche di associazione e collegamento tra imprese più complesse di quelle qui riportate, che non vengono esposte nel presente lavoro e pertanto si rimanda all’articolo stesso.

Si evidenzia come ultima cosa che un’impresa è sempre di grande dimensione, se almeno il 25% del suo capitale o dei suoi diritti di voto sono detenuti da uno o più enti pubblici, diversi da quelli riportati all’art 3, comma 3, del D.M. 18 aprile 2005.

---

<sup>4</sup> La quota del 25% può essere raggiunta o superata senza determinare l’associazione, se è detenuta da specifiche categorie di investitori, sempreché gli stessi non abbiano già un collegamento (in caso di collegamento, gli stessi investitori devono intervenire direttamente o indirettamente nella gestione dell’impresa collegata, altrimenti non si considerano collegati). Per una descrizione di tali investitori si rinvia all’art. 3, comma 3, del decreto ministeriale 18 aprile 2005.



### 3.3 Il giudizio integrato di valutazione di Guatri applicato alle PMI

Il giudizio integrato di valutazione (GIV) è un processo analitico da intraprendere per ottenere valori più affidabili, credibili e meglio dimostrabili rispetto alla pura e semplice applicazione delle formule valutative; infatti le stesse formule devono inserirsi in un più ampio quadro integrato di informazioni ed analisi.

L'applicazione del GIV prevede la sostituzione di uno schema di valutazione semplice ed incompleto, costituito da semplici formule valutative, con uno schema più complesso e completo, composto non solo da formule valutative, ma anche da un'adeguata base informativa e relativa analisi fondamentale. Pertanto l'idea alla base del GIV è che le maggiori difficoltà riscontrate per la sua applicazione siano compensate da un reale miglioramento del processo valutativo, allo scopo di renderlo più credibile e dimostrabile.

Di conseguenza il giudizio integrato di valutazione è fondato idealmente su tre pilastri tra loro interconnessi:

- la *formula* derivante dall'applicazione di valutazioni assolute, attraverso la quale si misura il valore;
- i *prezzi probabili* derivanti dall'applicazione di valutazioni relative, ai fini del controllo del valore;
- la *base informativa* e l'*analisi fondamentale*, che sono di fondamento alla valutazione e devono essere ampie e articolate.

Il GIV rappresenta la via privilegiata da seguire per misurare in modo affidabile e dimostrabile il capitale economico delle piccole e medie imprese, in quanto sembra aderire perfettamente al mondo delle stesse PMI. Infatti in tali imprese la raccolta di informazioni e la relativa analisi diviene ancora più importante rispetto a una grande impresa, in quanto è fondamentale identificare tutte le peculiarità tipiche delle PMI, come ad esempio la commistione tra il patrimonio dell'azienda e quello della famiglia proprietaria, la presenza di persone chiave per gli equilibri aziendali, l'assenza o l'incompletezza di un sistema informativo interno, l'esistenza di componenti extracontabili riconducibili alle abilità dell'imprenditore, allo scopo di quantificare correttamente il valore delle stesse PMI.

Si evidenzia come nella valutazione delle piccole e medie imprese la maggior parte delle volte il giudizio integrato di valutazione manchi del pilastro dei prezzi

probabili, in quanto è difficile individuare un campione di imprese simili a quella oggetto di valutazione ai fini dell'identificazione del multiplo medio o mediano.

Come ultima cosa è importante ripetere ancora una volta come non è l'impresa a doversi adattare al criterio di valutazione, ma è lo stesso criterio che deve saper adeguatamente rappresentare l'azienda. Quanto appena detto assume maggiore rilevanza nelle PMI, in quanto la maggior parte delle volte alcuni criteri non sono applicabili e pertanto la scelta del criterio deve avvenire solo dopo un'approfondita analisi della stessa PMI.

### *3.4 L'applicabilità dei principi italiani di valutazione alle PMI*

Ad oggi non sono previsti principi italiani di valutazione specifici per le piccole e medie imprese; pertanto bisogna procedere ad un adattamento dei PIV generali alla specifica PMI oggetto di valutazione.

Ad ogni modo nei PIV attuali ci sono alcuni riferimenti alle piccole e medie imprese che vale la pena qui richiamare:

- a) al punto I.4.3 (conceptual framework) nei commenti al settimo verso al numero 5 si afferma che “i contenuti, l'ampiezza ed il grado di approfondimento delle fasi del processo valutativo sono comunque condizionati dalle informazioni disponibili (ad esempio, nella valutazione di azienda, la piccola dimensione può condizionare l'entità delle informazioni disponibili, ridurre la comparabilità, ecc.). In linea di principio quando è ridotta l'informativa interna in parallelo dovrebbe essere più sviluppata l'informativa esterna.”;
- b) al punto III.2.4 (principi per specifiche attività) si prescrive che “L'aspetto dimensionale in genere costituisce un fattore rilevante nel contesto della stima del valore di un'azienda, sia essa quotata o non quotata. Infatti il fattore dimensionale può influenzare:
  - a) l'esposizione al rischio sistematico;
  - b) l'esposizione al rischio specifico. Ciò con riferimento, ad esempio, alla qualità della struttura organizzativa, alla concentrazione della clientela o alla concentrazione in una o poche persone dei fattori di successo dell'azienda;
  - c) la disponibilità di piani formalizzati e di strutture manageriali o organizzative adeguate.

L'esperto deve tenere in considerazione questi aspetti e motivare le scelte compiute." Pertanto seguendo le prescrizioni del punto stesso, la piccola dimensione potrebbe comportare l'aggiunta di un premio per il rischio dimensionale (*size premium*) all'interno del CAPM, che deve essere opportunamente motivata dall'esperto;

- c) al punto III.1.27 (principi per specifiche attività) nei commenti al primo verso si afferma che "La costruzione diretta dei flussi di risultati ai quali collegare la valutazione (con il metodo DCF o con altri procedimenti) interviene tipicamente quando l'esperto non ha accesso all'azienda, o comunque quando dispone solo di informazioni parziali sulla gestione futura. Il primo caso riguarda tipicamente gli analisti finanziari che, anche quando conoscono i piani sintetici ufficialmente comunicati dalle aziende, spesso procedono a proprie elaborazioni. Il secondo caso riguarda ad esempio aziende di piccole dimensioni che non dispongono di sistemi di pianificazione o di programmazione.";
- d) al punto III.1.16 (principi per specifiche attività) nei commenti al secondo verso si afferma che "È frequente l'indicazione da parte degli esperti di un metodo principale accompagnato da uno o più metodi di controllo (...)" e al quarto verso si dice che "All'estremo opposto, non è da escludere l'ipotesi dell'adozione di un metodo unico, soprattutto quando la base informativa è limitata (...)". Pertanto seguendo le affermazioni dei commenti stessi, la piccola dimensione potrebbe comportare l'adozione di un metodo unico, a causa di mancanza di informazioni.

È tuttavia auspicabile in futuro, visto che la gran parte dei commercialisti italiani dichiara di valutare solitamente piccole aziende, che l'organismo italiano di valutazione disciplini la valutazione delle piccole e medie imprese attraverso le seguenti due strade alternative:

- definendo dei PIV specifici per le PMI, comprensivi di principi, commenti ed esempi;
- inserendo dei principi, commenti ed esempi aggiuntivi inerenti alla valutazione delle PMI nei PIV generali.

### 3.5 Criticità generali nella valutazione delle piccole e medie imprese

I caratteri peculiari che riguardano le piccole e medie imprese italiane sono sintetizzabili in:

- commistione tra il patrimonio dell'azienda e quello della famiglia proprietaria;
- assenza o incompletezza degli strumenti tipici della programmazione;
- mancanza di formalizzazione dei documenti strategici;
- sistemi di amministrazione e di controllo semplificati;
- informativa contabile spesso non soggetta al controllo legale e che serve quasi esclusivamente a soddisfare gli obblighi fiscali;
- assenza o limitata cultura manageriale;
- presenza di persone chiave fondamentali per gli equilibri aziendali;
- coincidenza tra proprietà e controllo, in quanto l'imprenditore-proprietario è colui che esercita quasi in via esclusiva il potere decisionale;
- sistemi di governance caratterizzati da una leadership poco propensa alla delega;
- incidenza rilevante dell'imprenditore o della famiglia imprenditoriale sul sistema aziendale nel suo complesso;
- tendenza alla focalizzazione su obiettivi di breve termine nell'ottica day by day.

Tali caratteristiche si riflettono sulla valutazione del capitale economico delle PMI, generando le seguenti criticità di stima:

- a) in merito alla commistione tra il patrimonio aziendale e quello familiare, l'esperto deve essere in grado, durante la valutazione, di individuare e togliere dal valore finale tutti quegli elementi patrimoniali privati, che non sono oggetto di trasferimento con il complesso aziendale; se ad alcuna di tali consistenze private è collegata una garanzia (ad esempio una casa al mare data in garanzia per finanziamenti societari), anche il costo del debito va maggiorato a seguito dell'esclusione del bene privato, in quanto gli stessi finanziamenti sarebbero costati maggiormente in assenza di tali garanzie;
- b) in merito alla carenza di base informativa e degli strumenti tipici della programmazione l'esperto, non avendo tutte le informazioni necessarie, deve svolgere un'attività aggiuntiva per la raccolta delle informazioni e la rielaborazione dei dati; inoltre non essendoci di norma piani previsionali già

predisposti dal management dell'impresa, lo stesso esperto deve scegliere tra le due seguenti alternative:

- limitare l'utilizzo dei metodi di valutazione: nei criteri reddituali e finanziari si è costretti a ipotizzare un unico flusso di risultato perpetuo medio normale, mentre i metodi patrimoniali, quelli misti e quelli dei multipli sono di norma utilizzabili;
  - costruire un piano previsionale, assumendosi i rischi che lo stesso non rispecchi correttamente il reale orientamento della società, in quanto redatto da un esterno;
- c) in merito alla limitata cultura manageriale e all'accentramento del controllo e della leadership nelle mani dell'imprenditore-proprietario, si ha come conseguenza che le variabili personali dell'imprenditore, ossia la personalità, la formazione, l'esperienza accumulata, le abilità tecniche e la rete di relazioni personali, sono elementi non trasferibili con l'azienda, in quanto doti personali dell'imprenditore stesso, che influiscono significativamente sulle capacità reddituali dell'azienda e di conseguenza sul suo valore; pertanto i flussi di risultato (di reddito o di cassa) e gli stock patrimoniali vanno depurati dalle influenze soggettive legate all'imprenditore-proprietario, perché altrimenti si avrebbe un valore dell'impresa che rappresenta il punto di vista della parte venditrice e non quello del compratore, ossia un valore non neutrale. In sintesi l'esperto durante la valutazione deve individuare le componenti soggettive legate all'imprenditore-proprietario e isolarle dal valore finale, al fine di renderlo neutrale alle parti coinvolte; di conseguenza l'azienda potrà avere un valore elevato nella prospettiva "soggettiva" dell'imprenditore ed un valore molto più basso nella prospettiva "oggettiva" senza imprenditore;
- d) le piccole e medie imprese scontano una percezione del rischio maggiore rispetto alle imprese di maggiori dimensioni; tale percezione è dovuta, ad esempio, alla concentrazione del fatturato su pochi clienti significativi, alla focalizzazione su singoli business, alla concorrenza delle imprese di maggiori dimensioni, alla mancanza di una pianificazione strategica. Pertanto nella prassi operativa, per considerare tale rischio, si è soliti aggiungere un premio per il rischio dimensionale (*size premium*) all'interno del CAPM, di norma approssimato al 2-3%; in alternativa, secondo la dottrina prevalente, l'esperto dovrebbe scontare lo stesso rischio attraverso una opportuna riduzione dei

flussi di risultato; ad ogni modo in entrambi i casi bisogna sempre verificare l'esistenza di tali rischi prima di "prezzarli" nel tasso di attualizzazione o nei flussi di risultato;

- e) le piccole e medie imprese scontano un rischio di commerciabilità (illiquidità) nelle compravendite; di conseguenza il venditore potrebbe incontrare delle difficoltà a trovare più compratori interessati alla sua impresa e pertanto, per chiudere l'operazione, dovrebbe scontare il prezzo di vendita. Dal canto suo l'esperto nella valutazione deve tenere conto di tale rischio, applicando uno sconto sul valore (capitale economico) finale.

Sono inoltre individuabili, in merito ai tassi di attualizzazione, anche le seguenti criticità relative alla valutazione delle piccole e medie imprese:

- a) in merito al costo del capitale proprio  $K_e$ , si consiglia l'utilizzo del CAPM "integrato" (si veda il paragrafo 2.6.1), allo scopo di cogliere tutti i rischi inerenti le piccole e medie imprese, come ad esempio il size premium;
- b) in merito al costo del debito  $K_d$ , si consiglia di utilizzare i criteri di calcolo validi per le imprese senza emissione obbligazionaria a lungo termine (si veda il paragrafo 2.6.2);
- c) in merito al costo medio ponderato del capitale WACC, a seguito della mancata conoscenza dei valori di mercato del debito e del patrimonio netto, sono individuabili le tre seguenti soluzioni alternative:
- utilizzare i metodi che non prevedono l'utilizzo del WACC, come il metodo patrimoniale e quello dei multipli;
  - applicare criteri alternativi a quelli illustrati nel capitolo due che non necessitano del WACC, come il valore attuale modificato VAM (adjusted present value), che nella sua formula generale prevede la somma di due componenti:
    - 1) il valore attuale dell'impresa non indebitata (VAN);
    - 2) il valore attuale degli effetti secondari del finanziamento (VANF);
  - inserire inizialmente i valori contabili del debito e del patrimonio netto nelle formule e successivamente impostare un circuito collegando con excel il valore del patrimonio netto calcolato con lo stesso valore che si trova all'interno del WACC, in modo tale che il foglio di lavoro porti all'equilibrio generando il valore di mercato del patrimonio netto (si consiglia di

utilizzare lo stesso metodo anche nel caso si debba calcolare Ke passando attraverso la formula di Hamada (si veda il paragrafo 2.6.1), in quanto la stessa formula necessita dei valori di mercato del debito e del patrimonio netto, che non sono noti per le piccole e medie imprese).

A conclusione del paragrafo si riportano le parole del Dottore CECCHETTO ANDREA che nell'articolo "*La valutazione delle PMI dopo l'introduzione dei PIV: spunti di riflessione*", RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI, fascicolo 1, volume 70, anno 2019, pag. 21-22, afferma: "Al termine del presente lavoro, è possibile dare alcuni suggerimenti operativi per chi si appresta a stimare imprese di ridotte dimensioni (...). Si precisa al riguardo che quanto segue è riferito a valutazioni "piene", che si fondano e si sviluppano su tutte le 5 fasi del processo valutativo (...); ciò diversamente da quanto avviene per i pareri valutativi che sono stime, pareri tecnici e analisi privi delle caratteristiche di completezza della valutazione.

Iniziamo con alcuni suggerimenti pratici.

1. Applichiamo i Piv preferibilmente, quale espressione della migliore dottrina. Ricordandoci che anche uno scostamento dai Piv adeguatamente motivato è riconducibile a una perizia *Piv-compliant*, specie in presenza di base informativa ridotta.
2. In presenza di una base informativa a nostro avviso carente – magari accompagnata anche da poco tempo a disposizione – oltre a valutare la rinuncia all'incarico, prendiamo in considerazione l'ipotesi di redigere un parere valutativo e non una valutazione, sensibilizzando sul tema il cliente che potrà rendersi parte attiva nel reperimento di ulteriori dati necessari per il completamento della base dati.
3. Nel considerare gli effetti della piccola dimensione non limitiamoci ad aggiungere un *size premium* al costo del capitale. Analizziamo gli effetti del fattore dimensionale sui vari aspetti per poi decidere come "prezzarli".
4. Abbandonare il Capm per la stima del costo del capitale solo se sappiamo "gestire" adeguatamente gli altri modelli. Da evitare correttivi che potrebbero snaturare il modello teorico del Capm portando a errori metodologici.
5. Applicare preferibilmente versioni sintetiche delle varie metodologie – finanziaria, reddituale o mista – al fine di ovviare alla carenza di dati prospettici credibili che impediscono stime puntuali per il futuro.

6. Utilizzare con molta cautela il metodo dei multipli in quanto è difficile trovare comparabili, ma anche considerare l'effetto dimensionale partendo da multipli di imprese quotate.
7. Non avere paura di utilizzare i metodi del pollice quali metodologie di settore provenienti dalla prassi, molto utili per un controllo della stima effettuata con le metodologie tradizionali. Il buonsenso derivante dal mercato, infatti, è sempre un buon riscontro.”

### *3.6 Criticità specifiche nella valutazione delle piccole e medie imprese*

Nel paragrafo precedente abbiamo illustrato le criticità generali di valutazione delle PMI. Nei prossimi quattro paragrafi invece si descrivono le criticità specifiche, sempre riguardanti le PMI, di ogni metodo di valutazione.

#### *3.6.1 Criticità specifiche nell'utilizzo dei metodi reddituali e finanziari*

I metodi reddituali si rivelano maggiormente utilizzati per valutare le PMI, in quanto rendono la stima maggiormente dimostrabile e i flussi di reddito su cui il metodo si fonda sono una grandezza più facilmente reperibile. Infatti il reddito è una grandezza astratta di origine contabile, che nasce dall'imputazione di ricavi e costi per competenza indipendentemente dalla manifestazione finanziaria.

Purtroppo la maggior parte delle volte il risultato economico delle PMI è soggetto a politiche di bilancio e manipolazioni, allo scopo di ridurre il reddito imponibile per avere un risparmio fiscale oppure per migliorare il risultato d'esercizio al fine di evitare perdite oppure per livellare i redditi tra un esercizio e l'altro. Pertanto spetta all'esperto la capacità di cogliere tali distorsioni e di normalizzare i relativi flussi di reddito (si veda il paragrafo 2.2.2), al fine di ottenere una misura reddituale più corretta e meno distorta.

I metodi finanziari sono invece di più difficile applicazione, in quanto l'esperto nella valutazione delle PMI ha difficoltà a reperire tutte le informazioni e i dati necessari, data la scarsa formalizzazione delle procedure di controllo e gestione nelle PMI.

Inoltre nelle piccole e medie imprese è difficile avere a disposizione un piano ragionevole e attendibile sui cui fondare le proprie stime finanziarie, quindi di norma l'esperto deve approssimare la stima attraverso un unico flusso di cassa perpetuo



medio normale. Anche nel caso il professionista procedesse ad una costruzione del piano previsionale, lo stesso non avrebbe la stessa affidabilità di un piano redatto dal management dell'impresa oggetto di stima, in quanto lo stesso professionista non riuscirebbe ad accedere a tutte le informazioni "interne" necessarie. La mancanza di un piano ragionevole, ad ogni modo, rileva anche nel metodo reddituale.

Alla luce di tali considerazioni, per valutare una PMI è opportuno focalizzare l'attenzione sul metodo reddituale, piuttosto che su quello finanziario. L'utilizzo del metodo finanziario è preferibile solo per quelle entità che presentano tutti i requisiti necessari per l'applicazione del metodo stesso, come ad esempio la presenza di un piano ragionevole ed affidabile.

### *3.6.2 Criticità specifiche nell'utilizzo dei metodi patrimoniali*

Le metodologie di valutazione patrimoniali sono diffusamente utilizzate per valutare le PMI, in quanto le rettifiche derivanti dalla loro applicazione sono facilmente dimostrabili, con la conseguenza che il rischio di stima si riduce e, pertanto, diminuisce anche la responsabilità che ricade sul professionista che deve effettuare la stima stessa.

Tuttavia l'applicazione del metodo patrimoniale alle PMI non è priva di problematicità:

- la commistione tra il patrimonio personale e quello aziendale, che sorge allo scopo di ridurre il costo del debito grazie ad una maggiore consistenza patrimoniale data in garanzia oppure al fine di diminuire il carico fiscale mediante un incremento degli ammortamenti, richiede all'esperto di togliere tutti quei beni personali non facenti parte dell'impresa oggetto di trasferimento;
- la rettifica a valori correnti richiede l'esistenza di perizie estimative che la maggior parte delle volte non vengono messe a disposizione da parte dell'azienda oggetto di stima e, pertanto, spetta al professionista farsi carico dell'onere di produrre o recuperare le perizie stesse;
- nella valutazione di PMI che hanno optato per un regime contabile semplificato, in virtù del quale le rilevazioni contabili sono esclusivamente di natura fiscale e non economico-patrimoniale, all'esperto è richiesto la ricostruzione della consistenza patrimoniale attraverso informazioni extracontabili, come ad esempio visure catastali, registro dei beni ammortizzabili, libro degli inventari;

- per la valutazione delle PMI che interpretano gli adempimenti contabili a cui sono tenute solo come un mero obbligo fiscale, finalizzato a determinare le imposte da versare allo Stato, anziché rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica, all'esperto è richiesto di fare attenzione all'informativa di bilancio che utilizza nella valutazione in quanto potrebbe essere poco attendibile, a causa dell'influenza degli abbattimenti fiscali effettuati dagli amministratori delle stesse PMI.

### *3.6.3 Criticità specifiche nell'utilizzo dei metodi misti*

I metodi misti sono particolarmente diffusi nei processi valutativi delle piccole e medie imprese; tra gli stessi metodi il più diffuso è quello con stima autonoma dell'avviamento, mentre il criterio del valore medio e il criterio EVA di norma sono poco utilizzati.

