



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Amministrazione, finanza e controllo

Tesi di Laurea

I metodi per la valutazione d'azienda

Dalla teoria alla pratica

Relatrice

Prof.ssa Maria Silvia Avi

Laureanda

Nicole Collauzzo

Matricola 867273

Anno Accademico

2021/2022

INTRODUZIONE.....	4
1. LA VALUTAZIONE D'AZIENDA.....	5
1.1. Definizione e obiettivi	5
1.2. I principi di valutazione	10
1.3. Il costo del capitale.....	15
2. GLI INDICI DI BILANCIO COME STRUMENTO DI VALUTAZIONE.....	21
2.1. Premessa	21
2.2. La riclassificazione del bilancio.....	22
2.3. Un'Analisi degli incidi e dei flussi per la valutazione dell'azienda	30
2.3.1. Gli indici per la valutazione dell'azienda	30
2.3.2. I Flussi per la valutazione dell'azienda	47
3. IL METODO PATRIMONIALE, IL METODO REDDITUALE E IL METODO MISTO	59
3.1. Il metodo patrimoniale.....	59
3.1.1. Impostazione concettuale del metodo	59
3.1.2. Le rettifiche a valori correnti	64
3.1.3. La valutazione dei beni immateriali	69
3.2. Il metodo reddituale.....	76
3.3. Il metodo misto.....	87
3.3.1. Impostazione concettuale del metodo	87
3.3.2. Il metodo del valore medio	89
3.3.3. Il metodo della stima autonoma dell'avviamento	90
4. I METODI DI VALUTAZIONE BASATI SUI FLUSSI DI CASSA SCONTATI	95
4.1. Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)	95
4.2. Il metodo DCF nelle ipotesi <i>steady-state</i> e <i>steady-growth</i>	107
4.3. Il metodo EVA: Economic Value Added	108
5. LA VALUTAZIONE D'IMPRESA ATTRAVERSO I METODI EMPIRICI	114
5.1. Il metodo dei multipli	114
5.1.1. Multipli equity side	117
5.1.2. Multipli asset side.....	120
5.2. I coefficienti moltiplicatori.....	123
5.3. La regola del pollice.....	131
6. TEORIA VS REALTÀ: "INTERVISTE AI COMMERCIALISTI"	133
CONCLUSIONI	141
BIBLIOGRAFIA CITATA E CONSULTATA	144
SITOGRAFIA	149

INTRODUZIONE

Alla base di questo elaborato vi è l'intenzione di comprendere quali sono i metodi proposti dalla dottrina per la valutazione delle aziende, fino ad arrivare alla comprensione dei metodi effettivamente applicati nella pratica dagli specialisti. Lo scopo di tale studio è verificare quanto la pratica corrisponda alla teoria proposta e quali sono le motivazioni alla base degli eventuali scostamenti.

Proprio per questo motivo si è deciso di introdurre l'argomento partendo da una descrizione generica sul significato di valutazione e sui suoi obiettivi, per poi trattare gli aspetti normativi che concernono tale argomento.

Si prosegue poi lungo tutta la carrellata di metodi citati nella dottrina e più precisamente si parte da una delucidazione sull'utilizzo degli indici come strumenti per la valutazione dell'impresa, andando anche a trattare la riclassificazione dei documenti che compongono il bilancio.

Nel terzo capitolo si cerca di spiegare le caratteristiche dei metodi patrimoniali e di quelli reddituali, per poi sfociare nella spiegazione del metodo misto patrimoniale-reddituale.

Nel quarto capitolo si chiariscono gli aspetti concernenti il metodo basato sui flussi di cassa scontati, andando a specificare anche le possibili varianti nel caso dei due scenari steady-state e steady-growth.

Il penultimo capitolo, il capitolo cinque, fa riferimento ai metodi empirici, cioè rispettivamente ai metodi basati sui multipli di mercato, considerando i coefficienti moltiplicatori e alla regola del pollice.

L'ultimo capitolo, invece, parla della realtà pratica di questo argomento, attraverso delle interviste svolte presso dei Dottori Commercialisti, per comprendere quali sono i metodi più diffusi nella pratica e le motivazioni alla base di tale scelta.

In conclusione, l'intenzione di tale elaborato è quella di fare un confronto fra la teoria e la pratica per comprendere quali sono i metodi teorici ritenuti più validi e se nella pratica tali metodi sono effettivamente utilizzati, oppure se si opta per altri metodi, che anche se sono meno affidabili, sono di più semplice applicazione.

1. LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

1.1. Definizione e obiettivi

Cosa significa valutare un'azienda? "... *valuation is the act of estimating or setting the potential value of a business by considering both internal and external variables.*"¹.

Quindi valutare un'azienda significa determinarne il valore del capitale economico in un preciso momento tendendo in considerazione diversi fattori.

Questi fattori, come citato, possono essere interni oppure esterni: quelli interni fanno riferimento ai risultati passati dell'impresa, come ad esempio i ricavi, l'EBITDA, i flussi di cassa etc.; quelli esterni, invece, si riferiscono all'ambiente in cui l'impresa compete, al suo posizionamento competitivo, le caratteristiche del mercato, i clienti, i canali di distribuzione e così via.

L'oggetto di valutazione quindi è l'*azienda*. L'azienda può essere definita sia sul piano economico che su quello giuridico. Nel primo caso è definita come un sistema coordinato di persone e di beni, in grado di attuare un'attività di produzione o di consumo oppure un'attività di produzione e di consumo. La coordinazione è l'elemento caratterizzante del concetto di azienda, in quanto i beni che entrano a far parte del complesso aziendale, perdono il loro valore di beni singoli per acquisirne uno diverso, in quanto "ingranaggi" del sistema aziendale. Allo stesso modo, anche le persone devono essere distribuite in modo appropriato cosicché possano rinvigorire il complesso di beni e rendere operante il sistema aziendale.²

In termini giuridici invece, il concetto di azienda si deve ricercare nell'articolo 2555 del Codice civile: "L'azienda è il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio

¹ Fazzini M., Business Valuation 2018 – Capitolo 1: Value, Valuation and Value

² www.bankpedia.org - Azienda

dell'impresa". Perciò, giuridicamente può essere definita come un complesso di beni, collegati economicamente, per l'esercizio dell'impresa che si distingue dai singoli beni che la compongono e questo porta alla conclusione che l'azienda può perseguire i suoi scopi anche nel caso di alienazione, totale o parziale, dei singoli beni, attraverso l'impiego di altri beni/servizi.

I metodi per la valutazione d'azienda sono molteplici e possono portare a diversi risultati in quanto si tratta sempre di stime; quindi, scegliere il metodo corretto in base al caso specifico che si deve analizzare è fondamentale poiché si può ottenere una stima più, o meno, accurata.

I metodi e possono essere classificati in due categorie³:

- *metodi diretti*: hanno un approccio orientato al mercato. Essi si basano sia su variabili oggettive, come le grandezze di bilancio, che su elementi più aleatori, come l'efficienza dei mercati, i fattori speculativi e le vicende storiche dei multipli. Il secondo elemento considerato è quello che rende tali metodi instabili nel tempo perché legati proprio alla volatilità del mercato.

Nella pratica tali metodi vengono utilizzati principalmente come metodi di controllo. All'interno di questa categoria troviamo i cosiddetti metodi empirici, cioè i metodi basati sui multipli di borsa e quelli sulle imprese comparabili.

- *metodi indiretti*: si basano su elementi razionali tendenzialmente più stabili, almeno nel breve periodo, perché meno soggetti al verificarsi di situazioni accidentali. L'aspetto sfavorevole di tali metodi è che richiedono maggior impiego di tempo per il reperimento delle informazioni e dei dati necessari per la loro applicazione. In questa categoria, invece, rientrano il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo misto patrimoniale-reddituale, il metodo finanziario e il metodo EVA.

Per la scelta del metodo da applicare, il valutatore⁴ deve tenere in considerazione due requisiti fondamentali:

³ Masaraca Stefano, I principali fattori di incertezza nella valutazione d'azienda, 2014 – Capitolo I

⁴ secondo l'IVSC il valutatore è "an individual, group of individuals or a firm who possesses the necessary qualifications, ability and experience to execute a valuation in an objective, unbiased and competent manner". Sul piano nazionale, I Principi Italiani di Valutazione forniscono delle linee guida sul profilo che l'esperto incaricato della valutazione deve rispettare.

- la *razionalità* che si riferisce alla validità delle ipotesi teoriche alla base della costruzione dei metodi di valutazione; e
- l'*affidabilità* che si riferisce alla neutralità della stima rispetto alle situazioni accidentali e straordinarie. Essa può essere anche intesa come la possibilità di considerare il valore finale scarsamente aleatorio.