In questi metodi la principale criticità cade sulla componente reddituale rappresentativa dell'avviamento, in quanto una parte della stessa dipende dalle componenti soggettive che afferiscono alla figura dell'imprenditore-proprietario; pertanto tale componente reddituale va ripulita degli elementi personali, ossia si devono togliere tutti quei costi e ricavi imputabili esclusivamente alla personalità, all'esperienza e all'abilità dell'imprenditore-proprietario, in quanto non trasferibili al compratore, allo scopo di ottenere un valore neutrale per le parti coinvolte.

Per le criticità relative alla componente patrimoniale si rinvia al paragrafo 3.6.2.

### *3.6.4 Criticità specifiche nell'utilizzo dei multipli*

I multipli sono metodi di difficile applicazione ai processi di valutazione delle piccole e medie imprese. Le PMI infatti si distinguono per tratti del tutto particolari ed unici, che rendono difficile l'individuazione del campione comparabile.

In altre parole l'utilizzo dei moltiplicatori potrebbe condurre a risultati fuorvianti, in quanto è difficile trovare imprese comparabili e, pertanto, tali metodi risultano non significativi, se non del tutto inopportuni, per la valutazione del capitale economico delle piccole e medie imprese.

Questo non significa che il metodo dei multipli non può essere applicato alle PMI, ma solo che è alquanto evidente che la preliminare collezione di appropriati

comparables al fine della costruzione del campione è di cruciale importanza, in quanto il campionamento stesso deve essere opportunamente contestualizzato alla PMI oggetto di valutazione.

Ad ogni modo è opportuno utilizzare i multipli delle transazioni comparabili, piuttosto che quelli di mercato, in quanto è più facile trovare nelle transazioni comparabili un'impresa simile alla PMI oggetto di valutazione, dal momento che quelli di mercato avrebbero bisogno di necessarie modifiche soggettive (adjustment) per tenere conto dell'effetto dimensionale, le quali inciderebbero in modo rilevante sul risultato finale di stima.

Solo le regole del pollice trovano una certa applicazione in particolari settori (ad esempio farmacie, tabaccherie), in cui i processi operativi sono molto simili da azienda ad azienda ed è riscontrabile un consistente numero di trasferimenti relativi alle PMI.

### *3.7 Evidenze empiriche sui metodi più utilizzati per la valutazione delle piccole e medie imprese italiane*

Si riportano i dati di una ricerca empirica basata sull'analisi di perizie di stima rese disponibili da professionisti-valutatori che operano nel territorio italiano. La ricerca è fondata su perizie di valutazione di PMI che sono oggetto di trasferimento, ossia hanno subito una mutazione del soggetto economico. I risultati dell'analisi si basano su 100 perizie di stima, realizzate nel periodo compreso tra il 1978 e il 2017; inoltre il campione costituito è stato raccolto a mano, non è casuale, né stratificato, pertanto lo studio deve considerarsi esplorativo e i risultati non sono generalizzabili, in quanto non è possibile conoscere l'intera popolazione di riferimento.

**TABELLA 7: DATI DI UNA RICERCA EMPIRICA**

<b>Tipologia valutazione</b>	<b>Frequenza</b>	<b>Percentuale</b>	<b>Freq. cumulata percentuale</b>
<b>Metodo empirico</b>	<b>4</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>
<b>Metodo misto</b>	<b>45</b>	<b>45%</b>	<b>49%</b>
<b>Metodo patrimoniale</b>	<b>37</b>	<b>37%</b>	<b>86%</b>
<b>Metodo reddituale</b>	<b>14</b>	<b>14%</b>	<b>100%</b>
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100%</b>	

*Fonte: Fabio Giulio Grandis - Federica Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, Giappichelli, Torino, 2017.*

Nella tabella sopraripotata viene evidenziato come il metodo maggiormente utilizzato è il metodo misto (45%), in particolare il criterio con stima autonoma dell'avviamento, a seguire è particolarmente diffuso anche il metodo patrimoniale (37%), soprattutto il criterio patrimoniale semplice, mentre il metodo reddituale (14%) e il metodo empirico (4%) sono meno frequenti.

**TABELLA 8: DATI DI UNA RICERCA EMPIRICA**

Metodologia di valutazione	Settore				Totale
	Agricoltura	Commercio	Industria	Servizi	
Metodo empirico	0	4	0	0	4
Metodo misto	1	28	9	7	45
Metodo patrimoniale	0	14	14	9	37
Metodo reddituale	0	4	2	8	14
<b>Totale</b>	<b>1</b>	<b>50</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>100</b>

Fonte: Fabio Giulio Grandis - Federica Palazzi, *La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese*, Giappichelli, Torino, 2017.

Nella tabella sopraripotata si nota che:

- nel settore dell'agricoltura è stata fatta solo una valutazione con il metodo misto;
- nel settore del commercio il metodo maggiormente utilizzato è quello misto;
- nel settore dell'industria il metodo patrimoniale è quello più largamente impiegato;
- nel settore dei servizi il metodo misto, quello patrimoniale e quello reddituale sono equamente distribuiti;
- il settore dove la valutazione è più diffusa è quello del commercio.

**TABELLA 9: DATI DI UNA RICERCA EMPIRICA**

Metodologia di valutazione	Finalità Valutativa						Totale
	Cessione	Conferimento	Rivalutazione monetaria	Trasferimento partecipazioni	Informativa	Altro	
Metodo empirico	2	0	0	1	0	1	4
Metodo misto	11	6	13	4	2	9	45
Metodo patrimoniale	3	21	5	2	2	4	37
Metodo reddituale	4	1	0	3	4	2	14
<b>Totale</b>	<b>20</b>	<b>28</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>100</b>

Fonte: Fabio Giulio Grandis - Federica Palazzi, *La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese*, Giappichelli, Torino, 2017.

La tabella sopraripotata mostra che:

- nella cessione il metodo maggiormente utilizzato è quello misto;

- nel conferimento il metodo patrimoniale è il più usato;
- nella rivalutazione monetaria il metodo misto è quello più diffuso;
- nel trasferimento di partecipazioni i metodi maggiormente utilizzati sono quello misto e quello reddituale;
- per finalità informative è privilegiato il metodo reddituale;
- sono redatte perizie di stima anche per altri scopi.

**TABELLA 10: DATI DI UNA RICERCA EMPIRICA**

Metodologia di valutazione	Tipologia di stima <sup>5</sup>			Totale
	Informale	Formale	Ufficiale	
Metodo empirico	2	1	1	4
Metodo misto	16	24	5	45
Metodo patrimoniale	3	11	23	37
Metodo reddituale	9	4	1	14
<b>Totale</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>100</b>

Fonte: Fabio Giulio Grandis - Federica Palazzi, *La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese*, Giappichelli, Torino, 2017.

La tabella soprariportata evidenzia che:

- nelle stime informali il metodo maggiormente utilizzato è quello misto;
- nelle stime formali il metodo misto è il più usato;
- nelle stime ufficiali il metodo patrimoniale è quello più diffuso;
- complessivamente le valutazioni sono diffuse in tutte e tre le tipologie di stima.

A chiusura del paragrafo e del capitolo, attraverso le analisi svolte, si è in grado di rispondere alle seguenti domande:

- a) quali sono i metodi di valutazione teoricamente più adatti per stimare il valore del capitale economico delle piccole e medie imprese?
- b) quali sono i metodi valutativi maggiormente utilizzati dai professionisti per definire il capitale economico delle PMI?

---

<sup>5</sup> Le perizie si distinguono in tre tipologie:

- *stime informali*: redatte per finalità conoscitive a supporto dei processi decisionali, non producono effetti vincolanti e non è richiesto un particolare formalismo;
- *stime formali*: sono vere e proprie perizie di stima, effettuate non solo per finalità conoscitive, ma soprattutto per scopi cautelativi e probanti;
- *stime ufficiali*: sono vincolanti e produttive di specifici effetti giuridici, come ad esempio le valutazioni effettuate dal Consulente Tecnico d'Ufficio nominato dal Tribunale.

a) I metodi teoricamente più adatti per stimare il valore delle PMI sono quello misto e quello patrimoniale, in quanto di più facile applicazione a realtà complesse come le piccole e medie imprese; il criterio misto rispetto a quello patrimoniale si mostra più complesso, a causa della necessaria stima della componente reddituale, che richiede all'esperto di affrontare tutte le complessità descritte al paragrafo 3.6.3. I metodi reddituali e quelli finanziari sono di difficile applicazione, in quanto le PMI mancano di adeguati sistemi informativo-contabile e di pianificazione utili all'applicazione dei metodi stessi; inoltre anche nel caso l'esperto procedesse alla raccolta e costruzione delle informazioni necessarie, comunque le stesse si dimostrerebbero poco attendibili, se non ci fosse collaborazione tra professionista e manager nella loro raccolta e costruzione. Tali metodi possono divenire più utili di quelli misti e di quelli patrimoniali, solo quando la PMI oggetto di stima garantisce tutta l'informativa necessaria all'applicazione dei metodi stessi. Anche i multipli sono di difficile applicazione, in quanto le peculiarità delle PMI rendono difficile l'individuazione di imprese comparabili. Le regole del pollice possono infine trovare applicazione nei settori in cui l'utilizzo di tali regole è prassi diffusa, come nella stima del valore di farmacie o tabaccherie.

b) Dalle evidenze empiriche emerge che i metodi misti e quelli patrimoniali sono quelli più utilizzati dai professionisti per valutare le PMI, in quanto di più facile applicazione. Il metodo misto è diffuso nelle stime "informali" o "formali", dove l'esperto accetta di sostenere un maggior rischio dovuto alle difficoltà di stima della componente reddituale che identifica l'avviamento. Il metodo patrimoniale è invece largamente diffuso nelle stime "ufficiali" in quanto più facilmente dimostrabile, con la conseguenza che il rischio e le responsabilità dell'esperto si riducono. Entrambi i metodi (misto e patrimoniale) comunque scontano le problematiche descritte nei paragrafi 3.6.2 e 3.6.3 a cui si rinvia.

Gli altri metodi sono meno utilizzati: i metodi reddituali hanno scarsa diffusione probabilmente a seguito delle politiche di bilancio degli amministratori volte ad ottenere vantaggi fiscali, che rendono per l'esperto il processo di normalizzazione dei flussi di reddito complesso e dispendioso, mentre i metodi empirici sono usati solo in quei settori dove il loro utilizzo è prassi diffusa.

Dalle evidenze empiriche non si rilevano applicazioni del metodo finanziario, probabilmente dovuto al fatto che le PMI, da una parte, mancano di forme di

pianificazione aziendale utili alla costruzione di un piano ragionevolmente attendibile e, dall'altra parte, scontano un sistema informativo-contabile poco strutturato e con prevalente orientamento fiscale.

Le stesse evidenze non mostrano nemmeno applicazioni dei multipli, probabilmente per la difficoltà di individuare imprese comparabili a quella oggetto di stima.





## **CAPITOLO 4: LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DI VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO S.R.L.**

### *4.1 Introduzione al caso*

In questo capitolo si presenta un caso relativo all'azienda Vebi Istituto Biochimico s.r.l., una media impresa che opera da oltre 70 anni, che è oggi una tra le più importanti realtà operanti in Italia nel settore chimico e che esporta in più di 50 paesi nel mondo.

Inizialmente l'analisi ha lo scopo di stimare il capitale economico (equity value) dell'azienda, in coerenza a quanto esposto nei precedenti capitoli e nel rispetto dei principi italiani di valutazione (PIV); successivamente, una volta individuato il valore, si procede al confronto dello stesso con le stime derivanti dall'applicazione di criteri alternativi al fine verificarne la bontà; infine si confronta la metodologia utilizzata con le risultanze di una ricerca empirica sui metodi maggiormente utilizzati dai professionisti-valutatori per stimare il capitale economico delle PMI italiane.

Si è scelto di analizzare una media azienda rispetto a una piccola, al fine della costruzione di una più ampia base informativa, allo scopo di giungere ad una stima maggiormente affidabile.

Nel prosieguo il caso Vebi Istituto Biochimico s.r.l. viene illustrato attraverso i seguenti step successivi:

- 1) *formazione della base informativa e relativa analisi fondamentale*, dove vengono raccolte e analizzate informazioni relative all'azienda, ai suoi valori, ai settori in cui opera e ai suoi bilanci;
- 2) *selezione della metodologia di stima più idonea* dove, una volta studiata profondamente l'azienda, si procede ad individuare il metodo maggiormente adattabile al caso concreto;
- 3) *applicazione del metodo e apprezzamento dei fattori di rischio*, dove si stima concretamente il capitale economico dell'azienda, scontando i principali rischi nei flussi di risultato o nei tassi di attualizzazione;
- 4) *sintesi valutativa e confronto tra stime*, dove si compara il valore calcolato con le stime derivanti dall'applicazione di criteri alternativi;
- 5) *paragone tra la metodologia usata e i metodi evidenziati nella ricerca empirica* dove, dopo un'opportuna comparazione, si procede ad evidenziarne le

differenze o le coincidenze, illustrando anche le motivazioni alla base delle stesse.

#### *4.2 La formazione della base informativa e l'applicazione dell'analisi fondamentale*

Nei successivi paragrafi 4.2.1, 4.2.2 e 4.2.3 si procede alla costruzione della base informativa e alla relativa analisi fondamentale.

Nel presente lavoro si evidenzia la difficoltà a costruire una adeguata base informativa, pertanto il suo contenuto si limita alla raccolta di informazioni inerenti l'azienda e i suoi valori, i settori in cui la stessa opera e i suoi bilanci.

##### *4.2.1 L'azienda e i suoi valori*

Vebi Istituto Biochimico s.r.l. è una realtà chimica nata nel dopoguerra a Borgoricco, che si occupa di ricerca, produzione e commercializzazione di soluzioni di elevata qualità in ambito chimico. Oggi l'azienda è una fra le più importanti realtà in Italia ed è affermata anche a livello internazionale, con una presenza importante in Europa grazie ai solidi rapporti di partnership instaurati nel corso degli anni.

L'impresa si caratterizza per essere solida, flessibile e dinamica, puntando alla diversificazione in un settore complesso come quello chimico e investendo nella ricerca e sviluppo, nella sostenibilità e nelle persone.

Competenza, professionalità, passione, ricerca, innovazione, attenzione all'ambiente e forte riconoscibilità del brand sono le chiavi del successo dell'azienda e la garanzia del suo attuale posizionamento all'interno dei mercati nazionali e internazionali nei quali la stessa opera.

Vebi Istituto Biochimico s.r.l. è un'azienda che guardando ai numeri:

- ha più di 70 anni di storia;
- produce più di 100 formulazioni differenti;
- offre più di 700 prodotti;
- esporta in più di 50 paesi;
- cresce ad un tasso medio del 12,5%.

La storia dell'azienda parte da lontano; iniziando dal dopoguerra:

- 1945: Vebi Istituto Biochimico s.r.l. nasce in Italia come azienda

multidisciplinare in ambito chimico, sviluppando e promuovendo sul mercato prodotti galenici e specialità medicinali;

- 1960: l'azienda opera un ampliamento commerciale, superando i confini italiani e partendo alla conquista dell'estero;
- 1964: inizia il processo di diversificazione: si esplorano nuovi mercati come ad esempio gli antibiotici veterinari, i rodenticidi e gli additivi per l'enologia;
- 1977: viene creata la divisione legata alla dermocosmesi, iniziando con la produzione di creme solari, dentifrici e altre pomate;
- 1990: l'azienda ottiene riconoscimenti internazionali: si intensificano le esportazioni conquistando paesi come Egitto, Germania e Portogallo;
- 1992: si sviluppano le divisioni aziendali: la divisione garden e disinfestazione diviene leader di mercato, mentre quella cosmetica continua a crescere;
- 2009: continua lo sviluppo internazionale con il potenziamento dei mercati extra CEE;
- **OGGI:** Vebi Istituto Biochimico s.r.l. è una realtà affermata sia a livello nazionale che internazionale, che esporta in più di 50 paesi e gestisce più di 700 codici prodotto.

Vebi Istituto Biochimico s.r.l. ha una *mission* chiara: garantire l'igiene, la salute e la bellezza nel modo più efficace possibile e nel rispetto dell'ambiente, con la convinzione dell'importanza di ascoltare le richieste derivanti dal mercato, tenendo in considerazione non solo gli aspetti economici, ma anche quelli ecologici e sociali.

Tre sono le *chiavi fondamentali* che permettono all'azienda di adempiere alla sua missione:

- l'innovazione e il miglioramento continuo, che permettono di cogliere le sfide future e i vantaggi competitivi potenziali;
- l'etica e la cultura dell'ambiente, che permettono di creare valore attraverso lo sfruttamento delle risorse in modo sostenibile;
- le persone, in quanto persone motivate e responsabili sono fondamentali per il successo di un'azienda.

Vebi Istituto Biochimico s.r.l. si compone di due divisioni: Vebi Biochemical e Vebi Beauty&Health; come dichiarato dall'azienda stessa due "anime un solo cuore". Ogni

divisione si compone di diverse linee, che vengono comunicate al mercato in modo semplice e trasparente e attraverso un packaging proposto in layout accattivante.

Vebi Biochemical è la divisione che si occupa delle soluzioni per l'igiene e la salute dell'ambiente domestico, civile e industriale. La stessa divisione ha come target principale i mercati Home&Garden e Professional, verso i quali si rivolge con linee di prodotto differenziate.

Nel mercato Home&Garden vengono veicolati i marchi VEBI e quello VEBI bio, attraverso i canali distributivi dei consorzi, delle rivendite agrarie e dei garden center, al fine di soddisfare le esigenze delle piccole e medie aziende agricole e degli appassionati di orto e giardino. L'offerta è ampia e diversificata: prodotti per la nutrizione e la protezione delle piante, per la cura e difesa degli animali domestici dai parassiti, per l'enologia, insetto repellenti, rodenticidi e insetticidi; esiste anche una linea di prodotti 100% naturale (VEBI bio), che utilizza solo materie prime di origine naturale e in totale rispetto dell'ambiente.

Nel mercato Professional viene invece veicolato il marchio VEBI tech, distribuito direttamente ai clienti finali quali disinfestatori professionisti e aziende di pulizia. L'offerta si compone di prodotti tecnici come ad esempio rodenticidi, insetticidi e repellenti.

Vebi Beauty&Health è invece la divisione che si occupa delle soluzioni per la bellezza e cura della persona. La stessa divisione ha come target principale i mercati Cosmetica, Integratori, Disinfestanti e Disinfettanti, verso i quali si rivolge con linee di prodotto differenziate.

In tali mercati vengono veicolati i marchi VEBIX phytamin, VEBIX dermoline, VEBIX nutriens, lagoon ph e sterinal ph, attraverso i canali distributivi delle farmacie e delle parafarmacie, al fine di soddisfare le esigenze delle persone che ricercano equilibrio tra bellezza e cura personale. L'offerta è ampia e diversificata: creme, shampì, latte detergenti, emulsioni solari, integratori alimentari, insetto repellenti e dopo puntura e disinfettanti per le mani; esiste anche una linea di prodotti cosmetici a base di estratti naturali da agricoltura biologica (VEBIX dermoline), che è composta ad esempio da latte solari, bagnodoccia e detergenti intimi.

Vebi Istituto Biochimico s.r.l. è un'impresa che negli ultimi anni ha investito in modo rilevante nella sostenibilità nel seguente modo:

- ottenimento della certificazione ambientale Norma ISO 14001:2015;
- ammodernamento energetico per migliorare le prestazioni del sito produttivo,

servendosi dei finanziamenti disposti dalla Regione Veneto (ad esempio installazione di pannelli fotovoltaici);

- utilizzo di energia pulita al 100%, ossia senza emissione di CO<sub>2</sub> nell'atmosfera;
- riconversione delle emissioni di CO<sub>2</sub> in progetti sostenibili di cooperazione allo sviluppo (ad esempio l'azienda ha investito in progetti a sostegno delle comunità rurali in Etiopia).

A partire dal 2018 l'azienda ha deciso di intraprendere un percorso di rinnovo totale della propria immagine e struttura, attraverso un progetto di rebranding in grado di garantire all'impresa stessa una nuova identità. Oggi Vebi Istituto Biochimico s.r.l. si presenta con un aspetto moderno e un'immagine chiara dei suoi prodotti; in altre parole il cambiamento strategico ha reso l'azienda una realtà proiettata nel futuro, in grado di raggiungere gli obiettivi prefissati e di costruire legami durevoli con tutti i suoi stakeholders.

È stata scelta una strategia di rinnovo non drastico, ossia è stata implementata un'azione di restyling partendo dai punti saldi della precedente immagine aziendale, ispirandosi agli elementi tradizionali e integrandoli con soluzioni innovative per attirare nuovi clienti. Pertanto il rebranding ha permesso all'azienda di:

- avere un'immagine altamente differenziata dalla concorrenza;
- customizzare il concept di prodotto a seconda del canale in cui l'azienda opera.

L'impatto di tale cambiamento strategico è stato così positivo, tanto che l'azienda ha vinto il Premio Innovazione 2019 presso lo Smau di Milano per le sue innovazioni di processo e prodotto.

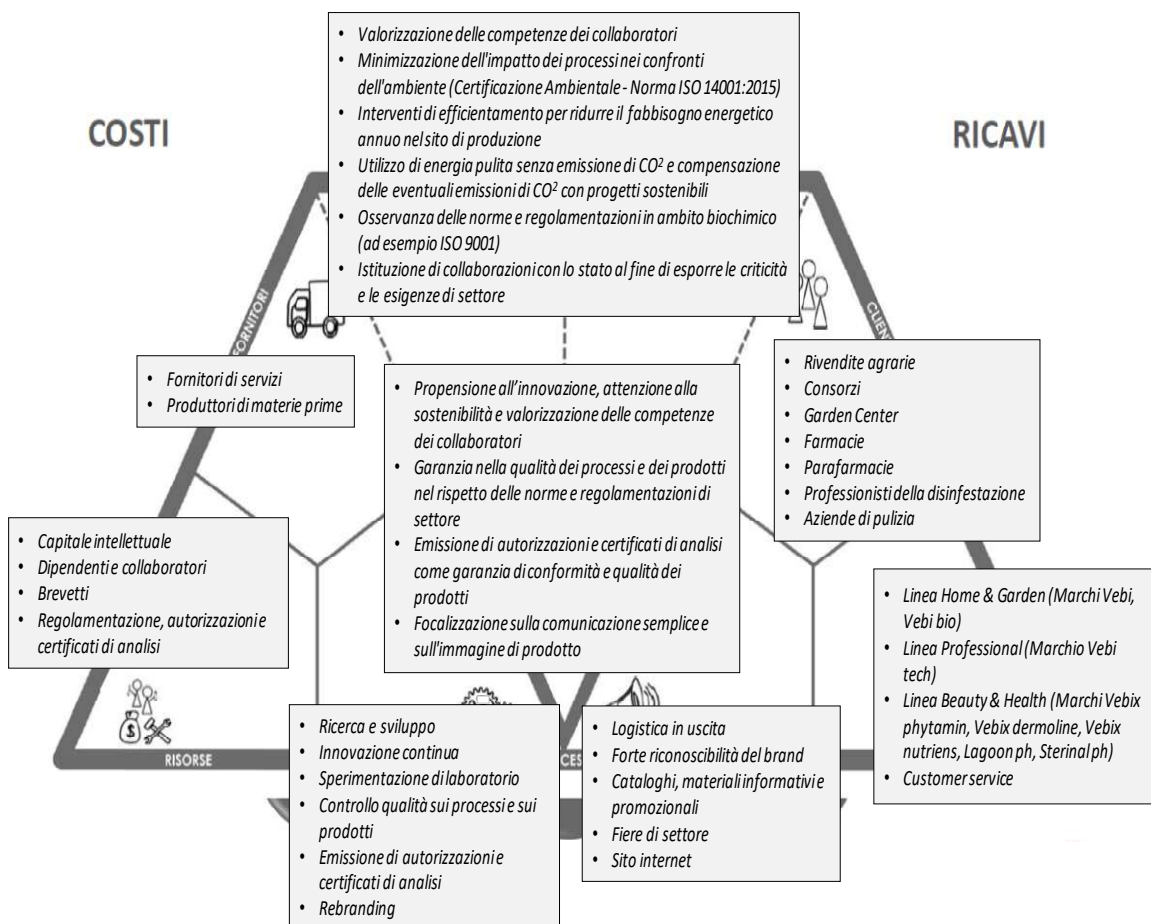
Vebi Istituto Biochimico s.r.l. presenta un modello di business molto strutturato, che è rappresentato in figura 14:

- al centro del modello si trova la proposta di valore dell'impresa, che è il cuore delle attività svolte dalla stessa ed è la guida per tutti gli altri blocchi del modello stesso;
- ai lati della proposta di valore si trovano rispettivamente a sinistra i fornitori e a destra i clienti dell'azienda, con i quali la stessa instaura relazioni vincenti e durevoli;
- sopra la proposta di valore si individuano le attività e gli impegni presi dall'azienda nei confronti della società nella quale la stessa opera, i quali

possono riferirsi ad aspetti etici, legali ed economici;

- nel blocco in basso a sinistra si individuano le risorse tangibili e intangibili utilizzate dall'impresa per svolgere le sue attività principali, distinguerla dalla concorrenza e creare valore;
- nel blocco in basso destra si trovano le linee di prodotto e i servizi aggiuntivi offerti dall'azienda, allo scopo di generare esperienze positive nei clienti ai fini di una loro fidelizzazione;
- nei due blocchi centrali sotto la proposta di valore di trovano rispettivamente a sinistra i processi interni e a destra i processi esterni implementati dall'azienda, ai fini della realizzazione della proposta di valore.

FIGURA 14: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO MODELLO DI BUSINESS "AS IS"

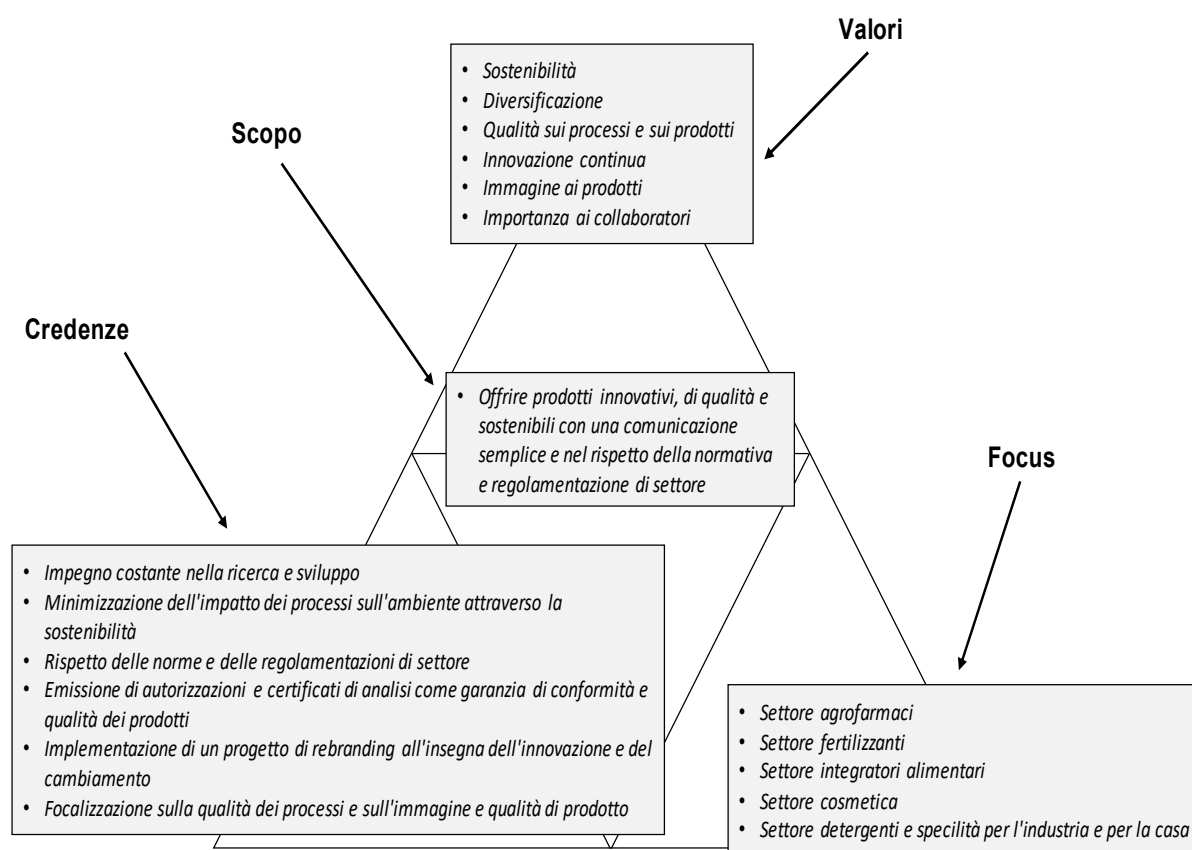


Fonte: Elaborazione personale.

A conclusione del paragrafo riprendiamo un concetto già illustrato sopra, ossia quello della missione, allo scopo di aprirlo per individuare le sue componenti: i valori, lo scopo, le credenze e il focus.

In figura 15 sono indicate tali quattro componenti per l'azienda Vebi Istituto Biochimico s.r.l., a cui si rinvia.

**FIGURA 15: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO TRIANGOLO DELLA MISSIONE**



Fonte: Elaborazione personale.

#### 4.2.2 I settori in cui opera

Vebi Istituto Biochimico s.r.l. è una realtà che opera all'interno del settore chimico.

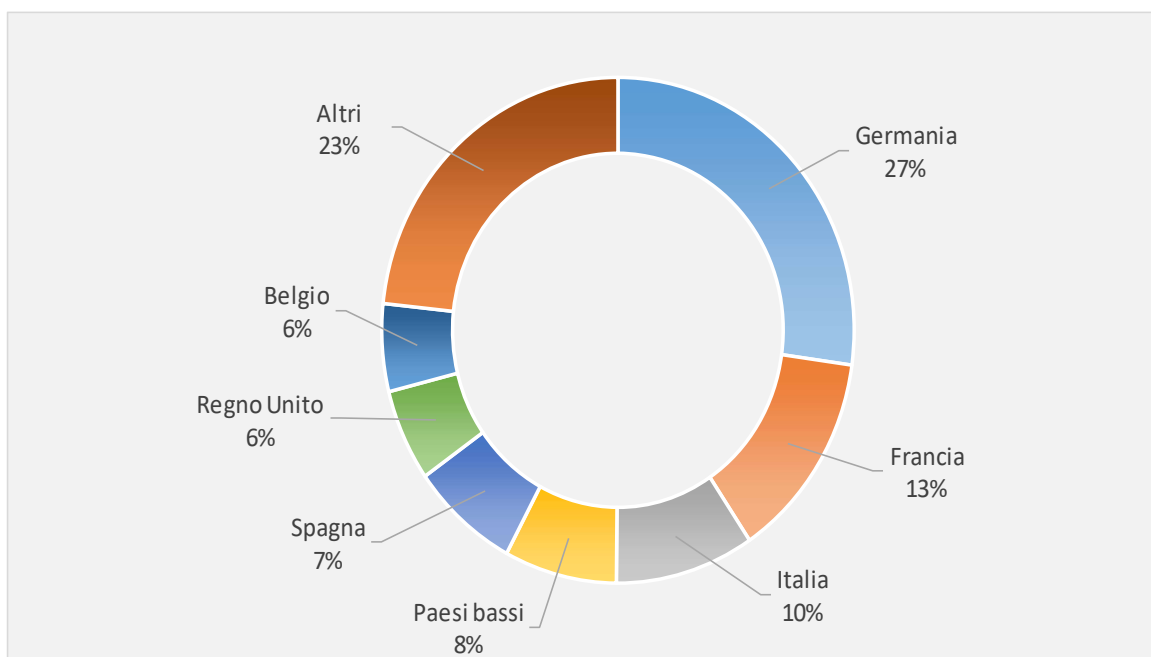
Secondo il rapporto Federchimica l'industria chimica in Italia anno 2019/2020, nel 2019 la produzione chimica mondiale ha realizzato un valore pari a 3.300 miliardi di euro ed è cresciuta del 2%, rallentando rispetto al +2,8% registrato l'anno precedente. La Cina rappresenta il primo produttore chimico a livello mondiale con una quota pari al 36%, mentre l'Europa è al secondo posto con una quota del 17%.

Sempre secondo lo stesso rapporto, per la chimica europea il 2019 segna invece il secondo anno consecutivo di contrazione della produzione con un -1,2% (-0,4% l'anno precedente), pertanto è evidente che se a livello mondiale il settore chimico, pur rallentando, continua a crescere, invece a livello europeo lo stesso settore è alle prese con una recessione industriale di moderata entità.

Secondo il rapporto Federchimica l'industria chimica in cifre anno 2020, l'industria chimica europea è un settore ad elevata intensità di ricerca; infatti a livello europeo gli addetti dedicati alla R&S sono il 5,5%, contro una media del 3,6% del comparto manifatturiero.

Come evidenziato in figura 16, l'Italia rappresenta il terzo produttore chimico europeo con una quota pari al 10% e un valore della produzione nel 2019 pari a 55 miliardi di euro considerando solo l'industria chimica, invece pari a 88,5 miliardi di euro estendendo l'analisi anche a quella farmaceutica (vedi tabella 11).

**FIGURA 16: PRODUZIONE CHIMICA EUROPEA PER PAESE ANNO 2019**



Fonte: rapporto Federchimica l'industria chimica in cifre anno 2020 (con adattamenti personali).

Nella tabella 11 sotto riportata si evidenziano le dimensioni della chimica in Italia con riferimento all'anno 2019; è da notare che il saldo commerciale è negativo, pertanto le importazioni hanno superato le esportazioni. Naturalmente ampliando l'analisi anche al comparto farmaceutico le dimensioni aumentano.



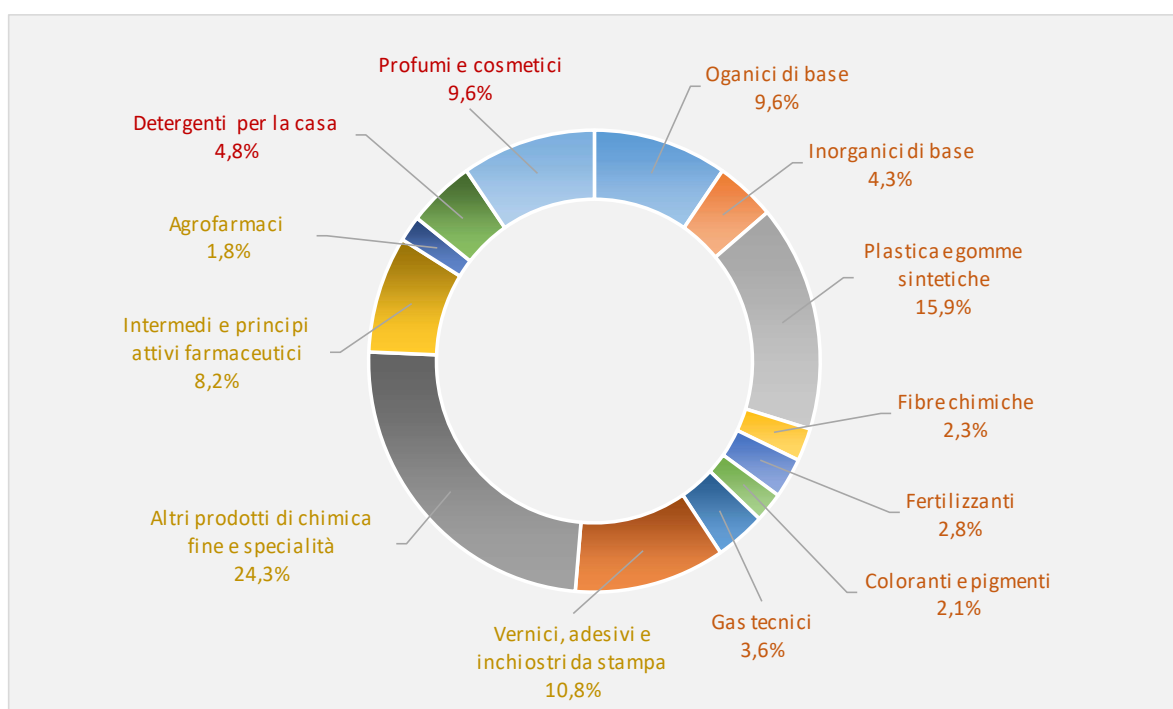
**TABELLA 11: DIMENSIONI DELLA CHIMICA IN ITALIA ANNO 2019**

	Industria chimica (miliardi di euro)	Chimica e farmaceutica (miliardi di euro)
Produzione	55,0	88,5
Esportazioni	30,5	63,1
Importazioni	38,1	67,1
Saldo commerciale	-7,6	-3,9
Domanda interna	62,6	92,5

Fonte: rapporto Federchimica l'industria chimica in cifre anno 2020 (con adattamenti personali).

In figura 17 si evidenzia la produzione chimica in Italia suddivisa per settori per l'anno 2017; i settori colore arancio rientrano all'interno della chimica di base e fibre con una quota del 40,5%, quelli colore rosso fanno parte della chimica per il consumo con una quota del 14,4%, infine quelli colore giallo rientrano all'interno della chimica fine e specialistica con una quota del 45,1%.

**FIGURA 17: PRODUZIONE CHIMICA IN ITALIA PER SETTORE ANNO 2017**



Fonte: rapporto Federchimica l'industria chimica in cifre anno 2020 (con adattamenti personali).

Guardando allo scenario attuale in piena crisi da coronavirus, secondo il rapporto Federchimica situazioni e prospettive per l'industria chimica agosto 2020, il settore

chimico non ha subito direttamente gli effetti del lockdown in quanto, salvo limitate eccezioni, è stato considerato come settore essenziale. Nonostante ciò, a causa di una riduzione della domanda di chimica, nei primi 5 mesi del 2020 la produzione chimica italiana ha registrato un calo dell'11,9%, mentre l'export italiano si è ridotto del 7,1%.

Sempre secondo lo stesso rapporto è previsto che l'industria chimica italiana chiuda il 2020 con un calo della produzione e, confidando nella messa appunto del vaccino, si prevede che la produzione chimica italiana torni a crescere moderatamente nel 2021.

All'interno del settore chimico, Vebi Istituto Biochimco s.r.l. opera nei seguenti settori:

- a) settore agrofarmaci;
- b) settore fertilizzanti;
- c) settore integratori alimentari;
- d) settore cosmetica;
- e) settore detergenti e specialità per l'industria e la casa.

a) Nel mercato degli agrofarmaci, secondo la cartella stampa di Agrofarma, con riferimento all'anno 2018, l'industria italiana si colloca al sesto posto a livello mondiale con una quota pari all'1,7%, mentre a livello europeo in termini di quota l'Italia è terza, preceduta soltanto da Francia e Germania. Dal 2003 al 2018 il mercato italiano degli agrofarmaci è cresciuto del 39,5%, passando da un valore di 681 milioni di euro a un valore di 950 milioni di euro e, sempre con riferimento al 2018, in Italia il peso del fatturato derivante dal mercato degli agrofarmaci sul fatturato chimico totale è del 1,5%.

b) Nel mercato dei fertilizzanti, secondo i dati di Assofertilizzanti, con riferimento all'anno 2018, il fatturato complessivo a livello europeo è di circa 10,2 miliardi di euro, mentre a livello italiano è di 1,3 miliardi di euro. Lo stesso mercato in Italia negli ultimi anni si è mostrato abbastanza stabile e, sempre con riferimento al 2018, il peso del fatturato derivante dal mercato dei fertilizzanti sul fatturato chimico italiano totale è del 2,8%.

c) Nel mercato degli integratori alimentari, secondo i rapporti di Federsalus, si denota nel 2018 a livello mondiale una crescita con un valore pari a circa 36 miliardi di euro, mentre a livello europeo lo stesso mercato assume nel 2019 un valore di

13,2 miliardi di euro. Nel 2019 l'Italia è il principale player in Europa con una quota del 27% ed evidenzia una crescita del mercato italiano del 3,6%, che per il 92% si sviluppa in farmacia e in parafarmacia, dove gli integratori alimentari sono la seconda categoria dopo i farmaci etici per valore generato. Durante la fase della crisi da coronavirus il settore ha continuato ad operare, in quanto ritenuto essenziale, per rispondere alle esigenze dei consumatori.

d) Nel mercato cosmetico, secondo i report pubblicati da Cosmetica Italia, la regione con il maggior quantitativo di consumi nel 2018 è l'Europa con un valore pari a 79 miliardi di euro e un trend in crescita, seguono Usa e Cina con consumi rispettivamente pari a 67 miliardi di euro e a 48 miliardi di euro. A livello europeo, sempre nel 2018, il primato dei consumi si conferma in Germania con un valore pari a circa 14 miliardi di euro, mentre l'Italia si colloca al quarto posto con consumi pari a circa 7 miliardi di euro. Nel 2019 in Italia si registrano un fatturato interno per circa 7 miliardi di euro ed esportazioni per circa 5 miliardi di euro, con un valore globale di fatturato che si aggira attorno ai 12 miliardi di euro; inoltre nello stesso anno in Italia si rileva un aumento del fatturato globale dell'1,5%. Per quanto riguarda la crisi da coronavirus, secondo Cosmetica Italia la crisi stessa inciderà negativamente sul settore cosmetico: si stima infatti che a fine 2020 il fatturato globale italiano registrerà una contrazione dell'11,6%.

e) Nel mercato dei detergenti e specialità per l'industria e per la casa, anche chiamato mercato "cura casa" da Assocasa, secondo i dati e gli osservatori dell'associazione stessa, con riferimento all'anno 2019, si nota una leggera crescita del 0,9%, con una performance positiva in quasi tutte le categorie facenti parte del settore stesso. Nel 2020, invece, si nota un cambiamento di tendenza dovuto alla particolare congiuntura della crisi da coronavirus: il settore "cura casa" nel periodo pre-coronavirus (gennaio-febbraio) segna una crescita del 1,3%, mentre nel periodo successivo rileva un +17,8%; a guidare tale trend sono i disinfettanti con un +100%, mentre i disinfestanti segnano -1,5% dovuto ad un calo dell'attività all'aperto.

In sintesi, tralasciando per semplicità l'anno 2020 sul quale incide in maniera rilevante la crisi da coronavirus e di cui se ne tiene conto nei paragrafi che seguono, i settori in cui opera Vebi Istituto Biochimico s.r.l. si sono dimostrati approssimativamente in crescita nei recenti anni.

#### 4.2.3 L'analisi economico-finanziaria di bilancio

Nel presente paragrafo si riportano i bilanci pubblici di Vebi Istituto Biochimico s.r.l (ultimi 5 esercizi) e successivamente si procede a svolgere sugli stessi un'analisi economico-finanziaria, allo scopo di valutare la sua capacità di stare sul mercato, ossia la sua continuità aziendale (art. 2423 bis c.c.).

La tabella 12 sotto riportata evidenzia lo stato patrimoniale redatto in conformità all'articolo 2424 c.c.