Possiamo affermare che tra questi due elementi, razionalità e affidabilità, sia presente una relazione inversa che rende impossibile individuare un modello che riesca a conciliarli perfettamente. Questo è palesato dall'esistenza di metodi razionali che però possono condurre a risultati incerti dovuti all'aleatorietà nelle stime, come ad esempio il metodo Discounted Cash Flow o il metodo reddituale; oppure metodi considerati affidabili grazie all'attendibilità dei dati, ma che sono scarsamente razionali come ad esempio il metodo patrimoniale.

Come può essere chiaro, non esiste "il" metodo perfetto per la fattispecie operativa, ma si deve scegliere quale applicare tenendo in considerazione sia le caratteristiche del business, quali tipologia di azienda, condizione economica e ambientale, prospettive operative e di sviluppo; sia il mercato in cui l'azienda opera, e allo stesso tempo è necessario prendere in esame anche la finalità della valutazione. Con riferimento all'ultimo aspetto, possiamo individuare svariate finalità di valutazione che possono essere ricapitolate in:

- Cessione d'azienda o di un ramo d'azienda
- Cessione di quote sociali
- Conferimento
- Fusione
- Scissione
- Scorporo
- Trasformazione
- Recesso di un socio oppure ingresso di un nuovo socio
- Procedure concorsuali
- Affitto d'azienda
- Privatizzazione
- Altre finalità

La scelta del metodo, oltre a tutte le variabili considerate fino ad ora, dipende anche dalla quantità e dalla qualità dei dati a disposizione per poter effettuare la stima. Tale disponibilità di dati è strettamente legata alla fase del ciclo di vita in cui l'impresa, oggetto di valutazione, si trova.

Se ad esempio la valutazione dovesse riguardare una *start-up*, i metodi più adatti risulterebbero quelli finanziari e/o i multipli di borsa, con particolare riferimento al multiplo P/BV perché è quello che meglio rappresenta il valore dell'azienda, che in questo caso, dipende dalle potenzialità di crescita future. I metodi patrimoniale, misti e reddituali sono quelli che risulterebbero meno adatti in quanto nei primi due casi, i dati storici sono pressoché assenti e l'incertezza è molto alta, e al contempo non esistono informazioni sull'andamento della redditività per poter applicare il metodo reddituale.

Nella *fase di sviluppo*, invece, risultano particolarmente utili i metodi finanziari poiché i dati storici non sono ancora ampi e l'impresa è ancora fondata sul suo potenziale di crescita; quindi, i metodi patrimoniale non sono coerenti, così come non lo sono i metodi reddituali poiché la redditività, anche se in ripresa, è ancora negativa.

I metodi reddituali, assieme al metodo empirico basato sulle società comparabili, sono i metodi più adatti nella *fase di crescita* in quanto in tale fase la redditività inizia ad essere positiva e quindi a rappresentare in modo più congruo il reale valore dell'impresa, inoltre anche i dati sulle società comparabili sono più corposi.

Per le aziende in *fase di maturità*, i dati a disposizione sono maggiori, il numero di aziende comparabili è più ampio e il valore dell'azienda deriva soprattutto dalle attività che essa ha già intrapreso, per questo i metodi più idonei in questa fase sono i metodi patrimoniali o quelli dei multipli basati sulle società comparabili. A questi metodi si affianca anche il metodo finanziario, poiché le prospettive di crescita sembrano essere limitate e le informazioni di tipo reddituale iniziano a perdere di significato.

Per la *fase di declino*, invece, il metodo più adatto risulta essere quello finanziario in quanto il metodo reddituale non è più applicabile perché la redditività è tendenzialmente congrua alla fase in cui l'impresa si trova, quindi in declino. Nonostante quest'aspetto negativo i

metodi reddituali possono essere comunque utilizzati in combinazione con i metodi patrimoniali in modo tale da compensare la stima reddituale con quella patrimoniale.

Il tutto può essere spiegato in modo immediato attraverso un grafico:

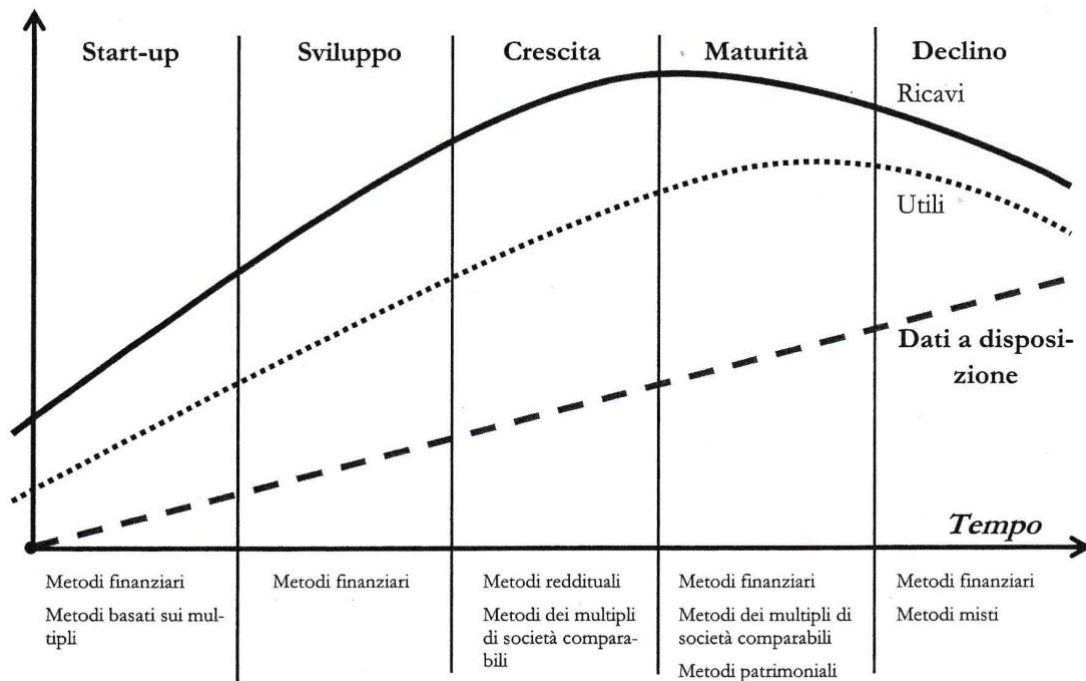


Figura 1. Fonte: Figura I.2 – Ciclo di vita di un'impresa e dati a disposizione del valutatore: metodi applicabili. Masaraca Stefano, I principali fattori di incertezza nella valutazione d'azienda, 2014.

Possiamo quindi dire che nessun metodo è superiore ad un altro in via assoluta, ma è possibile riscontrare una superiorità relativa, basata sulle particolari caratteristiche del caso specifico a cui è rivolta la valutazione.

Facendo un breve excursus, tra i metodi più diffusi nella dottrina e nella prassi professionale, possiamo trovare:

Il *metodo patrimoniale* che esprime il valore dell'azienda partendo dal patrimonio netto rettificato a valori correnti e tenendo in considerazione anche gli eventuali beni immateriali non contabilizzati.

Il *metodo reddituale*, al contrario, valuta l'azienda partendo dalla sua capacità di generare reddito in futuro. Prendendo come dato di riferimento il reddito, tale metodo è considerato molto razionale, ma al contempo presenta delle incertezze, quali la poca enfasi sulla dinamica finanziaria e le assunzioni necessarie per poter applicare il metodo.

Il *metodo misto patrimoniale-reddituale*, invece, combina i punti di forza dei due, per l'appunto il metodo patrimoniale e quello reddituale, ma allo stesso tempo ne combina anche i loro limiti. Tale metodo è, però, utile poiché va a valutare l'azienda in oggetto considerando sia l'aspetto patrimoniale che l'aspetto reddituale.

Il *metodo finanziario* calcola il valore dell'azienda misurando la sua capacità di produrre cash flow (flussi di cassa) futuri, che vengono attualizzati ad un certo tasso di interesse in modo tale da considerare il rischio che la generazione di cassa non si realizzi. Nella pratica presenta alcune difficoltà di utilizzo dovute proprio al calcolo e al reperimento dei dati necessari per la sua applicazione, soprattutto se si fa riferimento, come nella maggior parte del contesto italiano, alla valutazione di piccole o medie imprese.

I *metodi empirici* inizialmente erano utilizzati con finalità di controllo, ma negli ultimi anni hanno assunto importanza anche come metodi di valutazione grazie alla loro semplicità applicativa. Sono metodi che quantificano il valore dell'impresa come k volte una precisa grandezza economica o patrimoniale. Nonostante la loro semplicità, presentano anche delle criticità soprattutto nel caso di valutazione di piccole-medie imprese poiché i dati di riferimento derivano dal mercato, quindi le imprese comparabili utilizzate per la stima potrebbero presentare delle caratteristiche diverse rispetto all'azienda target.