**TABELLA 12: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO STATO PATRIMONIALE**

<b>Stato patrimoniale</b>					
<b>Bilancio non consolidato</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato
	ICS	ICS	ICS	ICS	ICS
<b>Attivo</b>					
A. CREDITI VERSO SOCI	0	0	0	0	0
Quota di capitale richiamata	0	0	0	0	0
<b>B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI sep.ind. Di quelle conc. In loc. Finanz.</b>	<b>2.922.880</b>	<b>2.125.375</b>	<b>1.215.248</b>	<b>1.036.785</b>	<b>804.097</b>
B.I. TOTALE IMMOB. IMMATERIALI	948.637	711.025	48.238	52.969	28.790
B.I.1. Costi impianto e ampl.	0	0	0	0	0
B.I.2. Costi ricerca e pubb.	0	0	0	0	0
B.I.3. Diritti brevetto ind.	93.574	36.824	45.737	48.620	22.589
B.I.4. Concessioni, licenze	472	708	944	1.235	1.526
B.I.5. Avviamento/Differenza di consolidamento	0	0	0	0	0
di cui: Avviamento	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
B.I.6. Imm. in corso	151.858	274.751	0	0	0
B.I.7. Altre immobiliz. Immateriali	702.733	398.742	1.557	3.114	4.675
Fondo amm.to Immob. Immateriali	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>B.II. TOTALE IMMOB. MATERIALI</b>	<b>1.972.910</b>	<b>1.413.017</b>	<b>1.165.647</b>	<b>981.326</b>	<b>760.442</b>
di cui: Beni materiali concessi in locazione finanziaria	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
B.II.1. Terreni e fabbricati	52.927	58.473	26.864	30.335	8.397
B.II.2. Impianti	1.665.618	910.702	683.783	644.687	636.834
B.II.3. Attrez. industriali	43.471	69.400	64.731	67.193	54.482
B.II.4. Altri beni	195.909	144.781	125.746	98.971	53.079
B.II.5. Imm. in corso/acconti	14.985	229.661	264.523	140.140	7.650
Fondo amm.to Immob. Materiali	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>B.III. TOTALE IMMOB. FINANZIARIE</b>	<b>1.333</b>	<b>1.333</b>	<b>1.363</b>	<b>2.490</b>	<b>14.865</b>
di cui: esigibili entro l'esercizio successivo	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
B.III.1. TOT Partecipazioni	1.333	1.333	1.363	2.490	14.865
B.III.1.a. Imprese controllate	0	0	0	0	0
B.III.1.b. Imprese collegate	0	0	0	0	0
B.III.1.c. Imprese controllanti	0	0	0	0	0
B.III.1.d. In imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	n.d.	n.d.
B.III.1.d.bis. Altre imprese	1.333	1.333	1.363	2.490	14.865

B.III.2. TOT CREDITI Imm. Fin.	0	0	0	0	0
B.III.2.a. Cred. vs Controllate entro	0	0	0	0	0
B.III.2.a. Cred. vs Controllate oltre	0	0	0	0	0
B.III.2.b. Cred. vs Collegate entro	0	0	0	0	0
B.III.2.b. Cred. vs Collegate oltre	0	0	0	0	0
B.III.2.c. Cred. vs Controllanti entro	0	0	0	0	0
B.III.2.c. Cred. vs Controllanti oltre	0	0	0	0	0
B.III.2.d. Cred. vs imprese sottoposte al controllo delle controllanti entro	0	0	0	n.d.	n.d.
B.III.2.d. Cred. vs imprese sottoposte al controllo delle controllanti oltre	0	0	0	n.d.	n.d.
B.III.2.d.bis. Cred. vs Altri entro	0	0	0	0	0
B.III.2.d.bis Cred. vs Altri oltre	0	0	0	0	0
B.III. CREDITI FIN. A BREVE	0	0	0	0	0
B.III. CREDITI FIN. A OLTRE	0	0	0	0	0
B.III.3. Altri titoli	0	0	0	0	0
B.III.3.bis. Azioni proprie	0	0	0	0	0
B.III.4. Strumenti finanziari derivati attivi	0	0	0	n.d.	n.d.
Azioni proprie DI CUI: Val nominale	0	0	0	0	0
<b>C. ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>10.551.230</b>	<b>10.676.661</b>	<b>9.243.397</b>	<b>8.337.048</b>	<b>8.346.814</b>
C.I. TOTALE RIMANENZE	3.440.698	3.392.445	3.156.381	3.317.136	3.257.986
C.I.1. Materie prime	1.552.119	1.330.434	1.220.473	1.267.729	1.219.443
C.I.2. Prodotti semilav./in corso	234.247	239.841	220.619	145.358	90.438
C.I.3. Lavori in corso	0	0	0	0	0
C.I.4. Prodotti finiti	1.654.332	1.819.204	1.715.289	1.898.736	1.877.329
C.I.5. Acconti	0	2.966	0	5.313	70.776
Immobilizzazioni materiali destinate alla vendita	0	0	0	n.d.	n.d.
<b>C.II. TOTALE CREDITI</b>	<b>5.899.545</b>	<b>5.698.806</b>	<b>4.846.663</b>	<b>4.822.884</b>	<b>4.536.663</b>
C.II.1. Cred. vs Clienti entro	5.007.044	4.853.974	4.122.590	3.982.537	3.859.297
C.II.1. Cred. vs Clienti oltre	0	0	0	0	0
C.II.2. Cred. vs Controllate entro	0	0	0	0	0
C.II.2. Cred. vs Controllate oltre	0	0	0	0	0
C.II.3. Cred. vs Collegate entro	0	0	0	0	0
C.II.3. Cred. vs Collegate oltre	0	0	0	0	0
C.II.4. Cred. vs Controllanti entro	0	0	0	0	0
C.II.4. Cred. vs Controllanti oltre	0	0	0	0	0
C.II.5. Cred. vs imprese sottoposte al controllo delle controllanti entro	0	0	0	n.d.	n.d.
C.II.5. Cred. vs imprese sottoposte al controllo delle controllanti oltre	0	0	0	n.d.	n.d.
C.II.5.bis. Cred. tributari entro	673.284	641.994	520.105	615.238	465.767
C.II.5.bis. Cred. tributari oltre	0	0	0	0	0
C.II.5.ter. Cred. per imposte anticipate entro	65.602	30.172	15.900	38.374	40.572
C.II.5.ter. Cred. per imposte anticipate oltre	0	0	0	6.678	5.602
C.II.5.quater. Cred. verso altri entro	72.930	91.981	110.383	102.372	87.740
C.II.5.quater. Cred. verso altri oltre	80.685	80.685	77.685	77.685	77.685
C.II. Crediti a breve	5.818.860	5.618.121	4.768.978	4.738.521	4.453.376
Crediti per imposte anticipate	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
C.II. Crediti a oltre	80.685	80.685	77.685	84.363	83.287
<b>C.III. TOTALE ATTIVITA' FINANZIARIE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
C.III.1. Partec.ni in Controllate	0	0	0	0	0
C.III.2. Partec.ni in Collegate	0	0	0	0	0
C.III.3. Partec.ni in Controllanti	0	0	0	0	0
C.III.3.bis. Partec.ni in imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	n.d.	n.d.
C.III.4. Altre Partec.ni	0	0	0	0	0
C.III.4.bis. Azioni proprie	0	0	0	0	0
Azioni proprie DI CUI: Val nominale	0	0	0	0	0
C.III.5. Strumenti finanziari derivati attivi	0	0	0	n.d.	n.d.
C.III.6. Altri titoli	0	0	0	0	0
C.III.7. Attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria	0	0	0	n.d.	n.d.

C.IV. TOT. DISPON. LIQUIDE	1.210.987	1.585.410	1.240.353	197.028	552.165
C.IV.1. Depositi bancari	1.206.705	1.544.326	1.226.236	195.699	486.791
C.IV.2. Assegni	2.415	39.565	13.769	0	61.826
C.IV.3. Denaro in cassa	1.867	1.519	348	1.329	3.548
D. RATEI E RISCOINTI	196.090	185.000	285.494	148.741	94.571
Disaggio su prestiti	n.d.	n.d.	n.d.	0	0
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>13.670.200</b>	<b>12.987.036</b>	<b>10.744.139</b>	<b>9.522.574</b>	<b>9.245.482</b>

## Passivo

### PATRIMONIO NETTO

A. TOTALE PATRIMONIO NETTO	2.631.996	2.321.247	2.217.276	1.949.165	1.737.677
A.I. Capitale sociale	115.000	115.000	115.000	115.000	115.000
di cui: Versamenti soci in c/capitale	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: Versamenti in c/futuro aumento di capitale	60.000	60.000	n.d.	60.000	60.000
di cui: Versamenti in c/capitale	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: Versamenti a copertura perdite	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
A.II. Riserva da sovrapprezzo	0	0	0	0	0
A.III. Riserva di rivalutazione	804.057	804.057	804.057	804.057	804.057
A.IV. Riserva legale	23.000	23.000	23.000	23.000	19.934
A.V. Riserva statutaria	0	0	0	0	0
Riserva azioni proprie	0	0	0	0	0
A.VI. Altre riserve	1.379.190	1.275.219	1.007.109	795.620	716.130
Riserva da cons. del Gruppo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
A.VII. Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	0	0	0	n.d.	n.d.
A.VIII. Utile/perdita a nuovo	0	0	0	0	0
A.IX. Utile/perdita di esercizio	310.749	103.971	268.110	211.488	82.556
Acconto dividendi	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
Copertura parziale perdita di esercizio	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
A.X. Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio (+/-)	0	0	0	n.d.	n.d.
<b>TOTALE PATRIMONIO DEL GRUPPO</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>
Capitale e riserve di pertinenza di TERZI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: per imposte differite	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
Utile/perdita di es. di pertinenza di TERZI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>TOTALE PATRIMONIO DI TERZI</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>
B. TOTALE FONDI RISCHI	240.583	174.785	108.790	39.991	0
B.1. Fondo di Quiescenza	0	0	0	0	0
B.2. Fondo Imposte anche differite	0	0	0	0	0
B.3. Strumenti finanziari derivati passivi	0	0	0	n.d.	n.d.
B.4. Altri Fondi	240.583	174.785	108.790	39.991	0
di cui : fondo di consolidamento	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
C. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	736.338	693.200	643.545	600.335	546.443

### Debiti

D. TOTALE DEBITI	9.924.043	9.789.932	7.735.949	6.825.260	6.892.294
D.1. Obblig.ni entro	0	0	0	0	0
D.1. Obblig.ni oltre	0	0	0	0	0
D.2. Obblig.ni convert. entro	0	0	0	0	0
D.2. Obblig.ni convert. oltre.	0	0	0	0	0
D.3. Soci per Finanziamenti entro	0	0	0	0	0
D.3. Soci per Finanziamenti oltre	0	0	0	0	0
D.4. Banche entro l'esercizio	3.757.027	4.191.193	2.781.917	2.969.222	3.015.403
D.4. Banche oltre l'esercizio	1.912.457	1.649.185	1.029.994	562.513	437.202
D.5. Altri finanziatori entro	0	0	0	0	0
D.5. Altri finanziatori oltre	0	0	0	0	0

D.6. Acconti entro	3.512	3.030	11.512	15.388	8.046
D.6. Acconti oltre	0	0	0	0	0
D.7. Fornitori entro	3.561.218	3.420.203	3.419.037	2.867.515	2.991.703
D.7. Fornitori oltre	0	0	0	0	0
D.8. Titoli di credito entro	0	0	0	0	0
D.8. Titoli di credito oltre	0	0	0	0	0
D.9. Imprese Controllate entro	0	0	0	0	0
D.9. Imprese Controllate oltre	0	0	0	0	0
D.10. Imprese Collegate entro	0	0	0	0	0
D.10. Imprese Collegate oltre	0	0	0	0	0
D.11. Controllanti entro	0	0	0	0	0
D.11. Controllanti oltre	0	0	0	0	0
D.11.bis. Debiti VS imprese sottoposte al controllo delle controllanti entro	0	0	0	n.d.	n.d.
D.11.bis. Debiti VS imprese sottoposte al controllo delle controllanti oltre	0	0	0	n.d.	n.d.
D.12. Debiti Tributari entro	112.128	69.955	55.584	69.852	88.338
D.12. Debiti Tributari oltre	0	0	0	0	0
D.13. Istituti previdenza entro	176.621	150.861	135.547	132.564	140.337
D.13. Istituti previdenza oltre	0	0	0	0	0
D.14. Altri Debiti entro	401.080	305.505	302.358	208.206	211.265
D.14. Altri Debiti oltre	0	0	0	0	0
D. DEBITI A BREVE	8.011.586	8.140.747	6.705.955	6.262.747	6.455.092
D. DEBITI A OLTRE	1.912.457	1.649.185	1.029.994	562.513	437.202
Total debiti entro l'esercizio	8.011.586	8.140.747	6.705.955	6.262.747	6.455.092
Total debiti oltre l'esercizio	1.912.457	1.649.185	1.029.994	562.513	437.202
E. RATEI E RISCOINTI	137.240	7.872	38.579	107.823	69.068
Aggio sui prestiti	n.d.	n.d.	n.d.	0	0
TOTALE PASSIVO	13.670.200	12.987.036	10.744.139	9.522.574	9.245.482
TOTALE CONTI D'ORDINE	0	0	0	1.357.314	1.365.422
Garanzie prestate	0	0	0	n.d.	n.d.

Fonte: Banca dati AIDA.

La tabella 13 sotto riportata evidenzia invece il conto economico redatto in conformità all'articolo 2425 c.c.

### TABELLA 13: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO CONTO ECONOMICO

Conto economico					
Bilancio non consolidato	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato
	ICS	ICS	ICS	ICS	ICS
A. TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE	19.358.094	18.078.544	17.949.813	17.000.181	14.869.818
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	19.203.998	17.823.793	17.817.902	16.763.461	14.787.089
A.2. Var. rimanenze prodotti	-150.398	44.970	-52.854	130.302	-55.598
A.3. Variazione lavori	0	0	0	0	0
A.2. + A.3. Totale Variazioni	-150.398	44.970	-52.854	130.302	-55.598

A.4. Incrementi di immob.	0	0	0	0	0
A.5. Altri ricavi	304.494	209.781	184.765	106.418	138.327
Contributi in conto esercizio	0	0	0	0	0
<b>B. COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>18.771.243</b>	<b>17.732.637</b>	<b>17.291.290</b>	<b>16.429.328</b>	<b>14.443.116</b>
B.6. Materie prime e consumo	10.076.093	9.884.432	9.353.171	9.308.741	8.075.863
B.7. Servizi	4.868.703	4.635.060	4.722.414	4.296.389	3.861.898
B.8. Godimento beni di terzi	483.734	440.390	379.152	303.832	312.999
B.9. Totale costi del personale	2.689.809	2.493.710	2.224.084	2.158.339	2.038.443
B.9.a. Salari e stipendi	1.992.294	1.826.793	1.613.499	1.560.772	1.466.007
B.9.b. Oneri sociali	545.859	470.430	423.943	482.953	459.889
B.9.c. Tratt. fine rapporto	135.749	121.203	100.988	96.310	89.622
B.9.d. Tratt. di quiescenza	0	0	0	0	0
B.9.e. Altri costi	15.907	75.284	85.654	18.304	22.925
B.9.f. TFR + quiescenza + altri costi	151.656	196.487	186.642	114.614	112.547
B.10. TOT Ammortamenti e svalut.	673.004	315.139	285.410	228.878	186.077
B.10.a. Amm. Immob. Immat.	176.625	39.733	19.771	16.071	16.501
B.10.b. Amm. Immob. Mat.	296.397	215.981	225.010	173.239	149.996
B.10.c. Altre svalut. Immob.	0	0	0	0	0
B.10.a+b+c. Amm. e svalut. delle immob.	473.022	255.714	244.781	189.310	166.497
B.10.d. Svalut. crediti	199.982	59.425	40.629	39.568	19.580
B.11. Variazione materie	-201.618	-188.127	102.587	5.690	-129.642
B.12. Accantonamenti per rischi	0	0	0	0	0
B.13. Altri accantonamenti	0	0	0	0	0
B.14. Oneri diversi di gestione	181.518	152.033	224.472	127.459	97.478
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>586.851</b>	<b>345.907</b>	<b>658.523</b>	<b>570.853</b>	<b>426.702</b>
Valore Aggiunto	3.949.664	3.154.756	3.168.017	2.958.070	2.651.222
<b>C. TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI</b>	<b>-189.327</b>	<b>-198.581</b>	<b>-212.872</b>	<b>-206.637</b>	<b>-232.331</b>
C.15. Tot. proventi da partecip.	0	0	0	0	0
di cui: verso contr.anti, collegate, contr.te e sottoposte ctrl controllanti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: da imprese controllanti	0	0	0	n.d.	n.d.
di cui: da imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	n.d.	n.d.
C.16. TOT Altri Proventi	1.419	964	867	331	312
C.16.a. Da Crediti	0	0	0	0	0
di cui: verso contr.anti, collegate, contr.te e sottoposte ctrl controllanti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: da imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	n.d.	n.d.
C.16.b. Da titoli iscr. imm.	0	0	0	0	0
C.16.c. Da titoli iscr. att.circol.	0	0	0	0	0
C.16.b+c. Proventi da Titoli	0	0	0	0	0
C.16.d. Proventi fin. Diversi	1.419	964	867	331	312
di cui: verso contr.anti, collegate, contr.te e sottoposte ctrl controllanti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: da imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	n.d.	n.d.
C.17. Totale Oneri finanziari	190.168	199.306	214.082	206.130	232.136
di cui: verso contr.anti, collegate, contr.te e sottoposte ctrl controllanti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: da imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	n.d.	n.d.
C.17.bis Utili e perdite su cambi	-578	-239	343	-838	-507
<b>D. TOTALE RETTIFICHE ATT. FINANZ.</b>	<b>0</b>	<b>-30</b>	<b>-2.160</b>	<b>-9.660</b>	<b>-225</b>
D.18. TOT Rivalutazioni	0	0	0	0	0
D.18.a. Rivalut. di partec.	0	0	0	0	0
D.18.b. Rivalut. di altre imm. fin.	0	0	0	0	0
D.18.c. Rivalut. di titoli	0	0	0	0	0
D.18.d. Rivalut. di strumenti finanziari derivati	0	0	0	n.d.	n.d.
Rivalut. di attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria	0	0	0	n.d.	n.d.



D.19. TOT Svalutazioni	0	30	2.160	9.660	225
D.19.a. Svalut. di partec.	0	30	2.160	9.660	225
D.19.b. Svalut. di altre imm. fin.	0	0	0	0	0
D.19.c. Svalut. di titoli	0	0	0	0	0
D.19.d. Svalut. di strumenti finanziari derivati	0	0	0	n.d.	n.d.
Svalut. di attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria	0	0	0	n.d.	n.d.
<b>TOTALE PROVENTI/ONERI STRAORDINARI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5.792</b>	<b>0</b>
Proventi Straordinari	0	0	0	5.792	0
di cui plusvalenze	0	0	0	0	0
Oneri Straordinari	0	0	0	0	0
di cui minusvalenze	0	0	0	0	0
di cui imposte esercizio precedente	0	0	0	0	0
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>397.524</b>	<b>147.296</b>	<b>443.491</b>	<b>360.348</b>	<b>194.146</b>
20. Totale Imposte sul reddito correnti, differite e anticipate	86.775	43.325	175.381	148.860	111.590
Imposte correnti	122.205	57.597	146.229	147.738	119.344
Imposte relative a esercizi precedenti	0	0	0	n.d.	n.d.
Imposte differite e anticipate	-35.430	-14.272	29.152	1.122	-7.754
Imposte differite (+/-)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Imposte anticipate (+/-)	n.d.	n.d.	n.d.	1.122	-7.754
Prov. (oneri) da adesione al regime di trasparenza fiscale	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
<b>21. UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO</b>	<b>310.749</b>	<b>103.971</b>	<b>268.110</b>	<b>211.488</b>	<b>82.556</b>
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO di pert. di TERZI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO di pert. del GRUPPO	310.749	103.971	268.110	211.488	82.556

Fonte: Banca dati AIDA.

Nella tabella 14 sotto riportata sono elencati i principali indici di bilancio per l'azienda Vebi Istituto Biochimico s.r.l.

**TABELLA 14: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO INDICI DI BILANCIO**

Indici di bilancio					
Bilancio non consolidato	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato
	ICS	ICS	ICS	ICS	ICS
Ricavi delle vendite	19.203.998	17.823.793	17.817.902	16.763.461	14.787.089
EBITDA	1.259.855	661.046	943.933	799.731	612.779
Utile Netto	310.749	103.971	268.110	211.488	82.556
Totale Attivo	13.670.200	12.987.036	10.744.139	9.522.574	9.245.482
Patrimonio Netto	2.631.996	2.321.247	2.217.276	1.949.165	1.737.677
Posizione finanziaria netta	4.458.497	4.254.968	2.571.558	3.334.707	2.900.440
Redditività del capitale proprio (ROE) (%)	11,81	4,48	12,09	10,85	4,75
Redditività del totale attivo (ROA) (%)	4,29	2,66	6,13	5,99	4,62

Redditività delle vendite (ROS) (%)	3,01	1,92	3,66	3,38	2,86
Rotazione del capitale investito (volte)	1,40	1,37	1,66	1,76	1,60
Redditività della gestione caratteristica (ROI) (%)	4,21	2,63	6,08	5,95	4,58
Indice di disponibilità	1,32	1,31	1,38	1,33	1,29
Indice di liquidità	0,89	0,89	0,91	0,80	0,79
Indice di copertura dell'attivo a lungo termine	1,55	1,87	2,67	2,42	2,70
Indice di indebitamento (CI/PN)	5,19	5,59	4,85	4,89	5,32
Costo del denaro a prestito (ROD) (%)	3,35	3,41	5,62	5,84	6,72
Oneri finanziari su fatturato (%)	0,97	1,11	1,19	1,22	1,56
Giorni copertura scorte (gg)	127,18	127,59	121,84	129,78	146,40
Tasso rotazione scorte (volte)	2,87	2,86	3,00	2,81	2,49
Durata media dei crediti al lordo IVA (gg)	93,68	98,24	83,58	86,17	94,38
Durata media dei debiti al lordo IVA (gg)	84,25	83,45	86,33	75,25	89,14
Imposte operative	132.415	91.158	226.761	198.331	167.303
Capitale circolante netto operativo	5.085.684	5.141.697	4.079.006	4.846.495	4.354.960
Variazione capitale circolante netto operativo	-56.013	1.062.691	-767.489	491.535	217.404
Flusso di cassa della gestione caratteristica	1.183.453	-492.803	1.484.661	109.865	228.072
Capacità del capitale di creazione di liquidità	0,087	-0,038	0,138	0,012	0,025
Dipendenti	63	60	52	53	46

Fonte: Banca dati AIDA (con adattamenti personali).

L'interpretazione di tali indici permette, da una parte, di valutare la salute dell'impresa al fine, se necessario, di individuare le possibili azioni correttive e, dall'altra parte, di valutarne la eventuale crescita o decrescita.

Vebi Istituto Biochimico s.r.l. negli ultimi 5 anni presenta:

- i ricavi delle vendite, l'EBITDA e l'utile in crescita;
- un totale attivo (capitale investito) in crescita;
- un'esposizione finanziaria (P.F.N.) in crescita;
- un aumento congiunto dei ricavi delle vendite e del totale attivo, evidenziando una situazione fisiologica;
- le seguenti variazioni % dei ricavi delle vendite e del totale attivo, mostrando un cambiamento positivo nel trend: se nel passato i ricavi crescono meno degli impieghi, nel 2018 gli stessi incrementano più del capitale investito;

**TABELLA 15: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO TASSI DI VARIAZIONE**

	2018	2017	2016	2015
<b>Ricavi delle vendite</b>	<b>7,744%</b>	<b>0,033%</b>	<b>6,290%</b>	<b>13,366%</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>5,260%</b>	<b>20,876%</b>	<b>12,828%</b>	<b>2,997%</b>

Fonte: Elaborazione personale.

- una redditività (ROE, ROA) che torna a crescere dopo la caduta dell'anno

- precedente, anche all'interno dell'area caratteristica (ROI, ROS);
- una rotazione del capitale investito in incremento dopo il rallentamento del recente passato;
  - un indice di disponibilità leggermente inferiore ai valori consolidati 1,5-2, ma comunque di gran lunga superiore a 1 e un indice di liquidità allineato alla prassi consolidata 0,7-0,8, dimostrando di garantire l'equilibrio finanziario di breve termine;
  - un indice di copertura dell'attivo a lungo termine in decrescita, ma comunque superiore alla soglia limite di 1-1,25, dimostrando di garantire anche l'equilibrio finanziario di lungo termine;
  - un indice di indebitamento in decrescita dopo la crescita dell'anno precedente, ma comunque leggermente superiore al valore di prassi consolidata 4;
  - un costo del denaro a prestito in diminuzione e un'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato entro la soglia del 2% richiesta;
  - una gestione del magazzino (tasso di rotazione delle scorte) che negli ultimi due anni si dimostra stabile e in leggero rallentamento rispetto al 2016;
  - una durata media crediti più alta della durata media debiti, evidenziando tempi medi di incasso leggermente più alti di quelli di pagamento;
  - una gestione caratteristica (core business) che torna a generare liquidità dopo l'assorbimento dell'anno precedente, ma non congrua rispetto al capitale investito nell'impresa (indice inferiore a 3); inoltre bisognerebbe analizzare il rendiconto finanziario, per capire la distribuzione di tale liquidità e l'effetto finale sulle disponibilità liquide.

In sintesi Vebi Istituto Biochimico s.r.l. è un'azienda sana, capace di stare sul mercato e che ha ripreso a crescere dopo il rallentamento mostrato nel 2017; deve comunque, dal punto di vista dello scrivente, monitorare l'indice di indebitamento e creare maggiore liquidità caratteristica attraverso la sua attività tipica.

Per l'azienda il 2017 è stato un anno particolare: si nota una variazione del capitale investito più alta dei ricavi, una caduta di redditività, un rallentamento della rotazione del capitale investito, un indice di indebitamento in aumento e un flusso caratteristico negativo; dal punto di vista dello scrivente questo è dovuto al cambiamento strategico (rebranding) effettuato dall'azienda stessa, che ha impattato di conseguenza negativamente anche sul suo bilancio.

#### 4.3 La selezione della metodologia di stima più idonea

Sebbene l'accesso alle informazioni di Vebi Istituto Biochimico s.r.l (base informativa) sia limitata, l'analisi fondamentale svolta nei paragrafi precedenti ha dimostrato che:

- l'azienda è capace di innovare e implementare cambiamenti strategici, ai fini di un miglioramento del suo posizionamento competitivo;
- l'impresa non è quotata in borsa;
- l'azienda è di medie dimensioni, in quanto presenta ricavi delle vendite per 19.203.998 euro e 63 dipendenti;
- i settori in cui l'azienda opera si sono dimostrati in crescita nel recente passato;
- l'impresa dopo un breve rallentamento nel 2017, ha ripreso a crescere nel 2018.

Ai fini della stima del capitale economico (equity value) di Vebi Istituto Biochimico s.r.l., si deduce che:

- i metodi patrimoniali e quelli misti non sono di facile applicazione in quanto, ai fini dell'iscrizione delle attività e passività a valori correnti, necessitano di perizie di stima che non sono disponibili;
- i metodi reddituali e finanziari con sconto dei flussi di risultato al costo medio ponderato del capitale (WACC) non sono utilizzabili, in quanto non si conosce il valore di mercato del patrimonio netto;
- i multipli sono di non facile applicazione, in quanto è difficile individuare un campione di imprese comparabili;
- le regole del pollice non sono coerenti con l'impresa oggetto di stima.

Pertanto, dal punto di vista dello scrivente, è utile procedere alla stima attraverso il criterio del valore attuale modificato (VAM), in quanto non necessita del valore di mercato dell'equity. Inoltre si preferisce utilizzare flussi finanziari e non di reddito perché, da una parte, si tiene conto anche delle variazioni del capitale circolante netto operativo (CCNO) e, dall'altra parte, si escludono poste reddituali non monetarie come gli ammortamenti e gli accantonamenti; di conseguenza si utilizzano flussi (cash flow) che misurano l'impatto effettivo sulle disponibilità liquide.

Una volta calcolato il valore, ai fini del controllo, è poi utile confrontare lo stesso con le stime derivanti da criteri alternativi, *ma solo se le stesse sono affidabili*.

Nel presente lavoro si affronta l'applicazione del VAM nel paragrafo 4.4, mentre il confronto tra le stime ai fini del controllo viene trattato nel paragrafo 4.5.

Il criterio selezionato, ossia il valore attuale modificato, è una derivazione del teorema di Modigliani/Miller e nella sua formulazione generale si presenta come:

$$\mathbf{VAM = VAN + VANF}$$

Dove:

- VAM è il valore attuale modificato
- VAN è il valore attuale dell'impresa non indebitata;
- VANF è il valore attuale degli effetti secondari del finanziamento.

*In ipotesi steady state*, ossia l'impresa rimane stabile all'infinito, e *coerentemente all'impresa oggetto di studio*, le componenti del VAM sono così identificabili:

$$\mathbf{VAN = EBIT (1 - t) / K_o}$$

Dove:

- EBIT è il reddito operativo, ossia ricavi caratteristici – costi caratteristici monetari e non monetari;
- t è l'aliquota fiscale;
- $K_o$  è il costo del capitale proprio unlevered.

$$\mathbf{VANF = Valore\ attuale\ scudi\ fiscali - Valore\ attuale\ costi\ del\ dissesto}$$

$$\mathbf{VANF = D t - D (K_d - r_f) / K_o}$$

Dove:

- D è l'ammontare di debito verso gli istituti di credito;
- t è l'aliquota fiscale;
- $K_d$  è il costo del debito;
- $r_f$  è il tasso privo di rischio;
- $K_o$  è il costo del capitale proprio unlevered.

#### 4.4 L'applicazione del metodo e l'apprezzamento dei fattori di rischio

Nei paragrafi che seguono si procede a stimare il capitale economico di Vebi Istituto Biochimico s.r.l., attraverso il criterio del valore attuale modificato; tale criterio viene adattato al caso concreto, pertanto viene meno l'ipotesi steady state.

La valutazione viene svolta coerentemente ai principi italiani di valutazione (PIV) e con i necessari adattamenti richiesti per le piccole-medie dimensioni; inoltre eventuali scostamenti dai PIV a causa di una base informativa ridotta, purché motivati, sono comunque riconducibili ad una perizia PIV-compliant.

##### 4.4.1 La schematizzazione della valutazione

Secondo il rapporto Cerved PMI 2020, i fatturati e la redditività lorda delle piccole medie imprese italiane sono attesi in forte calo nel 2020 rispetto al 2019, a causa della crisi da coronavirus. Infatti, *in assenza di lockdown*, i fatturati stessi si prevedono in calo di 11 punti percentuali nel 2020; di conseguenza le stesse PMI dovranno tagliare i costi operativi, soprattutto acquisti di materie prime e semilavorati, costi per servizi e costi del lavoro (accesso alla cassa integrazione), per evitare una caduta di marginalità. Comunque, secondo Cerved, la riduzione di tali costi non basterà per evitare una brusca caduta di redditività lorda (EBITDA), che è attesa in contrazione del 19% nel 2020.

Sempre secondo lo stesso rapporto, *in caso di lockdown*, gli impatti sulle PMI italiane sarebbero ancora più negativi; infatti i ricavi delle stesse PMI potrebbero contrarsi in termini reali di 16,3 punti percentuali nel 2020.

Cerved prevede inoltre che la crescita dovrebbe riprendere ad un ritmo normale nel 2022; infatti, *in assenza di lockdown*, se i fatturati sono attesi in calo dell'11% nel 2020, gli stessi sono attesi in parziale recupero nel 2021 con una crescita del 5,9% e dal 2022 la loro crescita dovrebbe riprendere ad un ritmo normale con un aumento reale del 2,3%. In sintesi, *in assenza di lockdown*, per le PMI italiane:

**TABELLA 16: DATI SULLE PMI ITALIANE**

	2019	2020	2021	2022
<b>Tasso di variazione del fatturato</b>	2,80%	-11,00%	5,90%	2,30%
<b>Tasso di variazione EBITDA</b>	1,40%	-19,00%	13,70%	5,80%

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2020.

Dal rapporto Cerved PMI 2020 sono identificabili anche i seguenti dati macroeconomici italiani utili ai fini della valutazione:

**TABELLA 17: DATI MACROECONOMICI ITALIANI**

	2019	2020	2021	2022
Tasso di variazione del PIL reale	0,30%	-9,70%	5,20%	3,20%
Tasso d'inflazione	0,60%	0,10%	0,80%	1,50%

Fonte: Rapporto Cerved PMI 2020.

Il Dottore CECCHETTO ANDREA nell'articolo *“La valutazione delle PMI dopo l'introduzione dei PIV: spunti di riflessione”*, RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI, fascicolo 1, volume 70, anno 2019, pag. 21-22, al punto 8 afferma: “Applicare preferibilmente versioni sintetiche delle varie metodologie – finanziaria, reddituale o mista – al fine di ovviare alla carenza di dati prospettici credibili che impediscono stime puntuali per il futuro.”

Dal punto di vista dello scrivente, ai fini valutativi, applicare al caso oggetto di studio una versione sintetica delle metodologie di stima significa non cogliere la particolare congiuntura della crisi da coronavirus; pertanto lo scrivente, non avendo a disposizione il piano industriale di Vebi Istituto Biochimico s.r.l., opta per la costruzione di un piano finanziario per considerare tale specifica congiuntura, fondando le proprie stime soggettive coerentemente a quanto previsto nel rapporto Cerved PMI 2020 e assumendosi tutti i rischi lo stesso piano non rispecchi correttamente il reale orientamento della società, in quanto redatto da un esterno.

Anche i PIV al punto III.1.27 (principi per specifiche attività) nei commenti al primo verso affermano che “La costruzione diretta dei flussi di risultati ai quali collegare la valutazione (con il metodo DCF o con altri procedimenti) interviene tipicamente quando l'esperto non ha accesso all'azienda, o comunque quando dispone solo di informazioni parziali sulla gestione futura. Il primo caso riguarda tipicamente gli analisti finanziari che, anche quando conoscono i piani sintetici ufficialmente comunicati dalle aziende, spesso procedono a proprie elaborazioni. Il secondo caso riguarda ad esempio aziende di piccole dimensioni che non dispongono di sistemi di pianificazione o di programmazione.”

Ai fini valutativi si ipotizza che la specifica congiuntura della crisi da coronavirus incida *solo* sulla parte operativa (unlevered) dell'impresa, mentre sul lato finanziario (levered), non avendo a disposizione il piano di ammortamento del debito, si ipotizza

che l'azienda rimanga stabile (ipotesi steady state), sostenendo di conseguenza gli effetti positivi (scudi fiscali) e negativi (costi del dissesto) dell'indebitamento.

Pertanto, partendo dall'ultima congiuntura disponibile 2018, si prevedono:

- due stadi per la parte unlevered (VAN):
  - un piano finanziario a tre anni (2019, 2020, 2021), che colga la specifica crisi da coronavirus, suddiviso per assenza o presenza di lockdown;
  - un terminal value con scenario di crescita (ipotesi steady growth), in uscita dalla crisi a partire dal 2022.
- un unico stadio per la parte levered (VANF), che rimanga stabile (ipotesi steady state) e a finanziamento della parte operativa.

In figura 18 viene sintetizzato lo schema utilizzato per la valutazione di Vebi Istituto Biochimico s.r.l.

**FIGURA 18: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO SCHEMA VALUTATIVO**

<b>VAN</b>	<b>PIANO FINANZIARIO A TRE ANNI (2019, 2020, 2021) DIVISO PER ASSENZA O PRESENZA DI LOCKDOWN</b>	<b>TERMINAL VALUE DAL 2022 IN IPOTESI STEADY GROWTH</b>
<b>VANF</b>	<b>EFFETTI SECONDARI DEL FINANZIAMENTO IN IPOTESI STEADY STATE</b>	

Fonte: Elaborazione personale.

Lo scrivente, in presenza di base informativa ridotta, reputa tale schema valutativo comunque affidabile ai fini della stima del capitale economico (equity value) di Vebi Istituto Biochimico s.r.l., in quanto permette di cogliere l'incidenza della specifica congiuntura della crisi da coronavirus sull'azienda stessa.

#### 4.4.2 La costruzione del piano finanziario (unlevered)

Ai fini della redazione del piano finanziario (unlevered), si deve procedere alla costruzione:

- del piano operativo;



- del piano investimenti;
- del piano capitale circolante netto operativo.

Ogni piano prevede ipotesi diverse, a seconda che la specifica congiuntura non preveda o preveda il lockdown; inoltre l'assenza o presenza di lockdown non incide sugli anni 2019 e 2022, ma solo su quelli 2020 e 2021.

Lo scenario con assenza di lockdown considera la chiusura solo nei primi mesi 2020 e non prevede chiusure a fine 2020 e nemmeno nel 2021; lo scenario invece con presenza di lockdown non solo considera la chiusura nei primi mesi del 2020, ma prevede un'ulteriore chiusura a fine 2020 e fino ai primi mesi 2021.

Si è scelto di pesare lo scenario con assenza di lockdown al 30%, mentre quello con presenza dello stesso al 70%.

Ai fini della costruzione del piano operativo sono state assunte le seguenti ipotesi:

- scenario senza lockdown:

- per quanto riguarda i ricavi operativi:

- nel 2019 si è supposto una loro crescita pari a quella del 2018, ossia all'8%;
- nel 2020 si è supposto una loro decrescita del 5%, a causa della crisi da coronavirus;
- nel 2021 si è supposto un loro parziale recupero con una crescita del 4%;
- nel 2022 si è supposto un loro ritorno alla normalità con una crescita pari a quella del 2019, ossia all'8%.

In sintesi:

**TABELLA 18: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO TASSO DI VARIAZIONE**

	2019	2020	2021	2022
Tasso reale di crescita/decrecita ricavi operativi	8%	-5%	4%	8%

Fonte: Elaborazione personale.

- per quanto riguarda i costi operativi monetari:
  - per il calcolo dei costi variabili si è utilizzata una percentuale media di allocazione rispetto ai ricavi operativi del 53,11%, calcolata come media delle incidenze dei costi variabili operativi sui ricavi operativi degli ultimi 5 anni (2018-2014); si è calcolata una media sui 5 anni, in quanto si è notato una certa stabilità dell'incidenza percentuale;
  - per i costi fissi relativi ai servizi, si è deciso di replicarli per il 2019, mentre di abbatterli del 5% nel 2020 e nel 2021 (periodo crisi da coronavirus), allo scopo nel 2020 di ridurre la caduta dell'EBITDA e nel 2021 di avere un maggiore incremento dell'EBITDA; infine nel 2022 si è deciso di tornare ad avere uno sfruttamento a pieno regime dei servizi come il 2019;
  - per i costi fissi relativi al personale, si è ipotizzato:
    - una capacità dell'azienda di assumere 3 dipendenti nel 2019, in quanto in crescita (costo lordo unitario (2018) = costo lordo totale (2018) / dipendenti (2018) = 2.689.809 / 63 = 42.695 euro);
    - un loro abbattimento del 5% nel 2020 accedendo allo strumento della cassa integrazione per far fronte al lockdown di inizio anno e allo scopo di ridurre la caduta dell'EBITDA;
    - un pieno recupero dei costi stessi nel 2021, in quanto non sono previsti nell'anno nuovi lockdown;
    - un'aggiunta di ulteriori 3 dipendenti nel 2022 a sostegno della crescita (costo lordo unitario (2021) = costo lordo totale (2021) / dipendenti (2021) = 2.817.895 / 66 = 42.695 euro);
  - per i costi fissi relativi al godimento beni di terzi e agli oneri diversi di gestione, si è deciso di mantenerli costanti nel tempo, in quanto ritenuti indipendenti dalla crisi da coronavirus.

- per quanto riguarda i costi operativi non monetari:

- per il calcolo degli ammortamenti delle immobilizzazioni operative materiali e immateriali si rinvia al piano investimenti;

- per la stima della svalutazione crediti, partendo dalla congiuntura 2018, si è proceduto nel seguente modo:

- si sono stimati i ricavi delle vendite e prestazioni per gli anni 2019, 2020, 2021, 2022 usando lo stesso tasso di crescita/decrecita dei ricavi operativi;

- si è definito un tempo medio di incasso dei crediti verso clienti pari a 90,42 giorni, calcolato come media degli indici di durata media crediti degli ultimi 4 anni (2018-2015);

- si sono stimati i crediti verso clienti con la seguente formula, derivata dall'indice di durata media crediti:

$$(\text{RICAVI} * \text{GIORNI MEDI INCASSO} / 365) * 1,22$$

- si sono ipotizzate le percentuali di svalutazione crediti per gli anni 2019, 2020, 2021, 2022, dove per gli anni di crisi da coronavirus (2020, 2021) sono state definite percentuali più elevate;

- si è calcolata la svalutazione crediti, applicando le percentuali stimate ai crediti verso clienti.

In sintesi:

**TABELLA 19: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO SVALUTAZIONE CREDITI**

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
<b>Tasso di crescita/decrecita ricavi</b>		8%	-5%	4%	8%
<b>Ricavi delle vendite e prestazioni</b>	19.203.998	20.740.318	19.703.302	20.491.434	22.130.749
<b>Giorni medi incasso crediti vs clienti</b>		90,42	90,42	90,42	90,42
<b>Crediti vs clienti</b>		6.268.258	5.954.845	6.193.039	6.688.482
<b>Percentuale svalutazione crediti</b>		2%	3%	3%	2%
<b>Svalutazione crediti</b>		<b>125.365</b>	<b>178.645</b>	<b>185.791</b>	<b>133.770</b>

Fonte: Elaborazione personale.

- per quanto riguarda le imposte operative, inizialmente si sono calcolate le incidenze delle stesse (imposte di competenza + 24% degli oneri finanziari) sul reddito operativo (EBIT) degli ultimi 5 anni (2018-2014) e successivamente, avendo notato un'aliquota decrescente, si è deciso ai fini di una stima affidabile di tali imposte di calcolare un'aliquota media sugli ultimi 2 esercizi (2018-2017) pari a 24,46%, da applicare al reddito operativo.

In sintesi il piano operativo dello scenario senza lockdown viene rappresentato nella tabella 20.