Il *metodo EVA* esprime la capacità dell'impresa di creare valore. Inizialmente era utilizzato per determinare la performance aziendale e poi si è diffuso anche come metodo di valutazione. Il suo punto di forza si basa sulla semplicità nel reperire i dati, a cui si affianca anche il fatto che possa fornire una dimensione della capacità di creare valore anche in presenza di flussi di cassa negativi; d'altro canto, presenta però una scarsa attendibilità della stima degli EVA attesi per il periodo di previsione esplicito.

1.2. I principi di valutazione

A livello internazionale, per la valutazione delle aziende esiste un'organizzazione nata nel 1981 con base a Melbourne che prende il nome di "The International Assets Valuation

Standards Committee” (TIAVSC). Successivamente il TIAVSC viene rinominato, nel 1994, in “International Valuation Standards Committee” (IVSC).

Tale organizzazione, all’interno della pagina web di riferimento, si definisce come un’organizzazione no-profit che funge da standard globale per la professione di valutazione. La loro missione è quella di aumentare gli standard di valutazione, attraverso:

1. “Developing high-quality International Valuation Standards which ensure consistency, transparency and comparability.
2. Encouraging the adoption of IVS, along with valuation professionalism provided through Valuation Professional Organisations (VPOs) throughout the world.”⁵

In Italia, invece, i principi di valutazione (PIV) sono emanati dall’Organismo Italiano di Valutazione (OIV), fondazione indipendente senza scopi di lucro nata nel 2011, con le finalità di:

- a) “Predisporre e mantenere aggiornati i Principi Italiani di Valutazione di aziende, di strumenti finanziari e di attività reali;
- b) Partecipare al dibattito internazionale degli esperti di valutazione dando voce alle migliori professionalità del nostro Paese;
- c) Divenire un riferimento per il legislatore nazionale.”⁶

Un aspetto molto importante, con riferimento al contesto nazionale, è che l’utilizzo dei PIV non può essere imposto ma l’adesione deve avvenire su base volontaria da parte dell’esperto. All’adesione volontaria (dichiarata nella relazione di valutazione), l’esperto deve accompagnare il rispetto di alcune condizioni, quali:

1. Aderire, sempre su base volontaria, anche al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* emanato nel 2011 dall’IVSC;
2. Dichiarare la propria competenza in relazione all’oggetto e allo scopo della valutazione stessa.

I PIV si dividono in quattro parti: la prima parte riguarda la rete concettuale di base, che è ispirata alle stesse logiche del Framework dei principi internazionali di valutazione (IVS),

⁵ www.ivsc.org - About

⁶ www.fondazioneoiv.it – Missione e statuto

prevedendo però una maggiore analiticità. Questa parte concerne proprio agli aspetti generali che devono essere rispettati quando non sono presenti dei principi per lo specifico caso; la seconda parte riguarda l'attività dell'esperto e disciplina tutti gli aspetti fondamentali di tale attività, come la condotta professionale dell'esperto, l'incarico in generale, la relazione di stima che l'esperto deve redigere ed infine la costituzione delle carte di lavoro; la terza parte è concernente ai principi per le specifiche attività, dove troviamo in particolare i vari metodi che l'esperto può applicare nella valutazione; l'ultima parte riguarda l'applicazione ai casi particolari come possono essere le varie operazioni straordinarie quali scissione, fusione, conferimento etc.

All'intero del paragrafo di questo elaborato, si è cercato di riportare alcuni principi, la maggior parte all'interno della rete concettuale di base, in modo tale da fare un breve accenno di quale siano le linee guida generali alla base della valutazione a livello nazionale.

Il primo aspetto fondamentale è che secondo il PIV I.1.1 "La valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime, non è mai il risultato di un mero calcolo matematico", il che significa che ogni valutazione richiede una significativa dose di giudizio da parte dell'esperto. Il giudizio, presupponendo comunque l'aspetto soggettivo, deve rispecchiare alcuni requisiti precisati dal principio I.1.4, che sono:

- *razionalità*: la valutazione deve seguire uno schema logico e fondato sulla razionalità economica;
- *verificabilità*: si deve poter dimostrare la provenienza dei dati, l'attendibilità delle informazioni, la ragionevolezza delle assunzioni, la correttezza dei passaggi logico-matematici alla base dei calcoli e la ragionevolezza delle conclusioni raggiunte;
- *coerenza*: si deve poter garantire la maggior corrispondenza tra base informativa, obiettivi e risultati raggiunti;
- *affidabilità*: si deve poter garantire, nei limiti del possibile, l'obiettività di giudizio.

A questi requisiti si aggiungono i requisiti che devono essere soddisfatti nel momento in cui si aderisce ai PIV, cioè l'adesione al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* e lo svolgimento dell'incarico con competenza.

Il PIV I.5 tratta della base informativa che è “il complesso delle informazioni di cui si necessita affinché la valutazione finale sia dotata del requisito di affidabilità”⁷ e gli input che compongono tale base informativa possono essere classificati con riferimento a 5 grandezze:

- a) *tempo*: si dividono in informazione storica, corrente e prospettica. Quest’ultima informazione si basa su ipotesi relative ad eventi futuri quindi tali ipotesi devono essere ragionevoli e adeguatamente giustificate;
- b) *data di valutazione e data di stima*: informazioni disponibili alla data di valutazioni oppure disponibili solo successivamente;
- c) *accessibilità*: si dividono in private e pubbliche;
- d) *fonte*: interne (derivano dal soggetto cui si riferisce la valutazione) o esterne (raccolte sul mercato);
- e) *completezza*: possiamo avere informazioni complete oppure incomplete. Queste ultime possono creare delle limitazioni rilevanti o addirittura gravi all’esperto. Nel caso di limitazioni rilevanti, l’esperto emette un parere valutativo precisando quali sono le informazioni a cui non ha avuto accesso; nel caso di limitazioni gravi, invece, l’esperto deve rinunciare al mandato perché mancano proprio i presupposti per poter esprimere un parere valutativo.

Un altro aspetto importante trattato nella rete concettuale di base è la configurazione del valore, per i quali i PIV stabiliscono che “L’esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall’altro le finalità di stima.”

I principi proseguono poi precisando che esistono cinque diverse configurazioni di valore:

- il valore *di mercato* è il valore a cui un’attività o passività può essere negoziata tra soggetti indipendenti senza essere esposti a obblighi di comprare o vendere;
- il valore *d’investimento* esprime i benefici che può ottenere il soggetto che detiene, o detterà, l’attività reale o finanziaria;
- il valore *negoziiale equitativo* è il prezzo al quale un’attività può essere negoziata tra due soggetti identificati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi;

⁷ Manuale di valutazione d’azienda, McGraw-Hill Education, Milano 2020

- il valore *convenzionale* è determinabile attraverso l'applicazione dei criteri specifici determinati dalla legge, regolamenti, principi contabili oppure definiti contrattualmente;
- il valore *di smobilizzo* corrisponde all'entità delle risorse necessarie per estinguere la passività. Un particolare valore di smobilizzo è il valore di liquidazione.

L'ultima importante distinzione che si vuole precisare è la differenza tra *prezzo, costo e valore*:

- *Prezzo* → Corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. è una grandezza empirica suggestionata dalle variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta, per cui può discostarsi dal valore;
- *Costo* → Ammontare di risorse impiegate per acquisire o realizzare l'oggetto della valutazione. Anche in questo caso parliamo di una grandezza empirica, ricavabile sulla base dei costi sostenuti e delle quantità di fattori impiegate.

Prezzo e costo sono legati perché il prezzo pagato per acquisire un'attività rappresenta il costo per l'acquirente.

- *Valore* → Non è una grandezza empirica ma è il risultato di una stima che può avere ad oggetto: il prezzo più verosimile da sostenere per l'acquisizione dell'attività; i benefici economici offerti dall'attività; il prezzo realizzabile in caso di cessione; i prezzi e/o benefici e/o formule valutative stabilite dalla legge, regolamenti o contratti.

All'interno della parte terza, il principio III.1.11 precisa quali sono le metodiche di valutazione menzionando "I criteri riconosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami d'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), dei risultati attesi (criteri reddituali, criteri finanziari) o del mercato (criteri comparativi di mercato), o una combinazione tra le metodologie del costo e del reddito (criteri che esplicitano la creazione di valore) descritte nella rete concettuale.”

Nella metodica dei risultati attesi (*income approach*) il valore deriva dalla capacità di un’attività di generare flussi di risultato nel futuro, i quali possono essere configurati con diversi criteri.

La metodica del costo (*cost approach*), invece, fornisce informazione con riferimento all’onere necessario per la sostituzione o il rimpiazzo dell’attività oggetto di valutazione con un’altra attività di utilità equivalente.

Le informazioni desumibili con tale metodica assumono un significato e un rilievo diverso in funzione della categoriale alla quale appartiene l’attività da valutare.