**TABELLA 20: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO PIANO OPERATIVO SENZA LOCKDOWN**

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Tasso reale di crescita/decrecita ricavi operativi		8%	-5%	4%	8%
Ricavi operativi	19.358.094	20.906.742	19.861.404	20.655.861	22.308.329
Materie prime e consumo/Ricavi operativi	53,11%				
Materie prime e consumo	9.874.475	11.103.570	10.548.392	10.970.328	11.847.954
Costi variabili operativi monetari	9.874.475	11.103.570	10.548.392	10.970.328	11.847.954
<b>Margine di contribuzione</b>	<b>9.483.619</b>	<b>9.803.171</b>	<b>9.313.013</b>	<b>9.685.533</b>	<b>10.460.376</b>
Servizi	4.868.703	4.868.703	4.625.268	4.625.268	4.868.703
Costi del personale	2.689.809	2.817.895	2.677.000	2.817.895	2.945.981
Godimento beni di terzi	483.734	483.734	483.734	483.734	483.734
Oneri diversi di gestione	181.518	181.518	181.518	181.518	181.518
Costi fissi operativi monetari	8.223.764	8.351.850	7.967.520	8.108.415	8.479.936
Costi operativi totali monetari	18.098.239	19.455.421	18.515.912	19.078.743	20.327.890
<b>EBITDA</b>	<b>1.259.855</b>	<b>1.451.321</b>	<b>1.345.492</b>	<b>1.577.118</b>	<b>1.980.439</b>
Variazione EBITDA		15,20%	-7,29%	17,21%	25,57%
Ammortamenti immobilizzazioni materiali e immateriali	473.022	545.458	545.458	545.458	617.894
Svalutazione crediti	199.982	125.365	178.645	185.791	133.770
Costi operativi totali non monetari	673.004	670.823	724.103	731.249	751.664
<b>EBIT</b>	<b>586.851</b>	<b>780.498</b>	<b>621.389</b>	<b>845.869</b>	<b>1.228.776</b>
Aliquota operativa	24,46%				
Imposte operative	132.415	190.910	151.992	206.900	300.559

Fonte: Elaborazione personale.

- scenario con lockdown:

- per quanto riguarda i ricavi operativi:

- nel 2019 si è ipotizzato una loro crescita pari a quella del 2018, ossia all'8%;
- nel 2020 si è ipotizzata una loro decrescita del 7%, a causa della crisi da coronavirus (maggiore rispetto all'assenza di lockdown);
- nel 2021 si è ipotizzato un loro parziale recupero con una crescita del 2% (minore rispetto all'assenza di lockdown);
- nel 2022 si è ipotizzato un loro ritorno alla normalità con una crescita pari a quella del 2019, ossia all'8%.

In sintesi:

**TABELLA 21: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO TASSO DI VARIAZIONE**

	2019	2020	2021	2022
Tasso reale di crescita/decrecita ricavi operativi	8%	-7%	2%	8%

Fonte: Elaborazione personale.

- per quanto riguarda i costi operativi monetari:

- per il calcolo dei costi variabili si è utilizzata una percentuale media di allocazione rispetto ai ricavi operativi del 53,11%, calcolata come media delle incidenze dei costi variabili operativi sui ricavi operativi degli ultimi 5 anni (2018-2014); si è calcolata una media sui 5 anni, in quanto si è notato una certa stabilità dell'incidenza percentuale;
- per i costi fissi relativi ai servizi, si è deciso di replicarli per il 2019, mentre di abbatterli del 7% nel 2020 e nel 2021 (periodo crisi da coronavirus), allo scopo nel 2020 di ridurre la caduta dell'EBITDA e nel 2021 di avere un maggiore incremento dell'EBITDA; infine nel 2022 si è deciso di tornare ad avere uno sfruttamento a pieno regime dei servizi come il 2019; si precisa che l'abbattimento percentuale nel

2020 e 2021 è maggiore rispetto all'assenza di lockdown, in quanto in questa fattispecie la caduta del fatturato nel 2020 è maggiore e la ripresa dello stesso nel 2021 è minore;

- per i costi fissi relativi al personale, si è ipotizzato:

- una capacità dell'azienda di assumere 3 dipendenti nel 2019, in quanto in crescita (costo lordo unitario (2018) = costo lordo totale (2018) / dipendenti (2018) = 2.689.809 / 63 = 42.695 euro);

- un loro abbattimento del 7% nel 2020 accedendo allo strumento della cassa integrazione per far fronte al lockdown di inizio e fine anno e allo scopo di ridurre la caduta dell'EBITDA; si precisa che l'abbattimento percentuale è maggiore rispetto all'assenza di lockdown, in quanto è maggiore il ricorso alla cassa integrazione;

- uno sfruttamento della cassa integrazione anche nel 2021 sostenendo gli stessi costi del 2020, in quanto nei primi mesi dell'anno è previsto un ulteriore lockdown e allo scopo di avere una maggiore crescita dell'EBITDA;

- un pieno recupero dei costi stessi nel 2022, in quanto l'azienda torna a crescere; si precisa che rispetto all'assenza di lockdown non sono previste nuove assunzioni, in quanto l'azienda ha affrontato nel 2020 e 2021 una congiuntura più critica;

- per i costi fissi relativi al godimento beni di terzi e agli oneri diversi di gestione, si è deciso di mantenerli costanti nel tempo, in quanto ritenuti indipendenti dalla crisi da coronavirus.

- per quanto riguarda i costi operativi non monetari:

- per il calcolo degli ammortamenti delle immobilizzazioni operative materiali e immateriali si rinvia al piano investimenti;

- per la stima della svalutazione crediti, partendo dalla congiuntura 2018, si è proceduto nel seguente modo:

- si sono stimati i ricavi delle vendite e prestazioni per gli anni 2019, 2020, 2021, 2022 usando lo stesso tasso di crescita/decrecita dei ricavi operativi;
- si è definito un tempo medio di incasso dei crediti verso clienti pari a 90,42 giorni, calcolato come media degli indici di durata media crediti degli ultimi 4 anni (2018-2015);
- si sono stimati i crediti verso clienti con la seguente formula, derivata dall'indice di durata media crediti:

$$(RICAVI * GIORNI MEDI INCASSO / 365) * 1,22$$

- si sono ipotizzate le percentuali di svalutazione crediti per gli anni 2019, 2020, 2021, 2022, dove per gli anni di crisi da coronavirus (2020, 2021) sono state definite percentuali più elevate; si precisa che le percentuali degli anni 2020 e 2021 sono più alte rispetto all'assenza di lockdown, in quanto in questa fattispecie il rischio sui crediti è maggiore;
- si è calcolata la svalutazione crediti, applicando le percentuali stimate ai crediti verso clienti.

In sintesi:

**TABELLA 22: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO SVALUTAZIONE CREDITI**

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
<b>Tasso di crescita/decrecita ricavi</b>		8%	-7%	2%	8%
<b>Ricavi delle vendite e prestazioni</b>	19.203.998	20.740.318	19.288.496	19.674.266	21.248.207
<b>Giorni medi incasso crediti vs clienti</b>		90,42	90,42	90,42	90,42
<b>Crediti vs clienti</b>		6.268.258	5.829.480	5.946.070	6.421.755
<b>Percentuale svalutazione crediti</b>		2%	4%	4%	2%
<b>Svalutazione crediti</b>		125.365	233.179	237.843	128.435

Fonte: Elaborazione personale.

- per quanto riguarda le imposte operative, inizialmente si sono calcolate le incidenze delle stesse (imposte di competenza + 24% degli oneri finanziari) sul reddito operativo (EBIT) degli ultimi 5 anni (2018-2014) e

successivamente, avendo notato un'aliquota decrescente, si è deciso ai fini di una stima affidabile di tali imposte di calcolare un'aliquota media sugli ultimi 2 esercizi (2018-2017) pari a 24,46%, da applicare al reddito operativo.

In sintesi il piano operativo dello scenario con lockdown viene rappresentato nella tabella 23.

**TABELLA 23: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO PIANO OPERATIVO CON LOCKDOWN**

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
<b>Tasso reale di crescita/decrecita ricavi operativi</b>		8%	-7%	2%	8%
<b>Ricavi operativi</b>	19.358.094	20.906.742	19.443.270	19.832.135	21.418.706
<b>Materie prime e consumo/Ricavi operativi</b>	53,11%				
<b>Materie prime e consumo</b>	9.874.475	11.103.570	10.326.320	10.532.847	11.375.475
<b>Costi variabili operativi monetari</b>	9.874.475	11.103.570	10.326.320	10.532.847	11.375.475
<b>Margine di contribuzione</b>	<b>9.483.619</b>	<b>9.803.171</b>	<b>9.116.949</b>	<b>9.299.288</b>	<b>10.043.231</b>
<b>Servizi</b>	4.868.703	4.868.703	4.527.894	4.527.894	4.868.703
<b>Costi del personale</b>	2.689.809	2.817.895	2.620.642	2.620.642	2.817.895
<b>Godimento beni di terzi</b>	483.734	483.734	483.734	483.734	483.734
<b>Oneri diversi di gestione</b>	181.518	181.518	181.518	181.518	181.518
<b>Costi fissi operativi monetari</b>	8.223.764	8.351.850	7.813.788	7.813.788	8.351.850
<b>Costi operativi totali monetari</b>	18.098.239	19.455.421	18.140.109	18.346.635	19.727.325
<b>EBITDA</b>	<b>1.259.855</b>	<b>1.451.321</b>	<b>1.303.161</b>	<b>1.485.500</b>	<b>1.691.381</b>
<b>Variazione EBITDA</b>		15,20%	-10,21%	13,99%	13,86%
<b>Ammortamenti immobilizzazioni materiali e immateriali</b>	473.022	545.458	545.458	545.458	617.894
<b>Svalutazione crediti</b>	199.982	125.365	233.179	237.843	128.435
<b>Costi operativi totali non monetari</b>	673.004	670.823	778.637	783.301	746.329
<b>EBIT</b>	<b>586.851</b>	<b>780.498</b>	<b>524.524</b>	<b>702.199</b>	<b>945.052</b>
<b>Aliquota operativa</b>	24,46%				
<b>Imposte operative</b>	132.415	190.910	128.298	171.758	231.160

Fonte: Elaborazione personale.

Ai fini della costruzione del piano investimenti sono state assunte le seguenti ipotesi:

- scenario senza lockdown:



- per quanto riguarda il flusso di cassa degli investimenti operativi, si nota che:

- l'azienda ha per gli investimenti operativi le seguenti uscite di cassa storiche in euro (la formula utilizzata è – ammortamenti operativi – variazione delle immobilizzazioni operative nette):

<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>-434.373</b>	<b>-424.371</b>	<b>-1.165.871</b>	<b>-1.270.527</b>

Si notano gli investimenti relativi al cambio strategico (rebranding) negli anni 2017 e 2018;

- l'azienda ha nel 2018:

- un flusso di cassa della gestione caratteristica pari a 1.183.453 euro;
- un flusso di cassa degli investimenti operativi pari a -1.270.527 euro;
- un flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) pari a -87.074 euro;

Pertanto, considerando tali fattispecie, si è proceduto alle seguenti stime:

- nel 2019 si è stimato un flusso di cassa degli investimenti operativi (sostituzione ed espansione) più basso del flusso relativo all'anno 2018 e pari a 1/3 del flusso stesso, ossia 423.509 euro, allo scopo, da una parte, di abbassare gli investimenti operativi in modo da avere nel 2019 un flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) positivo (l'FCFO nel 2018 è negativo) e, dall'altra parte, di avere un ammontare degli investimenti operativi 2019 simile agli importi rilevati nel 2015 e 2016;
- nel 2020 e 2021 si sono ipotizzati solo investimenti sostitutivi per 42.351 euro, in quanto la stima di caduta del fatturato nel 2020 e di

parziale ripresa dello stesso nel 2021, a causa della crisi da coronavirus, non permette investimenti espansivi;

- nel 2022 si è stimato un flusso di cassa degli investimenti operativi (sostituzione ed espansione) pari all'anno 2019 (423.509 euro), in quanto in uscita dalla crisi l'azienda torna ad investire.

- per quanto riguarda gli ammortamenti operativi delle immobilizzazioni materiali e immateriali:

- gli ammortamenti 2019 sono stati stimati aggiungendo agli ammortamenti 2018 gli ammortamenti relativi ai nuovi investimenti, pari a  $1/3$  degli ammortamenti degli investimenti 2018, ossia  $(473.022 - 255.714) / 3 = 72.436$  euro, in quanto gli investimenti 2019 sono  $1/3$  di quelli 2018;

- nel 2020 e 2021 non sono previsti cambiamenti nelle quote di ammortamento, in quanto gli investimenti sostitutivi sostituiscono quote di ammortamento;

- gli ammortamenti 2022 sono stati stimati aggiungendo agli ammortamenti 2021 gli ammortamenti relativi ai nuovi investimenti, ossia 72.436 euro, che è la stessa quota del 2019 in quanto l'ammontare investito è lo stesso.

In sintesi il piano investimenti dello scenario senza lockdown viene rappresentato nella tabella 24.

**TABELLA 24: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO PIANO INVESTIMENTI SENZA LOCKDOWN**

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Immobilizzazioni materiali nette	1.413.017	1.972.910				
Immobilizzazioni immateriali nette	711.025	948.637				
Variazione immobilizzazioni operative nette		797.505	-121.949	-503.107	-503.107	-194.385
Ammort. immobilizzazioni materiali e immateriali	255.714	473.022	545.458	545.458	545.458	617.894
Flusso di cassa degli investimenti operativi		-1.270.527	-423.509	-42.351	-42.351	-423.509

Fonte: Elaborazione personale.

- scenario con lockdown:

- per quanto riguarda il flusso di cassa degli investimenti operativi, si nota che:

- l'azienda ha per gli investimenti operativi le seguenti uscite di cassa storiche in euro (la formula utilizzata è – ammortamenti operativi – variazione delle immobilizzazioni operative nette):

<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>-434.373</b>	<b>-424.371</b>	<b>-1.165.871</b>	<b>-1.270.527</b>

Si notano gli investimenti relativi al cambio strategico (rebranding) negli anni 2017 e 2018;

- l'azienda ha nel 2018:

- un flusso di cassa della gestione caratteristica pari a 1.183.453 euro;
- un flusso di cassa degli investimenti operativi pari a -1.270.527 euro;
- un flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) pari a -87.074 euro;

Pertanto, considerando tali fattispecie, si è proceduto alle seguenti stime:

- nel 2019 si è stimato un flusso di cassa degli investimenti operativi (sostituzione ed espansione) più basso del flusso relativo all'anno 2018 e pari a 1/3 del flusso stesso, ossia 423.509 euro, allo scopo, da una parte, di abbassare gli investimenti operativi in modo da avere nel 2019 un flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) positivo (l'FCFO nel 2018 è negativo) e, dall'altra parte, di avere un ammontare degli investimenti operativi 2019 simile agli importi rilevati nel 2015 e 2016;
- nel 2020 e 2021 si sono ipotizzati solo investimenti sostitutivi per 35.292 euro, in quanto la stima della caduta del fatturato nel 2020 e di

parziale ripresa dello stesso nel 2021, a causa della crisi da coronavirus, non permette investimenti espansivi; si precisa che in questa fattispecie gli investimenti sostitutivi sono inferiori rispetto all'assenza di lockdown, in quanto l'azienda limita maggiormente il suo raggio d'azione;

- nel 2022 si è stimato un flusso di cassa degli investimenti operativi (sostituzione ed espansione) pari all'anno 2019 (423.509 euro), in quanto in uscita dalla crisi l'azienda torna ad investire.

- per quanto riguarda gli ammortamenti operativi delle immobilizzazioni immateriali e materiali:

- gli ammortamenti 2019 sono stati stimati aggiungendo agli ammortamenti 2018 gli ammortamenti relativi ai nuovi investimenti, pari ad  $1/3$  degli ammortamenti degli investimenti 2018, ossia  $(473.022 - 255.714) / 3 = 72.436$  euro, in quanto gli investimenti 2019 sono  $1/3$  di quelli 2018;

- nel 2020 e 2021 non sono previsti cambiamenti nelle quote di ammortamento, in quanto gli investimenti sostitutivi sostituiscono quote di ammortamento;

- gli ammortamenti 2022 sono stati stimati aggiungendo agli ammortamenti 2021 gli ammortamenti relativi ai nuovi investimenti, ossia 72.436 euro, che è la stessa quota del 2019 in quanto l'ammontare investito è lo stesso.

In sintesi il piano investimenti dello scenario con lockdown viene rappresentato nella tabella 25.

**TABELLA 25: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO PIANO INVESTIMENTI CON LOCKDOWN**

	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
<b>Immobilizzazioni materiali nette</b>	1.413.017	1.972.910				
<b>Immobilizzazioni immateriali nette</b>	711.025	948.637				
<b>Variazione immobilizzazioni operative nette</b>		797.505	-121.949	-510.166	-510.166	-194.385
<b>Ammort. immobilizzazioni materiali e immateriali</b>	255.714	473.022	545.458	545.458	545.458	617.894
<b>Flusso di cassa degli investimenti operativi</b>		-1.270.527	-423.509	-35.292	-35.292	-423.509

Fonte: Elaborazione personale.

Ai fini della costruzione del piano capitale circolante netto operativo sono state assunte le seguenti ipotesi:

- per quanto riguarda la stima del capitale circolante netto operativo (crediti operativi a breve + scorte – debiti operativi a breve) e della relativa variazione ( $CCNO_{n+1} - CCNO_n$ ), si è proceduto nel seguente modo:

- per la stima dei crediti operativi si è utilizzata la seguente formula, derivata dall'indice di durata media crediti (per semplicità espositiva non si è considerata l'IVA sui crediti vs clienti):

### **RICAVI OPERATIVI \* GIORNI MEDI INCASSO / 365**

Dove:

- i ricavi operativi sono quelli del piano operativo;  
- il tempo medio di incasso dei crediti operativi pari a 90,42 giorni è stato calcolato come media degli indici di durata media crediti degli ultimi 4 anni (2018-2015).

- per la stima dei debiti operativi si è utilizzata la seguente formula, derivata dall'indice di durata media debiti (per semplicità espositiva non si è considerata l'IVA sui debiti vs fornitori):

### **COSTI OPERATIVI \* GIORNI MEDI PAGAMENTO / 365**

Dove:

- i costi operativi sono quelli del piano operativo alla voce costi operativi totali monetari;  
- il tempo medio di pagamento dei debiti operativi pari a 82,32 giorni è stato calcolato come media degli indici di durata media debiti degli ultimi 4 anni (2018-2015).

- per la stima delle scorte si è utilizzata la seguente formula, derivata dall'indice di giorni copertura scorte:

### **MATARIE PRIME E CONSUMO \* GIORNI MEDI GIACENZA / 365**

Dove:

- le materie prime e consumo sono quelle del piano operativo;
- il tempo medio di giacenza scorte pari a 126,60 giorni è stato calcolato come media degli indici giorni copertura scorte degli ultimi 4 anni (2018-2015).

- per quanto riguarda le differenze tra lo scenario senza lockdown rispetto a quello con lockdown, le stesse non si rilevano nelle formule e nelle stime dei tempi medi in giorni (incasso, pagamento, giacenza) in quanto sono uguali, ma derivano dal riporto dal piano operativo dei ricavi operativi, dei costi operativi totali monetari e delle materie prime e consumo, che assumono importi diversi a seconda dello scenario considerato.

In sintesi il piano capitale circolante netto operativo dello scenario senza lockdown viene rappresentato nella tabella 26.

**TABELLA 26: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO PIANO C.C.N.O. SENZA LOCKDOWN**

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
<b>Ricavi operativi</b>		20.906.742	19.861.404	20.655.861	22.308.329
<b>Giorni medi incasso crediti operativi</b>		90,42	90,42	90,42	90,42
<b>Crediti operativi</b>		<b>5.179.144</b>	<b>4.920.187</b>	<b>5.116.994</b>	<b>5.526.354</b>
<b>Costi operativi</b>		19.455.421	18.515.912	19.078.743	20.327.890
<b>Giorni medi pagamento debiti operativi</b>		82,32	82,32	82,32	82,32
<b>Debiti operativi</b>		<b>4.387.864</b>	<b>4.175.972</b>	<b>4.302.910</b>	<b>4.584.635</b>
<b>Materie prime e consumo</b>		11.103.570	10.548.392	10.970.328	11.847.954
<b>Giorni medi giacenza scorte</b>		126,60	126,60	126,60	126,60
<b>Scorte</b>		<b>3.851.266</b>	<b>3.658.703</b>	<b>3.805.051</b>	<b>4.109.455</b>
<b>CCNO</b>	5.085.684	4.642.546	4.402.917	4.619.135	5.051.173
<b>Variazione CCNO</b>		<b>-443.138</b>	<b>-239.629</b>	<b>216.218</b>	<b>432.038</b>

Fonte: Elaborazione personale.

Invece il piano capitale circolante netto operativo dello scenario con lockdown viene rappresentato nella tabella 27.

**TABELLA 27: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO PIANO C.C.N.O. CON LOCKDOWN**

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Ricavi operativi		20.906.742	19.443.270	19.832.135	21.418.706
Giorni medi incasso crediti operativi		90,42	90,42	90,42	90,42
Crediti operativi		<b>5.179.144</b>	<b>4.816.604</b>	<b>4.912.936</b>	<b>5.305.971</b>
Costi operativi		19.455.421	18.140.109	18.346.635	19.727.325
Giorni medi pagamento debiti operativi		82,32	82,32	82,32	82,32
Debiti operativi		<b>4.387.864</b>	<b>4.091.216</b>	<b>4.137.795</b>	<b>4.449.187</b>
Materie prime e consumo		11.103.570	10.326.320	10.532.847	11.375.475
Giorni medi giacenza scorte		126,60	126,60	126,60	126,60
Scorte		<b>3.851.266</b>	<b>3.581.677</b>	<b>3.653.311</b>	<b>3.945.576</b>
CCNO	5.085.684	4.642.546	4.307.065	4.428.452	4.802.359
<b>Variazione CCNO</b>		<b>-443.138</b>	<b>-335.481</b>	<b>121.387</b>	<b>373.907</b>

Fonte: Elaborazione personale.

Ai fini della redazione del piano finanziario (unlevered) per gli anni 2019, 2020, 2021 diviso per lo scenario senza lockdown e quello con lockdown, si devono selezionare opportune grandezze dal piano operativo, da quello degli investimenti e da quello del capitale circolante netto operativo, allo scopo di costruire il flusso di cassa della gestione operativa (FCFO), come rappresentato in figura 19.

**FIGURA 19: FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE OPERATIVA**

<b>EBITDA</b>
- Ammortamenti e accantonamenti caratteristici
<b>= EBIT</b>
- Imposte operative
<b>= NOPAT</b>
+ Ammortamenti e accantonamenti caratteristici
<b>= Flusso "potenziale" della gestione caratteristica</b>
- Variazione CCNO
<b>= Flusso di cassa della gestione caratteristica</b>
- Ammortamenti immobilizzazioni operative
- Variazione immobilizzazioni operative nette
<b>+ Plusvalenze</b>
- Minusvalenze
<b>+ Variazione debiti su immobilizzazioni operative</b>
- Variazione crediti su immobilizzazioni operative
<b>= Flusso di cassa degli investimenti operativi</b>
<b>= Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO)</b>

Fonte: Elaborazione personale.

Si precisa che lo stesso piano deve contenere il flusso FCFO, in quanto va costruito in ottica “unlevered” ed “asset side”.

In altre parole, una volta redatto il piano operativo, quello degli investimenti e quello del capitale circolante netto operativo suddiviso per scenario senza lockdown e quello con lockdown, si deve procedere a selezionare dagli stessi piani le specifiche grandezze utili alla costruzione del flusso di cassa operativo (FCFO) mostrato in figura 19, allo scopo della costruzione del piano finanziario (unlevered) per gli anni 2019, 2020 e 2021, tenendo in considerazione di distinguere adeguatamente le grandezze riferite al piano finanziario dello scenario con lockdown da quelle riferite al piano finanziario dello scenario senza lockdown.

Nella tabella 28 sottostante viene rappresentato il piano finanziario (unlevered) per lo scenario senza lockdown.

**TABELLA 28: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO PIANO FINANZIARIO (UNLEVERED) SENZA LOCKDOWN**

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
EBITDA	1.451.321	1.345.492	1.577.118
- Ammortamenti e accantonamenti caratteristici	670.823	724.103	731.249
= EBIT	780.498	621.389	845.869
- Imposte operative	190.910	151.992	206.900
= NOPAT	589.588	469.397	638.969
+ Ammortamenti e accantonamenti caratteristici	670.823	724.103	731.249
= Flusso "potenziale" della gestione caratteristica	1.260.411	1.193.501	1.370.219
- Variazione CCNO	-443.138	-239.629	216.218
= Flusso di cassa della gestione caratteristica	<b>1.703.549</b>	<b>1.433.130</b>	<b>1.154.000</b>
- Ammortamenti immobilizzazioni operative	545.458	545.458	545.458
- Variazione immobilizzazioni operative nette	-121.949	-503.107	-503.107
+ Plusvalenze			
- Minusvalenze			
+ Variazione debiti su immobilizzazioni operative			
- Variazione crediti su immobilizzazioni operative			
= Flusso di cassa degli investimenti operativi	-423.509	-42.351	-42.351
= Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO)	<b>1.280.040</b>	<b>1.390.779</b>	<b>1.111.650</b>

Fonte: Elaborazione personale.



Invece nella tabella 29 sottostante viene rappresentato il piano finanziario (unlevered) per lo scenario con lockdown.

**TABELLA 29: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO PIANO FINANZIARIO (UNLEVERED) CON LOCKDOWN**

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
EBITDA	1.451.321	1.303.161	1.485.500
- Ammortamenti e accantonamenti caratteristici	670.823	778.637	783.301
= EBIT	780.498	524.524	702.199
- Imposte operative	190.910	128.298	171.758
= NOPAT	589.588	396.225	530.441
+ Ammortamenti e accantonamenti caratteristici	670.823	778.637	783.301
= Flusso "potenziale" della gestione caratteristica	1.260.411	1.174.862	1.313.742
- Variazione CCNO	-443.138	-335.481	121.387
= Flusso di cassa della gestione caratteristica	<b>1.703.549</b>	<b>1.510.343</b>	<b>1.192.355</b>
- Ammortamenti immobilizzazioni operative	545.458	545.458	545.458
- Variazione immobilizzazioni operative nette	-121.949	-510.166	-510.166
+ Plusvalenze			
- Minusvalenze			
+ Variazione debiti su immobilizzazioni operative			
- Variazione crediti su immobilizzazioni operative			
= Flusso di cassa degli investimenti operativi	-423.509	-35.292	-35.292
= Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO)	<b>1.280.040</b>	<b>1.475.051</b>	<b>1.157.063</b>

Fonte: Elaborazione personale.

Una volta individuato il flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) per lo scenario senza lockdown e quello per lo scenario con lockdown, gli stessi due flussi vanno ponderati per le loro probabilità di accadimento, allo scopo di ottenere il flusso di cassa della gestione operativa ponderato degli anni 2019, 2020, 2021, come evidenziato in tabella 30.

**TABELLA 30: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO FCFO PONDERATO**

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	Probabilità
Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) senza lockdown	1.280.040	1.390.779	1.111.650	30%
Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) con lockdown	1.280.040	1.475.051	1.157.063	70%
Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) ponderato	<b>1.280.040</b>	<b>1.449.769</b>	<b>1.143.439</b>	

Fonte: Elaborazione personale.

#### 4.4.3 L'individuazione del terminal value (unlevered)

Ai fini della determinazione del terminal value (unlevered), dal punto di vista dello scrivente, prendere il flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) dell'anno 2021 e incrementarlo di un tasso  $g$  è errato, in quanto la congiuntura dell'anno 2022 è diversa da quella dell'anno 2021; infatti nell'anno 2022 si considerano non solo gli investimenti sostitutivi, ma anche quelli espansivi e di conseguenza il flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) dell'anno 2022 è inferiore. In altre parole prendere il flusso FCFO anno 2021 e incrementarlo di un tasso  $g$  comporta una sovrastima del flusso FCFO anno 2022 e quindi anche dello stesso terminal value.

Pertanto si è proceduto a stimare nel dettaglio il flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) dell'anno 2022, selezionando specificatamente le grandezze necessarie dal piano operativo, da quello investimenti e da quello del capitale circolante netto operativo, facendo attenzione a distinguere tra le grandezze relative allo scenario senza lockdown e quelle riguardanti lo scenario con lockdown (per la costruzione del flusso FCFO si rinvia alla figura 19 del paragrafo precedente).

Nella tabella 31 sotto riportata si evidenzia la costruzione del flusso FCFO dell'anno 2022 per lo scenario senza lockdown.

**TABELLA 31: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO FCFO 2022 SENZA LOCKDOWN**

	31/12/2022
EBITDA	1.980.439
- Ammortamenti e accantonamenti caratteristici	751.664
= EBIT	1.228.776
- Imposte operative	300.559
= NOPAT	928.217
+ Ammortamenti e accantonamenti caratteristici	751.664
= Flusso "potenziale" della gestione caratteristica	1.679.881
- Variazione CCNO	432.038
= Flusso di cassa della gestione caratteristica	<b>1.247.843</b>
- Ammortamenti immobilizzazioni operative	617.894
- Variazione immobilizzazioni operative nette	-194.385
+ Plusvalenze	
- Minusvalenze	
+ Variazione debiti su immobilizzazioni operative	
- Variazione crediti su immobilizzazioni operative	
= Flusso di cassa degli investimenti operativi	-423.509
= Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO)	<b>824.334</b>

Fonte: Elaborazione personale.

Invece nella tabella 32 sotto riportata si evidenzia la costruzione del flusso FCFO dell'anno 2022 per lo scenario con lockdown.

**TABELLA 32: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO FCFO 2022 CON LOCKDOWN**

	31/12/2022
EBITDA	1.691.381
- Ammortamenti e accantonamenti caratteristici	746.329
= EBIT	945.052
- Imposte operative	231.160
= NOPAT	713.892
+ Ammortamenti e accantonamenti caratteristici	746.329
= Flusso "potenziale" della gestione caratteristica	1.460.221
- Variazione CCNO	373.907
= Flusso di cassa della gestione caratteristica	<b>1.086.314</b>
- Ammortamenti immobilizzazioni operative	617.894
- Variazione immobilizzazioni operative nette	-194.385
+ Plusvalenze	
- Minusvalenze	
+ Variazione debiti su immobilizzazioni operative	
- Variazione crediti su immobilizzazioni operative	
= Flusso di cassa degli investimenti operativi	<b>-423.509</b>
= Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO)	<b>662.805</b>

Fonte: Elaborazione personale.

Una volta individuato il flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) per lo scenario senza lockdown e quello per lo scenario con lockdown, gli stessi due flussi vanno ponderati per le loro probabilità di accadimento, allo scopo di ottenere il flusso di cassa della gestione operativa ponderato dell'anno 2022, come evidenziato in tabella 33.

**TABELLA 33: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO FCFO PONDERATO**

	31/12/2022	Probabilità
Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) senza lockdown	824.334	30%
Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) con lockdown	662.805	70%
Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO) ponderato	<b>711.264</b>	

Fonte: Elaborazione personale.

Per la stima del terminal value (unlevered) in ipotesi steady growth bisogna applicare al FCFO ponderato anno 2022 la formula di "Gordon".

Tale formula si presenta nel seguente modo:

$$\mathbf{T.V.}_n = \mathbf{FCFO}_{n+1} / (i - g)$$

Dove:

- T.V. è il valore terminale (terminal value) dell'anno n;
- FCFO è il flusso di cassa della gestione operativa perpetuo dell'anno n+1;
- i è il tasso di attualizzazione;
- g è il tasso annuo di crescita costante.

Si ricorda che in caso di scenario steady growth ( $g > 0$ ), all'interno del  $FCFO_{n+1}$  bisogna considerare non solo gli investimenti di sostituzione, ma anche quelli di espansione a sostegno della crescita.

Applicando la formula di "Gordon" al caso concreto allo scopo di stimare il terminal value (unlevered), si ha che:

- $FCFO_{n+1}$  = FCFO ponderato al 31/12/2022 = 711.264 (comprensivo sia di investimenti di sostituzione, che di espansione);
- i = costo del capitale proprio unlevered =  $K_o$  = 13,26% (per la spiegazione di come viene calcolato tale tasso si rinvia al paragrafo 4.4.4);
- g = tasso di variazione del PIL reale anno 2022, ipotizzando che tale tasso rimanga costante in perpetuo = 3,2% (fonte rapporto Cerved PMI 2020).

Di conseguenza:

$$\mathbf{T. V. al 01/01/2022 = 711.264 / (13,26\% - 3,2\%) = 7.070.639}$$

A conclusione del paragrafo si riporta una precisazione sulla scelta del tasso g. Si ricorda che i PIV nella parte dei principi per specifiche attività al punto III.1.37 nei commenti al sesto verso dicono che "(...) La stima del saggio g richiede uno sforzo dell'esperto sul fronte dell'analisi fondamentale finalizzato a comprendere la sostenibilità del vantaggio competitivo di cui gode l'azienda al momento della valutazione nel lungo periodo; tale sforzo va fatto nella consapevolezza che i vantaggi competitivi sono destinati a ridursi o a esaurirsi nel tempo per effetto della

naturale dinamica competitiva. (...) Ferma restando l'imprescindibilità dell'analisi fondamentale, occorre anche considerare che nel lungo periodo il tasso di crescita di un'azienda tende a quello tipico del settore, il quale a sua volta tende al tasso di crescita dell'economia in generale. (...)"

Pertanto, *nel rispetto dei PIV*, ai fini della stima del tasso  $g$  non potendo svolgere l'analisi fondamentale su tale tasso e non conoscendo il tasso di crescita settoriale, si è posto  $g$  uguale al tasso di variazione del PIL reale ipotizzando che lo stesso rimanga costante in perpetuo, in quanto si ritiene il PIL reale un indicatore affidabile del tasso di crescita dell'economia in generale a cui deve tendere  $g$  nel lungo periodo.

#### 4.4.4 La scelta dei tassi di attualizzazione

Per la definizione dei tassi di attualizzazione si procede nel seguente modo:

- nei tassi non viene prezzato il rischio da crisi da coronavirus, in quanto già considerato all'interno dei flussi di cassa della gestione operativa (FCFO);
- si considera non utile ai fini valutativi prezzare un size premium come richiesto dai PIV nei principi per specifiche attività al punto III.2.4., in quanto la carenza di base informativa non permette la sua individuazione;
- per lo sconto della parte unlevered VAN (piano finanziario e terminal value):
  - all'interno del costo del capitale proprio unlevered  $K_0$  si considera anche una componente di rischio specifico pari al 2%, in quanto il piano è soggettivo e redatto dallo scrivente con conseguenti rischi di esecuzione e di qualità dello stesso e di conseguenza il proprietario, percependo un maggiore rischio, richiede una remunerazione più alta;
- per lo sconto della parte levered VANF (scudi fiscali e costi del dissesto):
  - il costo del debito  $K_d$ , non avendo Vebi Istituto Biochimico s.r.l. obbligazioni, viene approssimato con il ROD = oneri finanziari / debito bancario;
  - all'interno del costo del capitale proprio unlevered  $K_0$  non si considera la componente di rischio specifico pari al 2%, in quanto la componente legata ai costi del dissesto è oggettiva e indipendente dallo scrivente e di conseguenza non influisce sulle attese di rendimento del proprietario.

Pertanto:

- *il tasso di attualizzazione  $K_0$  della parte unlevered (VAN), ai fini dello sconto del piano finanziario e del terminal value*, viene calcolato attraverso il capital asset pricing model (CAPM) di “base” *integrato* con l’aggiunta di un premio per il rischio specifico pari al 2%:

$$K_0 = r_f + \beta_{UN} * (r_m - r_f) + Pr.Az = - 0,50\% + 1,39 * 8,46\% + 2\% = 13,26\%$$

Dove:

- 0,50% è il tasso risk free del BUND a 10 anni;
  - 1,39 è il beta unlevered di un campione di imprese comparabili sotto il profilo del rischio operativo a Vebi Istituto Biochimico s.r.l. (fonte [pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/));
  - 8,46% è l’equity risk premium italia (fonte [pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/));
  - 2% è il premio per il rischio specifico.
- *i tassi di attualizzazione della parte levered (VANF), ai fini dello sconto degli scudi fiscali e dei costi del dissesto*, vengono calcolati nel seguente modo:
- per lo sconto degli scudi fiscali si utilizza il costo del debito  $K_d$ , che viene approssimato al ROD:

$$K_d \approx ROD = \text{oneri finanziari (2018)} / \text{debito bancario (2018)} \\ = 190.168 / 5.669.484 = 3,35\%$$

- per lo sconto dei costi del dissesto si utilizza il costo del capitale proprio unlevered  $K_0$ , che viene calcolato con il capital asset pricing model (CAPM) di “base”:

$$K_0 = r_f + \beta_{UN} * (r_m - r_f) = - 0,50\% + 1,39 * 8,46\% = 11,26\%$$

Dove:

- 0,50% è il tasso risk free del BUND a 10 anni;
- 1,39 è il beta unlevered di un campione di imprese comparabili sotto il profilo del rischio operativo a Vebi Istituto Biochimico s.r.l. (fonte [pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/))

pages.stern.nyu.edu/~adamodar/);

-8,46% è l'equity risk premium italia (fonte pages.stern.nyu.edu/~adamodar/).

#### 4.4.5 La stima del capitale economico

Per la stima del capitale economico (equity value) di Vebi Istituto Biochimico s.r.l. si deve procedere inizialmente a riportare i valori individuati nei paragrafi 4.4.2, 4.4.3, 4.4.4 all'interno delle seguenti formule<sup>1</sup>:

$$\text{VAM (enterprise value)} = \text{VAN} + \text{VANF}$$

$$\text{VAN} = \text{valore attuale flussi piano finanziario} + \text{valore attuale terminal value}$$

$$= \frac{\text{FCFO}_{31/12/2019}}{(1 + K_o)} + \frac{\text{FCFO}_{31/12/2020}}{(1 + K_o)^2} + \frac{\text{FCFO}_{31/12/2021}}{(1 + K_o)^3} + \frac{\text{T. V.}_{01/01/2022}}{(1 + K_o)^3}$$

$$\text{VANF} = \text{valore attuale scudi fiscali} - \text{valore attuale costi del dissesto}$$

$$= \frac{D_{2018} * K_d * t}{K_d} - \frac{D_{2018} * (K_d - r_f)}{K_o}$$

Pertanto:

$$\text{VAN} = \frac{1.280.040}{(1 + 13,26\%)} + \frac{1.449.769}{(1 + 13,26\%)^2} + \frac{1.143.439}{(1 + 13,26\%)^3} + \frac{7.070.639}{(1 + 13,26\%)^3} = 7.914.114$$

---

<sup>1</sup> La formula è la stessa di quella presentata nel paragrafo 4.3, solo che in quel caso vale sotto l'ipotesi steady state, qui invece viene adattata al caso concreto.

$$\text{VANF} = \frac{5.669.484 * 3,35\% * 24\%}{3,35\%} - \frac{5.669.484 * (3,35\% - (-0,50\%))}{11,26\%} = -580.062$$

$$\text{VAM (enterprise value)}_{01/01/2019} = \text{VAN} + \text{VANF} = 7.914.114 + (-580.062) = 7.334.053$$

Successivamente una volta stimato l'enterprise value, si procede alla stima del capitale economico di Vebi Istituto Biochimico s.r.l. attraverso la seguente formula:

$$\text{CAPITALE ECONOMICO (equity value)} = \text{VAM (enterprise value)} - \text{POS. FIN. NETTA} + \text{SURPLUS ASSETS}$$

Pertanto:

$$\begin{aligned} \text{CAPITALE ECONOMICO}_{01/01/2019} &= \text{VAM}_{01/01/2019} - \text{POS. FIN. NETTA}_{2018} + \text{SURPLUS ASSETS}_{2018} \\ &= 7.334.053 - 4.458.497 + 1.333 = 2.876.889 \end{aligned}$$

Lo scrivente reputa la stima del valore di mercato all'01/01/2019 (capitale economico) di Vebi Istituto Biochimico s.r.l. pari a 2.876.889 euro affidabile, in quanto il valore del patrimonio netto a valore contabili dell'azienda stessa all'01/01/2019 vale 2.631.996 euro; pertanto il valore stimato è vicino a quello contabile e la differenza pari a 244.893 euro rappresenta il computo dell'avviamento che non si riflette nei valori contabili e deve essere considerato, in quanto Vebi Istituto Biochimico s.r.l. è un'azienda operante, in continuità aziendale e in crescita.

Nonostante ciò nel prossimo paragrafo si confronta il valore calcolato con metodi di stima alternativi, al fine di dare maggiore evidenza all'affidabilità del valore stesso.



#### 4.5 La sintesi valutativa e il confronto tra stime

Nel paragrafo precedente abbiamo stimato il valore di mercato di Vebi Istituto Biochimico s.r.l. con il criterio del valore attuale modificato (VAM), in quanto permette di superare la problematica connessa alla mancata conoscenza del valore di mercato del patrimonio netto (capitalizzazione di borsa), che sorge nelle valutazioni delle imprese non quotate in borsa.

Nello stesso paragrafo inoltre si è fatto un primo confronto del valore stimato con il valore contabile del patrimonio netto e dallo stesso si è ottenuto un esito positivo.

In questo paragrafo invece si procede a confrontare la stima stessa, ottenuta con il VAM, con quella derivante da tre metodi di valutazione alternativi, allo scopo di verificarne l'affidabilità:

- 1) valutazione attraverso il costo medio ponderato del capitale (WACC), un metodo non adatto per stimare il valore di imprese non quotate, ma che con opportuni correttivi nel foglio di calcolo ottenuti collegando tra di loro celle identiche è comunque utilizzabile (nel caso particolare si connettono tra di loro le celle inerenti al valore dell'equity);
- 2) valutazione attraverso un multiplo (fonte [pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/));
- 3) valutazione attraverso il costo medio ponderato del capitale (WACC), ma con stima di  $K_e$  e  $K_d$  attraverso un approccio basato sulle probabilità di sopravvivenza e di fallimento e non tramite rispettivamente il capital asset pricing model (CAPM) e il ROD.

1) Inizialmente è stato selezionato il beta unlevered di un campione di imprese comparabili sotto il profilo del rischio operativo a Vebi Istituto Biochimico s.r.l. pari a 1,39 (fonte [pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)); successivamente con la formula di "Hamada" si è stimato il beta levered nel seguente modo:

$$\beta_L = \beta_{UN} * (1 + [(D/E) * (1 - t)]) = 1,39 * (1 + [(5.669.484 / 4.205.950) * (1 - 24%)]) = 2,81$$

Poi attraverso il capital asset pricing model (CAPM) è stato calcolato il costo del capitale proprio levered  $K_e$ , come sotto mostrato:

$$K_e = r_f + \beta_L * (r_m - r_f) + Pr.Az = - 0,50\% + 2,81 * 8,46\% + 2\% = 25,31\%$$

Dove:

- - 0,50% è il tasso risk free del BUND a 10 anni;
- 2,81 è il beta levered;
- 8,46% è l'equity risk premium italia (fonte pages.stern.nyu.edu/~adamodar/);
- 2% è il premio per il rischio specifico.