Nell’ultima metodica citata all’interno della rete concettuale di base, la metodica del mercato (*market approach*) il valore viene ricavato attraverso la comparazione dell’attività oggetto di valutazione con delle attività identiche o simili per le quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi recenti

1.3. Il costo del capitale

“Il costo del capitale è una grandezza volta a misurare il tasso di rendimento atteso richiesto dal mercato al fine di apportare le risorse necessarie per finanziare un dato progetto di investimento o impresa”.⁸

Il costo del capitale è una grandezza che può essere utilizzata per diverse finalità, come ad esempio l’attività di valutazione di iniziative economiche e l’attività di selezione di progetti di

⁸ Di Marcantonio M., “*La stima del costo del capitale: dalla teoria al processo valutativo*”, G. Giappichelli, Torino 2017

investimento. A seconda dell'obiettivo di analisi, il costo del capitale può essere configurato in funzione della fonte di finanziamento, di conseguenza possiamo avere:

- i) costo del capitale proprio o “*Cost of Equity capital*” (K_e) che rappresenta il rendimento minimo che gli azionisti si aspettano per i fondi apportati all'azienda. Il modello più diffuso per il calcolo del costo del capitale è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, che è un modello mono-fattoriale⁹.

Il CAPM fu introdotto da Sharpe (1964) e Lintner (1965) basandosi sul modello “di scelta del portafoglio” sviluppato da Markowitz (1959) il quale si fonda su un compromesso tra il rischio e il rendimento poiché il modello presuppone che gli investitori siano avversi al rischio e scelgano portafogli “mediamente efficienti” nel senso che tali portafogli:

- dato il rendimento, minimizzano lo scostamento del rendimento del portafoglio; oppure
- data la varianza, massimizzano il rendimento atteso.

Sharpe e Lintner incorporano al modello di Markowitz due ipotesi chiave. La prima ipotesi è che i prestiti vengono scambiati ad un tasso privo di rischio che è lo stesso per tutti gli investitori, indipendentemente dall'ammontare del prestito; e la seconda è che tutti gli investitori hanno aspettative omogenee che si traducono in una stima di distribuzioni di probabilità identiche per il rendimento futuro.¹⁰

La formula del CAPM di Sharpe-Lintner è la seguente:

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

dove:

- r_f è il tasso risk-free, e corrisponde alla remunerazione del *price of time*, cioè la remunerazione per il differimento temporale di valore subito dagli investimenti. Devono sussistere due fondamentali condizioni¹¹ perché il rendimento effettivo di un investimento sia pari al rendimento atteso:

⁹ significa che si assume che il costo del capitale proprio dipenda da un solo fattore di rischio.

¹⁰ International Journal of Economics and Finance - The Capital Asset Pricing Model: An Overview of the Theory

¹¹ Damodaran A., “*Estimating risk free rates*”, Stern School of Business, New York, 1999

1. non ci può essere nessun rischio di insolvenza: questo porta alla conseguenza inevitabile che gli unici titoli ad essere privi di rischio sono i titoli di Stato. Questo porta anche alla conseguenza che il tasso debba essere coerente con i flussi di cassa; quindi, se i flussi di cassa sono espressi in dollari, il tasso risk-free sarà il tasso dei buoni del tesoro americani.
 2. assenza del rischio di reinvestimento dei flussi intermedi: siccome il rendimento futuro di un BTP non è noto, il reinvestimento delle cedole comporterebbe l'accettazione di una aleatorietà in contrasto con l'ipotesi alla base di tale tasso, cioè l'assenza di rischio.
- β è il coefficiente di rischio specifico. Esso è formato da due componenti: il rischio sistematico e il rischio non sistematico. Il primo si riferisce al rischio legato all'andamento generale del mercato, quindi sarà lo stesso per le aziende appartenenti allo stesso settore; il secondo, invece, è legato all'andamento alle caratteristiche specifiche dell'impresa.
- Per trovare il suo valore si può procedere in due direzioni: lo si può calcolare come: $\beta = \frac{COV(R_t; R_m)}{\sigma^2(R_m)}$, ed esprime quanto varia il rendimento del titolo al variare del rendimento di mercato¹²; oppure si può far riferimento ai report degli analisti o ai software di analisi dei dati finanziari, come Bloomberg Terminal.
- I valori che può assumere tale coefficiente sono:
- a) < 0 : l'andamento del titolo è in direzione opposta rispetto al mercato;
 - b) $= 0$: il tasso è il tasso risk-free perché il titolo non varia alle variazioni del mercato;
 - c) $0 < \beta < 1$: il titolo varia nella stessa direzione del mercato, ma presenta una minore volatilità e di conseguenza un minor rischio;
 - d) $= 1$: il titolo varia in modo proporzionale e nella stessa direzione del mercato;
 - e) > 1 : l'andamento del titolo è nella stessa direzione del mercato, ma presenta maggiore volatilità, quindi maggior rischio.

¹² Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Scip Alex, "Analisi e valutazione finanziaria d'impresa", G. Giappichelli Editore, Torino 2021

Il β presente nella formula del CAPM è il cosiddetto β levered (β_L), cioè comprende sia il rischio operativo sia quello finanziario; ma potrebbe essere necessario anche prendere in considerazione un β unlevered (β_{UL}), che è quello depurato dalla componente finanziaria. Il β_{UL} solitamente si considera nel caso in cui l'impresa si finanzia interamente con *equity*. Le formule per il calcolo dei due β , levered e unlevered, sono: $\beta_L = \beta_{UL} \left(1 + (1 - t) \frac{D}{E}\right)$; $\beta_{UL} = \frac{\beta_L}{1 + (1 - t) \frac{D}{E}}$

- $(r_m - r_f)$ è il premio per il rischio e misura il rendimento atteso richiesto dagli investitori, in aggiunta al tasso risk-free, per compensare il rischio di investimento. Esso è formato dalla differenza tra due componenti: r_m che è il premio per il rischio di mercato e r_f che il tasso privo di rischio.

Per la sua stima è fondamentale considerare un tema importante, cioè la considerazione del *rischio paese* all'interno del modello, nel caso in cui si valutino imprese operanti in paesi con un rischio di default rilevante. A tal proposito, il rischio paese può essere considerato all'interno del Capital Asset Pricing Model attraverso due alternative¹³:

- 1) il premio per il rischio paese viene considerato come elemento aggiuntivo al tasso privo di rischio
- 2) il premio per il rischio paese viene considerato come elemento aggiuntivo al premio per il rischio di mercato.

Il primo percorso è di più facile applicazione nella pratica perché così facendo si ottiene il rendimento dei titoli di stato del paese in cui l'impresa opera. In termini matematici: $r_{f,rischio\ paese} = r_{titoli\ di\ stato} = r_f + credit\ spread_{paese}$
Questa impostazione, tuttavia, "infrange" la costruzione del CAPM poiché la formula prevede l'utilizzo di un tasso privo di rischio puro.

La seconda alternativa, invece, si presenta in questo modo: $ERP = MRP + CRP$
dove: ERP rappresenta l'equity risk premium e tiene conto del rischio paese; MRP è il rischio di mercato, cioè il rischio base; mentre CRP è il country risk premium,

¹³ Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, "Analisi e valutazione finanziaria d'impresa", G. Giappichelli Editore, Torino 2021

cioè il rischio aggiuntivo al rischio base nel caso in cui l'impresa operi in paesi con un rilevante rischio di default.

- ii) costo del capitale di terzi "*Cost of debt capital*" (K_d): rappresenta l'onerosità del capitale preso a prestito dai terzi e quindi rappresenta il rischio dell'investimento effettuato in qualità di creditore finanziario dell'azienda.

Esso corrisponde al ROI ed è calcolabile come: $ROI = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Capitale di Debito}}$;

- iii) costo medio ponderato del capitale (WACC o K_w): viene utilizzato nel caso in cui l'impresa attinga a diverse fonti di finanziamento. Esso tiene in considerazione la diversa rischiosità di ciascuna fonte di finanziamento attraverso una media del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi ponderati al tasso di remunerazione richiesto da ciascuna fonte.

La formula del WACC è:

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

dove:

- K_e è il costo del capitale proprio, che, come abbiamo visto, è calcolabile attraverso il CAPM
- E corrisponde al valore dell'equity
- V è il valore dell'equity più il valore del debito; quindi, è pari a: $V = E + D$
- K_d è il costo del capitale di terzi
- t è l'aliquota d'imposta
- D corrisponde il valore del debito

Il costo medio ponderato, secondo I professori Reilly e Wecker, non corrisponde al costo del capitale (K_t) che definiscono come "the internal rate of return which will equate all future capital-associated payments with the quantity of capital supplied by all capital sources."¹⁴

¹⁴ Linke C. M. & Kim M. K., "More on the Weighted Average Cost of Capital: A Comment and Analysis", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 9, No. 6, 1974

Tale affermazione è prevedibile perché il K_w è calcolato assumendo delle costanti proporzioni tra debito e capitale proprio (equity) all'interno della struttura patrimoniale dell'impresa, mentre in K_t non esiste nessun vincolo di costanza. Quindi è logico che il costo di una struttura con proporzioni di debito-capitale costanti sia diverso dal costo di una struttura con delle proporzioni di debito-capitale che variano nel tempo.