Il costo del debito è invece stato approssimato con il ROD nel seguente modo:

$$K_d \approx ROD = \text{oneri finanziari (2018)} / \text{debito bancario (2018)} \\ = 190.168 / 5.669.484 = 3,35\%$$

Di conseguenza attraverso la conoscenza di  $K_e$  e  $K_d$  è stato stimato il costo medio ponderato del capitale (WACC) con la seguente formula:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d (1 - t) \frac{D}{E + D} \\ = 25,31\% \frac{4.205.950}{9.875.434} + 3,35\% (1 - 24\%) \frac{5.669.484}{9.875.434} = 12,24\%$$

Successivamente prima si è stimato l'enterprise value all'01/01/2019 e poi il capitale economico (equity value) all'01/01/2019 con le seguenti formule (i flussi FCFO del piano finanziario e del terminal value derivano dai paragrafi 4.4.2 e 4.4.3):

$$VAN (\text{enterprise value})_{01/01/2019} = \text{valore attuale flussi piano finanziario} + \text{valore attuale terminal value} \\ = \frac{FCFO_{31/12/2019}}{(1 + WACC)} + \frac{FCFO_{31/12/2020}}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCFO_{31/12/2021}}{(1 + WACC)^3} + \frac{FCFO_{31/12/2022}}{(1 + WACC)^3} \frac{WACC - g}{WACC - g}$$

$$= \frac{1.280.040}{(1 + 12,24\%)} + \frac{1.449.769}{(1 + 12,24\%)^2} + \frac{1.143.439}{(1 + 12,24\%)^3} + \frac{711.264}{(1 + 12,24\%)^3} = 8.663.114$$

$$\begin{aligned} \text{CAPITALE ECONOMICO}_{01/01/2019} &= \text{ENTERPRISE VALUE}_{01/01/2019} - \text{POS. FIN. NETTA}_{2018} + \text{SURPLUS ASSETS}_{2018} \\ &= 8.663.114 - 4.458.497 + 1.333 = 4.205.950 \end{aligned}$$

Si ricorda che teoricamente la valutazione tramite WACC non è affidabile se utilizzata per valutare imprese non quotate, in quanto non si conosce il valore di mercato del patrimonio netto; ma empiricamente è comunque fattibile con una connessione tra celle nel foglio di lavoro: infatti nelle formule sopra esposte si nota che il valore del capitale economico (valore di mercato del patrimonio netto) è lo stesso dei valori di E (equity) presenti all'interno della formula di "Hamada" e del WACC.

2) Dalla fonte [pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/) lo scrivente ha selezionato il multiplo asset side di un campione di imprese europee comparabili a Vebi Istituto Biochimico s.r.l. alla data 01/01/2019; pertanto:

$$\text{MULTIPLO ENTERPRISE VALUE / EBITDA}_{01/01/2019} = 5,92$$

$$\text{EBITDA Vebi Istituto Biochimico s.r.l.}_{2018} = 1.259.855$$

$$\begin{aligned} \text{ENTERPRISE VALUE}_{01/01/2019} &= \text{MULTIPLO} * \text{EBITDA} = 5,92 * 1.259.855 \\ &= 7.458.342 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{CAP. ECONOMICO}_{01/01/2019} &= \text{ENTERPRISE VALUE}_{01/01/2019} - \text{POS. FIN. NETTA}_{2018} \\ &= 7.458.342 - 4.458.497 = 2.999.845 \end{aligned}$$

3) Si è proceduto inizialmente a stimare il costo del capitale proprio levered  $K_e$  e il costo del debito  $K_d$  secondo un approccio basato sulle probabilità di sopravvivenza e di fallimento, attraverso le seguenti formule:

$$K_e = \frac{i}{p} + \frac{1-p}{p} = \frac{0,62\%}{96,50\%} + \frac{3,50\%}{96,50\%} = 4,27\%$$

$$K_d = \frac{i}{p} - \frac{1-p}{p} * rb = \frac{0,62\%}{96,50\%} - \frac{3,50\%}{96,50\%} * -45\% = 2,27\% \quad \text{con } -1 \leq rb \leq i$$

Dove:

- $i = 0,62\%$  è il tasso privo di rischio di un BTP a 10 anni;
- $p = 96,50\%$  è la probabilità di sopravvivenza, individuata secondo i seguenti step successivi:
  - calcolo dell'indice di copertura degli oneri finanziari =  $EBIT_{2018} / ONERI\ FINANZIARI_{2018} = 586.851 / 190.168 = 3,086$ ;
  - individuazione del relativo indice di rating pari a BB (fonte [pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/));
  - identificazione della relativa probabilità di sopravvivenza pari a  $96,50\%$  (fonte Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study 2019).
- $1 - p = 1 - 96,50\% = 3,50\%$  è la probabilità di fallimento;
- $rb = -45\%$  è il tasso di perdita in caso di default, che è stato scelto dallo scrivente.

Successivamente si è stimato il costo medio ponderato del capitale (WACC), attraverso la seguente formula:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

$$= 4,27\% \frac{70.737.547}{76.407.031} + 2,27\% (1 - 24\%) \frac{5.669.484}{76.407.031} = 4,08\%$$

Infine prima si è stimato l'enterprise value all'01/01/2019 e poi il capitale economico (equity value) all'01/01/2019 con le seguenti formule (i flussi FCFO del piano finanziario e del terminal value derivano dai paragrafi 4.4.2 e 4.4.3):

$$\text{VAN (enterprise value)}_{01/01/2019} = \text{valore attuale flussi piano finanziario} + \text{valore attuale terminal value}$$

$$= \frac{\text{FCFO}_{31/12/2019}}{(1 + \text{WACC})} + \frac{\text{FCFO}_{31/12/2020}}{(1 + \text{WACC})^2} + \frac{\text{FCFO}_{31/12/2021}}{(1 + \text{WACC})^3} + \frac{\text{FCFO}_{31/12/2022}}{\text{WACC} - g} \cdot \frac{1}{(1 + \text{WACC})^3}$$

$$= \frac{1.280.040}{(1 + 4,08\%)} + \frac{1.449.769}{(1 + 4,08\%)^2} + \frac{1.143.439}{(1 + 4,08\%)^3} + \frac{711.264}{4,08\% - 3,2\%} \cdot \frac{1}{(1 + 4,08\%)^3} = 75.194.711$$

$$\text{CAPITALE ECONOMICO}_{01/01/2019} = \text{ENTERPRISE VALUE}_{01/01/2019} - \text{POS. FIN. NETTA}_{2018} + \text{SURPLUS ASSETS}_{2018}$$

$$= 75.194.711 - 4.458.497 + 1.333 = 70.737.457$$

Si ricorda che teoricamente la valutazione tramite WACC non è affidabile se utilizzata per valutare imprese non quotate, in quanto non si conosce il valore di mercato del patrimonio netto; ma empiricamente è comunque fattibile con una connessione tra celle nel foglio di lavoro: infatti nelle formule sopra esposte si nota che il valore del capitale economico (valore di mercato del patrimonio netto) è lo stesso del valore di E (equity) presente all'interno del WACC.

In sintesi nei paragrafi 4.4.5 e 4.5 si è stimato il capitale economico di Vebi Istituto Biochimico s.r.l. attraverso un criterio principale (par. 4.4.5) e dei criteri alternativi ai fini del controllo (par 4.5). La tabella 34 sottostante riassume i risultati ottenuti:

TABELLA 34: VEBI ISTITUTO BIOCHIMICO SINTESI VALUTATIVA (valori in euro)

PATRIMONIO NETTO A VALORI CONTABILI	VALUTAZIONE PRINCIPALE: VALORE ATTUALE MODIFICATO (VAM)	VALUTAZIONE DI CONTROLLO: WACC	VALUTAZIONE DI CONTROLLO: MULTIPLO	VALUTAZIONE DI CONTROLLO: APPROCCIO PROBABILISTICO
2.631.996	2.876.889	4.205.950	2.999.845	70.737.457

Fonte: Elaborazione personale.

Dal punto di vista dello scrivente, ai fini della valutazione di Vebi Istituto Biochimico s.r.l. al 01/01/2019, in quanto azienda di medie dimensioni e avendo a disposizione una base informativa ridotta, il punto di partenza e di riferimento deve essere il patrimonio netto a valori contabili pari a 2.631.996 euro, perché grandezza oggettiva fondata sulle normative di riferimento.

Si reputa il valore di 2.876.889 euro derivante dall'applicazione del valore attuale modificato (VAM) *affidabile e migliore del valore contabile*, in quanto rileva anche la componente di avviamento (244.893 euro) non riflessa nei dati contabili e che deve essere considerata, perché Vebi Istituto Biochimico s.r.l. è un'azienda operante, in continuità aziendale e in crescita.

Tale valore trova conferma anche attraverso l'applicazione di un multiplo (valore pari a 2.999.845 euro), in quanto la differenza tra il valore derivante dal VAM e quello proveniente dal multiplo è minima; il multiplo sconta solo una maggior componente di avviamento (367.849 euro).

Sono da scartare sia la valutazione con il WACC con Ke e Kd calcolati rispettivamente con il CAPM e il ROD, sia quella con il WACC dove Ke e Kd sono stimati con l'approccio probabilistico, in quanto dal punto di vista dello scrivente:

- la prima stima pari a 4.205.950 euro sconta una componente di avviamento troppo elevata per una azienda come Vebi Istituto Biochimico s.r.l., che pesa più della metà del patrimonio netto contabile;
- la seconda stima pari a 70.737.457 euro conduce a un valore fuorviante.

Pertanto una conferma che il costo medio ponderato del capitale (WACC) non è adatto per stimare il capitale economico di piccole e medie imprese non quotate, *in quanto non si conosce il valore di mercato del patrimonio netto*.

In sintesi Vebi Istituto Biochimico s.r.l. al 01/01/2019 vale 2.876.889 euro.

#### 4.6 Il paragone tra la metodologia usata e i metodi evidenziati nella ricerca empirica

Nel paragrafo 3.7 dall'analisi di una ricerca empirica sulle perizie di stima è emerso che nella valutazione delle PMI oggetto di trasferimento i metodi maggiormente utilizzati dai professionisti-valutatori italiani sono quello patrimoniale e quello misto.

Nel presente lavoro invece si è utilizzato un criterio di derivazione del metodo finanziario, ossia il valore attuale modificato (VAM) con utilizzo di flussi finanziari.

Dal punto dello scrivente, essendo la responsabilità del professionista-valutatore elevata (vedi paragrafo 1.8.4), la scelta dei professionisti al metodo patrimoniale e a quello misto è dovuta al fatto che ancorano le loro valutazioni, con successivi adeguamenti, ad un valore oggettivo come il patrimonio netto contabile, al fine di ridurre le proprie responsabilità.

Pertanto per ottenere le stesse limitazioni di responsabilità anche con il VAM avrebbe senso utilizzare tale criterio attraverso un unico flusso perpetuo medio normale in ipotesi "steady state" o "steady growth", come anche confermato dal Dottore CECCHETTO ANDREA che nell'articolo *"La valutazione delle PMI dopo l'introduzione dei PIV: spunti di riflessione"*, RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI, fascicolo 1, volume 70, anno 2019, pag. 21-22, al punto 5 afferma: "Applicare preferibilmente versioni sintetiche delle varie metodologie – finanziaria, reddituale o mista – al fine di ovviare alla carenza di dati prospettici credibili che impediscono stime puntuali per il futuro."

Comunque, dal punto di vista dello scrivente, utilizzare il VAM in maniera più articolata al fine di cogliere specifiche congiunture (ad esempio la crisi da coronavirus) come fatto al capitolo 4 non è sbagliato, se l'esito valutativo è ritenuto affidabile e accettabile.

In sintesi la scelta del metodo va valutata in base al caso oggetto di studio, dopo una sua approfondita analisi, *tenendo conto anche delle responsabilità in capo al professionista-valutatore e del tempo a sua disposizione*. È preferibile utilizzare metodi valutativi semplificati *con tutte le conseguenti approssimazioni del caso*, soprattutto in presenza di base informativa ridotta, ma comunque usare metodologie più complesse e articolate non è sbagliato, *se il risultato finale è ritenuto affidabile e accettabile*.





## CONCLUSIONE

In questo lavoro si è potuto constatare che la valutazione d'azienda è un procedimento strutturato e articolato, che presuppone conoscenze economiche diversificate.

Svariate sono le finalità per le quali può essere richiesto un esercizio valutativo e, comunque, in ogni caso è sempre il metodo che deve adattarsi al caso oggetto di studio. Inoltre la scelta del metodo avviene tenendo in considerazione le responsabilità in capo al professionista-valutatore e il tempo a sua disposizione.

Ad ogni modo l'entrata in vigore in Italia dei principi italiani di valutazione (PIV) a partire dal 2016 ha permesso di fornire importanti linee guida ai professionisti che decidono di aderirvi, allo scopo di permettere agli stessi di ottenere valutazioni maggiormente affidabili e ancorate a principi oggettivi.

L'analisi svolta in questo lavoro ha permesso di individuare inizialmente le generalità della valutazione d'azienda, successivamente le metodologie di valutazione, poi le criticità che si presentano nella valutazione delle piccole e medie imprese e infine è stato presentato un caso di valutazione di una PMI a sostegno di quanto esposto. Il tutto è stato sostenuto attraverso le linee guida dei principi italiani di valutazione, richiamati di volta in volta nei vari capitoli affrontati.

Il lavoro ha permesso di evidenziare, da una parte, come l'Italia sia un paese prevalentemente composto da micro, piccole e medie imprese dalle quali deriva la maggior parte del fatturato e, dall'altra parte, che ad oggi non esistono dei specifici principi italiani di valutazione da applicare alle PMI, pertanto si deve procedere ad adattamento dei PIV esistenti: infatti attualmente sono pochi i punti all'interno dei PIV relativi alla valutazione delle PMI.

Inoltre si è evidenziato come la valutazione delle PMI a causa delle loro peculiarità, come ad esempio la carenza di base informativa, la mancanza di sistemi di pianificazione e controllo, la commistione tra il patrimonio aziendale e quello familiare, comporti evidenti criticità di valutazione, con la conseguenza di dover adottare necessarie semplificazioni o rettifiche o approssimazioni nelle metodologie valutative.

A chiusura del presente lavoro si è presentato un caso applicativo di valutazione di una media impresa, ossia Vebi Istituto Biochimico s.r.l., dove a causa di una base informativa limitata si è optato per l'utilizzo del criterio del valore attuale modificato

(VAM) che, ad ogni modo, ha permesso di superare le limitazioni della mancata conoscenza del valore di mercato del patrimonio netto, in quanto l'azienda analizzata non è quotata; dalla valutazione con il VAM si è ottenuto una stima affidabile e accettabile dell'azienda analizzata, confermata anche da un controllo attraverso una valutazione con i multipli. Inoltre lo stesso caso ha anche evidenziato la non correttezza nell'usare il metodo del costo medio ponderato del capitale (WACC) per la valutazione di piccole e medie entità.

In sintesi nella valutazione di una piccola e media impresa non esiste un metodo preferibile agli altri, bisogna analizzare ogni casistica singolarmente. I professionisti-valutatori preferiscono utilizzare i metodi patrimoniali o i metodi misti, in quanto come punto di partenza utilizzano il patrimonio netto contabile, ossia una grandezza oggettiva. Ad ogni modo utilizzare criteri alternativi come il valore attuale modificato (VAM) non è sbagliato, al fine di ovviare ai limiti intrinseci del costo medio ponderato del capitale (WACC) per la valutazione di imprese non quotate; è preferibile utilizzare tale criterio attraverso forme semplificate con un unico flusso perpetuo medio normale, ma configurazioni più complesse (ad esempio modello a due o più stadi) non sono sbagliate se il risultato finale è comunque affidabile e accettabile. Infine il metodo dei multipli è consigliato usarlo sempre come metodo di controllo, ma solo quando il suo valore è affidabile, in quanto nella valutazione di piccole e medie imprese esiste una difficoltà a individuare un campione di imprese comparabili a quella oggetto di studio.

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

MANCIN MORENO, *Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali: risvolti contabili, civilistici e fiscali*, Giappichelli editore, Torino, 2016

*Politiche finanziarie e strategie di investimento*, McGraw-Hill editore, 2019

*Finanza aziendale*, McGraw-Hill editore, 2018

SOSTERO UGO, CERBIONI FABRIZIO, SACCON CHIARA, *Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS*, 2° edizione, McGraw-Hill editore, 2018

BELTRAME FEDERICO, CAPPELLETTO ROBERTO, *Valutazione finanziaria e rischio nelle piccole e medie imprese*, Giappichelli editore, 2013

DAMODARAN ASWATH, *Valutazione delle aziende*, Maggioli editore, 2014

DAMODARAN ASWATH, ROGGI OLIVIERO, *Elementi di finanza aziendale e risk management: la gestione d'impresa tra valore e rischio*, Maggioli editore, 2016

CORBELLA SILVANO, LIBERATORE GIOVANNI, TISCINI RICCARDO, *Manuale di valutazione d'azienda*, McGraw-Hill editore, Milano, 2020

GRANDIS FABIO GIULIO, PALAZZI FEDERICA, *La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese*, Giappichelli editore, Torino, 2017

GUATRI LUIGI, BINI MAURO, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi editore, Milano, 2005

MASSARI MARIO, ZANETTI LAURA, *Valutazione: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, 2° edizione, McGraw-Hill editore, Milano, 2008

GUATRI LUIGI, *Il giudizio integrato di valutazione: dalle formule al processo valutativo*, Egea editore, Milano, 2000

CECCHETTO ANDREA, PASTEGA LUISA, CORA' GIUSEPPE, LEGA GIANLUCA, ITALIANO ANTONIO, *I quaderni dell'Unione di Vicenza: valutazione d'azienda, alcune criticità del processo di stima con particolare riferimento alle PMI*, Quaderno n.1, Giuffrè Francis Lefebvre editore, Milano, 2018

TUEST ROGER, *Business valuation of Small and Medium-sized companies: due diligence e valuation techniques*, Intersentia publisher, 2013

SHANNON P. PRAT, ROGER J. GRABOWSKI, *Cost of Capital: Applications and Examples*, Wiley publisher, 5° edizione, 2014

DAMODARAN ASWATH, *Applied corporate finance*, Wiley publisher, 4° edizione, 2015

BAGNASCO ARNALDO, CHARLES F. SABEL, *Small and Medium-size enterprises*, Pinter publisher, London, 1995

CECCHETTO ANDREA, *La valutazione delle PMI dopo l'introduzione dei PIV: spunti di riflessione*, Rivista dei Dottori Commercialisti, fascicolo 1, anno 2019, pag. 11-24

MARCELLO RAFFAELE, POZZOLI MATTEO, *Variabili critiche nella valutazione delle piccole e medie imprese*, Rivista dei Dottori Commercialisti, fascicolo 4, anno 2019, pag. 671-684

BINI MAURO, *Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare?*, la Valutazione delle Aziende, volume 1, anno 2019, pag. 5-12

MARCELLO RAFFAELE, LOIA ANNA MARIA, *La redazione della perizia di stima nella valutazione d'azienda e le responsabilità dell'esperto*, Società e Contratti Bilancio e Revisione, fascicolo 7-8, anno 2014, pag. 98-118

SANTOVITO LUIGI, *Il mondo delle piccole e medie imprese italiane: la grande bellezza*, Quaderni di Ricerca sull'Artigianato, fascicolo 2, anno 2016, pag. 213-264

BINI MAURO, VISCIANO NUNZIO, *L'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione delle aziende*, la Valutazione delle Aziende, volume 1, anno 2019, pag. 13-25

BINI MAURO, BRUGGER GUALTIERO, BUTTIGNON FABIO, MARCELLO RAFFAELE, MASSARI MARIO, PETRELLA GIOVANNI, *Tavola rotonda: 10 aspetti controversi nella valutazione delle aziende*, la Valutazione delle Aziende, volume 2, anno 2019, pag. 2-31

MARCELLO RAFFAELLO, POZZOLI MATTEO, *Critical issues when valuing small businesses*, Business Valuation OIV Journal, volume 1, anno 2019, pag. 47-56

AARON TONY, BALLWIESER WOLFGANG, BINI MAURO, GIULIANI STEFANO TEO ERIC, *Roundtable: 10 big issues in business valuation*, Business Valuation OIV Journal, volume 1, anno 2019, pag. 3-21

BYLOK FELICJAN, *The concept of Corporate Social Responsibility in strategies of SMEs*, Theory Methodology Practice, volume 12, anno 2016, pag. 19-26

CHEUNG JOE, *A Probability Based Approach to Estimating Costs of Capital for Small Business*, Small Business Economics, 12, anno 1999, pag. 331-336

FERRARI G., *Codice Civile e leggi complementari*, Hoepli editore, Milano, 2020

*Principi Italiani di Valutazione*, Egea editore, Milano, 2015

*Default, Transition and Recovery: 2019 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study*, 29 April 2020

*Guida alla Valutazione*, Borsa Italiana, anno 2004

*Rapporto Cerved PMI*, anno 2019

*Rapporto Cerved PMI*, anno 2020

Banca dati *AIDA – Analisi informatizzata delle Aziende*

Decreto ministeriale *18 aprile 2005*

Raccomandazione *2003/361/CE*

[www.istat.it](http://www.istat.it)

[www.fondazioneoiv.it](http://www.fondazioneoiv.it)

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.giornaledellepmi.it](http://www.giornaledellepmi.it)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.ivsc.org](http://www.ivsc.org)

[pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)

[www.cerved.com](http://www.cerved.com)

[www.gazzettaufficiale.it](http://www.gazzettaufficiale.it)

[eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)

[www.vebi.it](http://www.vebi.it)

[www.cosmeticaitalia.it](http://www.cosmeticaitalia.it)

[www.federsalus.it](http://www.federsalus.it)

[www.federchimica.it](http://www.federchimica.it)

[assofertilizzanti.federchimica.it](http://assofertilizzanti.federchimica.it)

[agrofarma.federchimica.it](http://agrofarma.federchimica.it)

[assocasa.federchimica.it](http://assocasa.federchimica.it)