È opportuno precisare però, che l'affermazione per cui $K_w \neq K_t$ è valida solo nel caso in cui ci siano delle variazioni nel tempo delle proporzioni di debito-capitale all'interno della struttura patrimoniale in esame.

Nel capitolo dedicato al metodo finanziario, vedremo che, sia il CAPM che il WACC possono essere applicati quali tassi di attualizzazioni in base alla tipologia di flussi di cassa da scontare.

2. GLI INDICI DI BILANCIO COME STRUMENTO DI VALUTAZIONE

2.1. Premessa

Con la locuzione “analisi di bilancio per indici e flussi” si raffigura una tecnica di indagine che permette di:

- comprendere la dinamica della gestione trascorsa;
- esprimere un giudizio fondato sullo stato di salute dell’impresa; e
- formulare stime fondate sulla presumibile evoluzione futura della dinamica aziendale.

Tutto questo processo si svolge attraverso la riclassificazione delle informazioni presenti all’interno dei documenti che compongono il bilancio d’esercizio, quali Stato Patrimoniale e Conto Economico.

L’analisi di bilancio si fonda principalmente sull’individuazione di appositi indicatori e sulla loro determinazione e dovrebbe mettere in evidenza quattro finalità fondamentali:

1. efficienza gestionale: attiene alla capacità dell’impresa di rinnovare i propri investimenti;
2. equilibrio patrimoniale: viene rispettato quando c’è coerenza tra i fabbisogni finanziari e le fonti di capitale utilizzate per finanziarli;
3. equilibrio finanziario: è garantito dalla giusta combinazione di capitale proprio e capitale di debito (debiti finanziari);
4. equilibrio economico: dipende dal confronto tra i costi e ricavi prodotti da un’azienda. L’equilibrio è presente nel momento in cui i ricavi uguagliano o superano i costi.

Per l’interpretazione dei risultati ottenuti attraverso gli indici, è fondamentale sempre tenere presente che:

- a. ogni indice non ha un significato autonomo;
- b. ogni indice deve essere interpretato e valutato considerando anche gli indici ad esso correlato.¹⁵

¹⁵ Berardi Marco. *“Gli Indici Di Bilancio Per La Valutazione D’Azienda – Approcci Teorici E Metodologici”* (Final Balance Index Analysis--Methods and Techniques). (2015).

La determinazione degli indici di bilancio non è funzionale soltanto per la valutazione aziendale, ma può essere impiegata anche per le analisi del merito creditizio e per fornire al manager e all'imprenditore uno strumento di auto-valutazione in riferimento all'operato dell'impresa.

È fondamentale precisare che l'analisi attraverso gli indici e i flussi permette all'analista di comprendere qual è lo stato di salute dell'azienda in un determinato momento, e questo non risulta sufficiente per poter esprimere una valutazione aziendale vera e propria; quindi, risulta necessario accompagnare l'analisi per indici e flussi con uno dei metodi di valutazione aziendale successivamente analizzati.

Importante ricordare che i dati utilizzati per l'analisi di indici e flussi sono dati consuntivi e derivanti dai budget programmati, e se si considera la possibilità che tali risultati si ripetano nel tempo, concettualmente ci stiamo avvicinando al metodo di valutazione d'azienda reddituale, poiché lo scopo dell'analisi per indici e flussi è quello di verificare che siano rispettati gli equilibri e quindi verificare se l'azienda è in grado di produrre reddito. Il problema è che l'analisi per indici e flussi non fornisce alcuna informazione sull'entità patrimoniale scambiata, ed è proprio per questo che non può essere considerata come un metodo di valutazione vero e proprio, ma può essere utile a tale scopo nel momento in cui venga abbinata al metodo patrimoniale, il quale va proprio a valorizzare l'entità di patrimonio che non può essere messa in luce con la sola analisi per indici e flussi.

2.2. La riclassificazione del bilancio

La riclassificazione del bilancio è il punto di partenza per poter determinare gli indici attraverso cui esprimere un giudizio sull'impresa.

Riclassificare il bilancio significa poter ottenere delle grandezze più espressive della gestione, cioè mettere in evidenza alcuni aggregati dello Stato Patrimoniale e alcuni risultati intermedi del Conto Economico che facilitano il giudizio sull'andamento dell'impresa.

Possiamo ricondurre la riclassificazione a due distinte logiche: la logica basata sul criterio finanziario che è applicabile soltanto allo schema di Stato Patrimoniale e la logica basata sul

criterio funzionale che, invece, si applica ad entrambi i prospetti di bilancio, quindi, sia allo Stato Patrimoniale che al Conto Economico.

All'interno della riclassificazione dello *Stato Patrimoniale* abbiamo:

- Stato Patrimoniale in forma finanziaria: è un criterio di riclassificazione che ha come variabile di riferimento il tempo in quanto si focalizza sul tempo di ritorno in forma liquida degli impieghi e sulla scadenza delle fonti finanziarie. Proprio per questo motivo gli impieghi vengono classificati secondo il loro grado di liquidità mentre le fonti secondo il loro grado di esigibilità; quindi, possiamo dire che le classi formanti gli impieghi e le fonti vengono "temporealizzati"¹⁶ ovvero classificati secondo la loro scadenza. Proprio per tale motivo parleremo di: Attivo corrente e Attivo immobilizzato all'interno della sezione degli impieghi e di Passivo corrente, Passivo consolidato e Patrimonio netto¹⁷ all'interno delle fonti.

Per maggiore chiarezza si presenta lo schema di tale riclassificazione:

IMPIEGHI	FONTI							
<table border="1"> <tr><td>Immobilizzazioni Immateriali</td></tr> <tr><td>Immobilizzazioni Materiali</td></tr> <tr><td>Immobilizzazioni Finanziarie</td></tr> <tr><td>ATTIVO IMMOBILIZZATO</td></tr> </table>	Immobilizzazioni Immateriali	Immobilizzazioni Materiali	Immobilizzazioni Finanziarie	ATTIVO IMMOBILIZZATO	<table border="1"> <tr><td>Capitale Proprio (Capitale sociale, riserve e utili)</td></tr> <tr><td>PATRIMONIO NETTO</td></tr> </table>	Capitale Proprio (Capitale sociale, riserve e utili)	PATRIMONIO NETTO	
Immobilizzazioni Immateriali								
Immobilizzazioni Materiali								
Immobilizzazioni Finanziarie								
ATTIVO IMMOBILIZZATO								
Capitale Proprio (Capitale sociale, riserve e utili)								
PATRIMONIO NETTO								
<table border="1"> <tr><td>rimanenze</td></tr> <tr><td>Crediti</td></tr> <tr><td>Attività Finanziarie Correnti</td></tr> <tr><td>Disponibilità Liquide</td></tr> <tr><td>ATTIVO CORRENTE</td></tr> </table>	rimanenze	Crediti	Attività Finanziarie Correnti	Disponibilità Liquide	ATTIVO CORRENTE	<table border="1"> <tr><td>Debiti e altre Passività esigibili nel medio/lungo periodo</td></tr> <tr><td>PASSIVO CONSOLIDATO</td></tr> </table>	Debiti e altre Passività esigibili nel medio/lungo periodo	PASSIVO CONSOLIDATO
rimanenze								
Crediti								
Attività Finanziarie Correnti								
Disponibilità Liquide								
ATTIVO CORRENTE								
Debiti e altre Passività esigibili nel medio/lungo periodo								
PASSIVO CONSOLIDATO								
	<table border="1"> <tr><td>Debiti e altre Passività esigibili a breve termine</td></tr> <tr><td>PASSIVO CORRENTE</td></tr> </table>	Debiti e altre Passività esigibili a breve termine	PASSIVO CORRENTE					
Debiti e altre Passività esigibili a breve termine								
PASSIVO CORRENTE								

¹⁶ Espressione ripresa da: Maria Silvia Avi, Il sistema informativo integrato, Vol. I, "Analisi aziendali di natura economico-finanziaria: il bilancio come strumento di gestione", II Edizione, Cafoscarina Editore, 2019

¹⁷ fondamentale precisare che il Patrimonio Netto di per sé non ha una scadenza vera e propria in quanto verrà liquidato in caso di scioglimento della società

- Stato Patrimoniale in forma funzionale: in questo caso la riclassificazione delle voci avviene secondo la loro destinazione alle aree gestionali di appartenenza andando così ad evidenziare due macro-aree, cioè l'area caratteristica¹⁸ e l'area extra-caratteristica¹⁹.

L'area caratteristica è determinata dalla somma tra il "Capitale Circolante Netto Operativo" (CCNO) e il "Capitale Immobilizzato Operativo Netto"; mentre l'area extra-caratteristica è formata dagli investimenti accessori e patrimoniali.

La somma delle due aree fa emergere una componente importante rappresentata dal "Capitale Investito Netto Aziendale".

A chiarimento di tale riclassificazione si presenta il seguente schema:

CAPITALE INVESTITO
Rimanenze Crediti E Ratei E Risconti Attivi 1. ATTIVO CORRENTE
Debiti V/Fornitori Debiti diversi Ratei e risconti passivi 2. PASSIVO CORRENTE OPERATIVO
3. CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO (1 - 2)
Immobilizzazioni Materiali e Immateriale 4. ATTIVO IMMOBILIZZATO OPERATIVO
Debiti a medio-lungo termine, operativi, TFR e Fondo rischi e oneri 5. PASSIVO CONSOLIDATO OPERATIVO
6. CAPITALE IMMOBILIZZATO OPERATIVO NETTO (4 - 5)
7. CAPITALE INVESTITO NETTO CARATTERISTICO (3 + 6)
Investimento immobiliari (non strumentali) Partecipazioni 8. INVESTIMENTI nella gestione ACCESSORIA-PATRIMONIALE
9. CAPITALE INVESTITO NETTO AZIENDALE (7 + 8)

¹⁸ Essa rappresenta tutte le attività tipiche in cui è prevalentemente impegnata l'entità

¹⁹ Al suo interno rientrano le attività che vengono analizzate in via separata ma che sono ausiliarie all'attività tipica

COPERTURE FINANZIARIE
10. PATRIMONIO NETTO <i>Capitale sociale, riserve, e utili</i>
11. POSIZIONE FINANZIARIA NETTA Debiti Finanziari Consolidati Debiti Finanziari Correnti (Crediti finanziari) (Titoli) (Disponibilità liquidite)
Totale COPERTURE FINANZIARIE (10 + 11)

Il *Conto Economico*, invece, può essere riclassificato secondo:

- Cost of sale o detto anche Costo del Venduto
- Conto Economico a costo del venduto e ricavi con evidenziazione del MOL oppure Conto Economico a Valore della Produzione e Valore Aggiunto.

Per il Conto Economico a *Costo Del Venduto* possiamo individuare due diverse tipologie di schemi, quali:

<i>Caratteristico</i>
Ricavi caratteristici (Costo del venduto (Costo of sale))
Gross Profit
(Costi amministrativi) (Costi commerciali) (Costi di ricerca e sviluppo) (Overhead cost)
Reddito operativo della gestione caratteristica (GOP)
<i>Non caratteristico</i>
Ricavi della gestione patrimoniale (Costi della gestione patrimoniale) Ricavi della gestione finanziaria
Reddito operativo (RO)
(Costi della gestione finanziaria) Ricavi della gestione non caratteristica per definizione (Costi della gestione non caratteristica per definizione)
Reddito ante imposte

(Costi della gestione tributaria)
Reddito d'esercizio

Tabella 1. Maria Silvia AVI, *Il sistema informativo integrato Vol. I, analisi aziendali di natura economico-finanziaria: il bilancio come strumento di gestione, II Edizione, Cafoscarina Editore, 2019*

1. RICAVI NETTI DI VENDITA
a) Acquisti netti di materie e merci
b) Variazione delle rimanenze di materie e merci
c) Spese per prestazioni di servizi
d) Canoni di locazione
e) Costo del personale
f) Ammortamenti e svalutazioni immobilizzazioni materiali e immateriali
g) Accantonamenti per rischi e oneri futuri
h) Variazione delle rimanenze di prodotti finiti e prodotti in corso di lavorazione
i) Valore dei lavori interni
2. COSTO DEL VENDUTO (a +/- b + c + d + e + f + g +/- h - i)
3. REDDITO OPERATIVO (EBIT) CARATTERISTICO (1 - 2)
4. PROVENTI ACCESSORI-PATRIMONIALI NETTI
5. PROVENTI FINANZIARI NETTI
6. RISULTATO OPERATIVO (EBIT) AZIENDALE (3 + 4 + 5)
7. ONERI FINANZIARI
8. RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (6 - 7)
9. IMPOSTE SUL REDDITO
10. REDDITO NETTO (8 - 9)

Tabella 2. Fonte: Tabella 2.17 SCHEMA DI CONTO ECONOMICO A RICAVI E COSTO DEL VENDUTO; Ugo Sostero, Pieremilio Ferrarese, Moreno Mancin, Carlo Marcon, *L'analisi economico-finanziaria di bilancio II Edizione, Giuffrè Editore, 2016*

La differenza fondamentale tra i due schemi è rappresentata dal grado di dettaglio delle voci e della loro suddivisione, oltre alla differenza di denominazione, la quale però non presenta un ostacolo rilevante.

La maggiore differenza è riscontrabile all'interno dell'area Caratteristica, poiché lo schema della *Tabella 1* raggruppa tale area in cinque aggregati, quali: Costi produttivi, Costi amministrativi, Costi commerciali, Costi di ricerca e sviluppo e Overhead cost²⁰; mentre nel

²⁰ Gli overhead cost rappresentano i costi che la casa madre addebita alle filiali o alle controllate, in via extra-contabile, senza avere un corrispettivo monetario in cambio. Per questo motivo essi vengono

secondo schema rappresentato dalla *Tabella 2* tutti i costi confluiscono all'interno del Costo del venduto senza alcuna distinzione per categoria.

Nella sezione della gestione extra-caratteristica, invece, non si riscontrano particolari scostamenti di presentazione tra i due schemi, se non un maggiore dettaglio dell'esposizione delle poste nel primo schema e l'utilizzo di una denominazione differente.

Nel caso della seconda tipologia di riclassificazione abbiamo un denominativo differente a seconda dello schema prescelto, quindi possiamo avere:

Conto Economico a costo del venduto e ricavi con evidenziazione del MOL:

Caratteristico
Ricavi caratteristici (Costo del venduto (Costo of sale) senza inclusione degli ammortamenti)
Gross Profit
(Costi amministrativi senza inclusione degli ammortamenti) (Costi commerciali senza inclusione degli ammortamenti) (Costi di ricerca e sviluppo senza inclusione degli ammortamenti) (Overhead cost)
Margine operativo lordo (MOL)
(Ammortamenti beni produttivi) (Ammortamenti beni di amministrazione) (Ammortamenti beni commerciali) (Ammortamenti beni di ricerca e sviluppo)
Reddito operativo della gestione caratteristica (GOP)
Non caratteristico
Ricavi della gestione patrimoniale (Costi della gestione patrimoniale) Ricavi della gestione finanziaria
Reddito operativo (RO)
(Costi della gestione finanziaria) Ricavi della gestione non caratteristica per definizione (Costi della gestione non caratteristica per definizione)
Reddito ante imposte
(Costi della gestione tributaria)

imputati esclusivamente nel Conto Economico riclassificato senza transitare nella contabilità delle filiali o delle controllate.

Reddito d'esercizio

Tabella 3. Maria Silvia AVI, *Il sistema informativo integrato Vol. I, analisi aziendali di natura economico-finanziaria: il bilancio come strumento di gestione, II Edizione, Cafoscarina Editore, 2019*

Oppure, Conto Economico a *Valore della Produzione e Valore Aggiunto*:

a) Ricavi netti di vendita
b) Variazione delle rimanenze di prodotti finiti e prodotti in corso di lavorazione
c) Valore dei lavori interni
1. VALORE DELLA PRODUZIONE OTTENUTA (a +/- b + c)
d) Acquisti netti di materie
e) Variazione delle rimanenze di materie
f) Spese per prestazioni di servizi
g) Canoni di locazione
2. COSTI DI PRODUZIONE ESTERNI (d +/- e + f + g)
3. VALORE AGGIUNTO (1 - 2)
h) Costo del personale
4. MARGINE OPERATIVO LORDO (3 - h)
i) Ammortamenti e svalutazioni immobilizzazioni materiali e immateriali
j) Accantonamenti per rischi e oneri futuri
5. RISULTATO OPERATIVO (EBIT) CARATTERISTICO (4 - i - j)
6. PROVENTI ACCESSORI-PATRIMONIALI NETTI
7. PROVENTI FINANZIARI NETTI
8. RISULTATO OPERATIVO (EBIT) AZIENDALE (5 + 6 + 7)
9. ONERI FINANZIARI
10. RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (8 - 9)
11. IMPOSTE SUL REDDITO
12. REDDITO NETTO (10 - 11)

Tabella 4. Fonte: Tabella 2.17 SCHEMA DI CONTO ECONOMICO A RICAVI E COSTO DEL VENDUTO; Ugo Sostero, Pieremilio Ferrarese, Moreno Mancin, Carlo Marcon, *L'analisi economico-finanziaria di bilancio II Edizione, Giuffrè Editore, 2016*

Anche in questa tipologia di riclassificazione, le differenze tra i due schemi interessano sempre la gestione caratteristica e fanno sempre riferimento al grado di dettaglio delle poste. Oltre alla suddivisione in tipologie di costo, *nella Tabella 3*, possiamo riscontrare anche un maggior dettaglio della suddivisione dei vari ammortamenti, che come i costi vengono suddivisi in: ammortamenti dei beni produttivi, ammortamento dei beni di amministrazione, ammortamento dei beni commerciali e ammortamento dei beni di ricerca e sviluppo; mentre nella riclassificazione a valore della produzione e valore aggiunto gli

ammortamenti vengono raggruppati in un'unica voce denominata “ammortamenti immobilizzazioni materiali e immateriali”.

Rispetto ai corrispondenti schemi riclassificati a Costo del venduto, le differenze sono molto evidenti.

La differenza fondamentale che possiamo riscontrare nel confronto tra la *Tabella 1* e la *Tabella 3* è proprio dettato dall’inserimento all’interno dello schema degli ammortamenti. Nel primo caso, nel costo del venduto, gli ammortamenti erano inseriti all’interno dei rispettivi costi; quindi, all’interno delle voci rappresentati i Costi produttivi, Costi amministrativi, Costi commerciali e Costi di ricerca e sviluppo, mentre nel Conto Economico a costi del venduto e ricavi con evidenziazione del MOL gli ammortamenti vengono indicati separatamente, e così facendo, come si può comprendere anche dal nome dello schema, si va ad evidenziare il Margine Operativo Lordo.

Nel caso, invece, della riclassificazione del Conto Economico a *Valore della Produzione e Valore Aggiunto (Tabella 4)* c’è, rispetto al costo del venduto (*Tabella 2*), una distinzione tra i costi della produzione interni e quelli esterni che permette di calcolare il Valore Aggiunto, dato proprio dalla differenza tra il “Valore della Produzione” e i “Costi di produzione Esterna”.

Il Valore Aggiunto rappresenta la ricchezza prodotta internamente dall’impresa e dalla sua incidenza sul Valore della Produzione è possibile ricavare informazioni sul grado di esternalizzazione dell’azienda. Infatti, una realtà fortemente verticalizzata sarà caratterizzata da un’elevata incidenza del Valore Aggiunto sul Valore della Produzione; viceversa, un’impresa caratterizzata da politiche di outsourcing avrà un moderato peso del Valore Aggiunto.

Nel momento in cui dal Valore Aggiunto viene sottratto il costo del personale, si ottiene il cosiddetto Margine operativo Lordo (MOL o EBITDA), che presenta una duplice valenza informativa:

- è un indicatore dell’andamento economico della gestione caratteristica, sufficientemente oggettivo;

- è un flusso monetario “potenziale” dato che dal suo calcolo restano esclusi alcuni valori come gli ammortamenti, accantonamenti e le svalutazioni che sono dei costi non monetari.

2.3. Un’Analisi degli indici e dei flussi per la valutazione dell’azienda

2.3.1. Gli indici per la valutazione dell’azienda

L’impiego degli indici per valutare un’azienda, possiamo definirlo come un’indagine sullo stato di salute e sull’andamento aziendale dell’entità sottoposta ad esame.

Come primo impatto, lo stato di salute e l’andamento della società può essere riscontrato all’interno delle due grandezze fornite dai prospetti di bilancio, una dallo Stato Patrimoniale e l’altra dal Conto Economico, cioè il patrimonio netto e l’utile o la perdita d’esercizio.

Utile e patrimonio netto, anche se sono degli indicatori fondamentali, non sono sufficienti ad indagare a fondo sullo stato di salute dell’entità poiché esso si misura attraverso la capacità di mantenere posizioni di equilibrio, come citato in precedenza, in termini di:

- equilibrio economico;
- equilibrio finanziario;
- equilibrio patrimoniale.

Tali equilibri possono essere esaminati attraverso gli indici di bilancio. Per effettuare un’analisi comprensibile è opportuno iniziare analizzando il ROE (*Return on equity* o redditività del patrimonio netto) per poi addentrarsi all’interno delle componenti che formano questo indice fino ad arrivare all’ultimo indice di interesse, cioè quello riguardante l’indebitamento; questo per quanto concerne l’aspetto reddituale. Affianco a tali indici è, poi, opportuno valutare anche gli indici che forniscono informazioni sull’aspetto finanziario e patrimoniale.

Analizziamo dapprima gli indici di redditività.

La redditività dell’impresa può essere espressa attraverso un primo indicatore, che da solo sintetizza il rendimento dell’impresa nel suo complesso, cioè attraverso il ROE. Esso rappresenta il quoziente più sintetico in quanto ingloba ogni elemento reddituale poiché

prescinde da ogni distinzione fra attività caratteristica e non caratteristica e fra attività operativa e non operativa.

La formula è la seguente:

$$ROE = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Patrimonio Netto}} (\%)$$

Molti indici presentano dei parametri di riferimento entro il quale si può ritenere che l'impresa soddisfi i requisiti di equilibrio richiesti. Nel caso del ROE, la dottrina si è limitata a fissare solo un valore minimo di riferimento, in modo tale da non porre alcun limite al valore dell'indice nella sua espressione massima. Proprio per questo motivo l'indice di redditività del patrimonio netto deve essere almeno pari al miglior rendimento in caso di investimento in titoli privi di rischio, cioè almeno pari al rendimento dei BOT, CCT e più in generale ai titoli di Stato.

Possiamo sostenere che il ROE ha l'obiettivo di rispondere ad una precisa domanda:

Qual è la remunerazione del rischio dell'imprenditore?

Questo perché con tale rapporto viene confrontato il risultato ottenuto dall'imprenditore con i mezzi finanziari da lui forniti.

Come è logico, il valore di tale indice dovrebbe tendere al massimo, perché maggiore è il valore della redditività del patrimonio netto, più forte si dimostra l'azienda nel processo di remunerazione del rischio imprenditoriale e nel processo di sviluppo.

Se l'indice presenta un valore inferiore rispetto al rendimento degli investimenti più sicuri, cioè quelli privi di rischio, significa che l'imprenditore potrebbe ottenere maggiori risultati investendo in titoli privi di rischio piuttosto che investire nell'azienda.

Se il valore dell'indice, invece, risulta superiore a quello di altri investimenti risk-free significa che il rischio trova un riconoscimento economico poiché il capitale proprio viene remunerato di più rispetto al caso in cui l'imprenditore collochi le sue risorse in investimenti privi di rischio.

Come già detto, l'indice della redditività del patrimonio netto è caratterizzato dalla sinteticità, che rappresenta sia il suo punto di forza che il suo punto di debolezza. Come punto di forza perché consente di valutare l'andamento reddituale globale attraverso un

semplice rapporto; ma allo stesso tempo è il suo punto di debolezza perché l'indice pecca di analiticità in quanto un suo andamento positivo non permette di esprimere un giudizio positivo sulla situazione reddituale dell'azienda, poiché tale andamento potrebbe dipendere esclusivamente da fattori di natura occasionale, non caratteristici.

Questo suo aspetto porta l'analista a dover indagare sulla redditività aziendale attraverso l'analisi dei singoli elementi che impattano direttamente sul ROE, che sono:

- andamento della gestione operativa.
- andamento della gestione non operativa
- ammontare dell'indebitamento.

Quindi è possibile scomporre il ROE in ulteriori tre indici: $ROE = \frac{RO}{CI} \times \frac{RN}{RO} \times \frac{CI}{PN}$

dove:

RO: Reddito Operativo

CI: Capitale Investito

RN: Reddito Netto

PN: Patrimonio Netto

Il primo componente che analizziamo è l'indice della redditività del capitale investito, cioè il ROA (*Return on Assets*), la cui formula è la seguente:

$$ROA = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}} (\%)^{21}$$

Dalla gestione operativa dovrebbero scaturire le "energie", sia reddituali che finanziarie, idonee ad alimentare la gestione aziendale, ed è proprio per questo che è un aspetto fondamentale da analizzare per comprendere in modo corretto la situazione economica globale dell'azienda.

²¹ In questo caso la formula deriva dalla riclassificazione secondo il libro *Maria Silvia AVI, Il sistema informativo integrato Vol. I, "analisi aziendali di natura economico-finanziaria: il bilancio come strumento di gestione", Il Edizione, Cafoscarina, 2019.*

Se utilizzassimo la riclassificazione secondo *Ugo Sostero, Pieremilio Ferrarese, Moreno Mancin, Carlo Marcon, "L'analisi economico-finanziaria di bilancio" Il Edizione, Giuffrè Editore, 2016,* la formula sarebbe:

$$ROA = \frac{\text{Risultato Operativo (EBIT) aziendale}}{\text{Attivo Netto}}$$

L'unica differenza tra i due indici risiede nella denominazione delle loro componenti.

Il ROA, in termini numerici, deve essere almeno superiore al valore percentuale degli interessi delle banche, perché in caso contrario vuol dire che la gestione sta distruggendo valore piuttosto che generarlo.

Anche il ROA, come il ROE, è contraddistinto dal pregio della sintesi, che al contempo ne rappresenta anche il suo più grande difetto, in quanto tale indice non rappresenta una determinazione quantitativa sufficiente; ed è proprio per questo che risulta necessario andare ad analizzare le attività che compongono l'area gestionale, cioè la gestione caratteristica e la gestione patrimoniale + la gestione finanziaria.

È fondamentale precisare un particolare che caratterizza l'andamento dell'indice ROA: è vero che l'indice è influenzato dalle tre distinte gestioni, caratteristica, patrimoniale e finanziaria, ma è altrettanto vero che esso rappresenta anche il risultato della ponderazione del patrimonio investito sia nella gestione tipica sia in quella non caratteristica. Quindi per meglio comprendere l'andamento positivo o negativo del ROA è opportuno tenere a mente che esso si è influenzato dall'andamento del ROI e della redditività della gestione patrimoniale-finanziaria, ma è anche influenza dalla ripartizione dell'investimento di patrimonio netto nelle due gestioni.

Questo ragionamento può essere anche esplicito in termini matematici attraverso la seguente formula:

$$ROA = \frac{RO}{CI} = \frac{REDD. OPER. GEST. CARATT.}{CIGC} \times \frac{CIGC}{CI} + \frac{(RIC. PAT. - COSTI PAT. + RIC. FIN.)}{CIGNC} \times \frac{CIGNC}{CI}$$

dove:

RO = Reddito Operativo

CI = Capitale Investito

CIGN = Capitale Investito nella Gestione Caratteristica

CIGNC = Capitale Investito nella Gestione Non Caratteristica

RIC. PAT – COSTI PAT. + RIC. FIN. = rappresenta la somma algebrica degli elementi patrimoniale e finanziari attivi.

L'indice ROI (*Return on Investments*) rappresenta la redditività della gestione caratteristica, e la formula è:

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo della Gestione Caratteristica}}{\text{Capitale Investito nella Gestione Caratteristica}} \text{ }^{22}.$$

Il valore assunto da tale indice, che solitamente è inferiore a quello del ROE, dovrebbe essere almeno pari al costo medio del denaro (indice ROD²³), perché se risulta inferiore, significa che le risorse finanziate dall'esterno e investite nell'azienda, non producono reddito sufficiente per garantire il pagamento di tali risorse finanziarie esterne, che dovranno essere coperte dall'imprenditore.

Se il valore, invece, è superiore significa che ogni risorsa investita e finanziata dall'esterno, produrrà reddito sufficiente a garantirne il pagamento e genererà anche un'eccedenza a favore dell'imprenditore.

Quindi la differenza tra il ROI e il ROD rappresenta un'informazione molto importante, in quanto indica che il rendimento che l'impresa ottiene investendo le risorse prese a prestito, è maggiore del costo sostenuto per acquistarle; con la conseguenza che se il ROI è maggiore del ROD, l'impresa ha convenienza a finanziare gli investimenti indebitandosi.

Anche la formula del ROI può essere destrutturata in altre due componenti, la prima che rappresenta il "lato reddituale" e la seconda che ne rappresenta il suo "lato patrimoniale". Quindi può essere così riscritto:

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo Gestione Caratteristica}}{\text{Ricavi caratteristici}} \times \frac{\text{Ricavi caratteristici}}{\text{Capitale Investito Gestione Caratteristica}}$$

La prima componente, quella reddituale, è l'indice della redditività delle vendite, identificata con l'acronimo ROS (*Return on Sales*):

$$ROS = \frac{\text{Reddito Operativo Gestione Caratteristica}}{\text{Ricavi caratteristici}} (\%).$$

²² formula secondo il bilancio riclassificato con riferimento al libro Maria Silvia AVI, "Il sistema informativo integrato Vol. I, analisi aziendali di natura economico-finanziaria: il bilancio come strumento di gestione", II Edizione, Cafoscarina, 2019.

²³ La formula dell'indice ROD è: $ROD = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Mezzi di terzi}} (\%)$. Esso misura il costo medio che l'impresa sostiene per finanziarsi attraverso i mezzi di terzi.

L'indice fornisce una misura percentuale della capacità dell'impresa di generare margini a partire dal livello delle vendite effettuate nel periodo, e ovviamente più il suo valore è elevato, più questo è sinonimo di buona salute operativa e commerciale dell'impresa.

Lo studio di tale componente presuppone l'approfondimento del peso percentuale dei singoli costi caratteristici rispetto ai ricavi caratteristici, in modo tale da analizzare le cause dell'andamento della redditività delle vendite.

Per procedere a tale approfondimento, si ritiene sia necessario effettuare due tipi di calcolo: il primo riguarda la percentualizzazione dei costi dei cinque macro-aggregati caratteristici rispetto ai ricavi caratteristici; in altri termini, si individuano le percentualizzazioni, rispetto al totale dei ricavi caratteristici, del:

- 1) totale costi del venduto;
- 2) totale costi commerciali
- 3) totale costi amministrativi;
- 4) totale costi di ricerca e sviluppo; e
- 5) totale overhead cost.

Il secondo, invece, fa riferimento ad un aspetto più analitico e quindi va a verificare l'incidenza dei singoli costi rispetto ai ricavi della gestione tipica dell'impresa, in modo tale da poter individuare le cause analitiche a cui ricollegare il miglioramento o il peggioramento del ROS.

Possiamo individuare anche un'altra tipologia di percentuali, che in questo caso però, vanno ad indagare non sulla redditività delle vendite, ma bensì sulla politica strategica attuata dall'azienda. Le percentuali in questione vengono calcolate rapportando ogni componente di reddito al totale della categoria di competenza, quindi ad esempio, le poste contabili appratenti al costo del venduto vengono percentualizzate rispetto al totale del costo del venduto, e così avviene per tutte gli altri raggruppamenti.

La seconda componente del ROI, invece, è la rotazione del capitale investito nella gestione caratteristica, e rappresenta il numero di volte che il capitale investito nella gestione caratteristica riesce a ruotare tramite il fatturato aziendale, pertanto non esprime un valore percentuale.

$$\text{Rotaz. del capitale investito nella gest. car.} = \frac{\text{Ricavi caratteristici}}{\text{Capitale Investito Gestione Caratt.}}$$

Esprime, quindi, quanto efficacemente è stato utilizzato il capitale investito nella gestione tipica dell'impresa e il miglioramento dell'efficienza è riscontrabile attraverso un aumento dei ricavi di vendita a parità di capitale investito oppure da una diminuzione del capitale investito a partita di fatturato.

Per rappresentare un valore soddisfacente, deve essere compreso tra 1 e 2.

L'indice di rotazione del capitale investito nella gestione caratteristica è influenzato da due elementi; quindi, la formula può essere riscritta come di seguito:

$$\text{Rot. cap. investito gest. car.} = \frac{\text{Ricavi caratteristici}}{\text{ABGC}} + \frac{\text{Ricavi caratteristici}}{\text{ALGC}}$$

dove:

ABGC è l'attivo a breve investito nella gestione caratteristica. Il valore è così determinato:

Attivo a breve totale – Banche attive – Liquidità differite finanziarie – Liquidità differite tributarie – Liquidità differite non caratteristiche – Attivo patrimoniale a breve = Attivo a Breve investito nella Gestione Caratteristica

ALGC è l'attivo a lungo investito nella gestione caratteristica. Il valore è così determinato:

Attivo a lungo totale – Attivo immateriale non investito nell'attività caratteristica – Attivo a lungo creditizio finanziario – Attivo a lungo creditizio bancario – Attivo patrimoniale a lungo = Attivo a Lungo investito nella Gestione Caratteristica

I due elementi che influenzano l'indice sono:

- a) Tasso di rotazione della gestione dell'attivo a breve investito nella gestione caratteristica. Tale indice consente di comprendere se l'attivo investito nella gestione tipica è gestito in maniera efficiente oppure inefficiente; infatti, un aumento dell'indice evidenzia un miglioramento nell'efficienza di utilizzo dell'attivo con scadenza entro l'esercizio, mentre una diminuzione caratterizza un peggioramento nella gestione dell'attivo breve.

Il punto fondamentale, però, è conoscere le motivazioni analitiche che scaturiscono il miglioramento o il peggioramento dell'efficienza di utilizzo dell'attivo breve, perché

se non si è a conoscenza di tali motivazioni risulta difficile intraprendere le misure correttive adatte. Proprio per tale motivo, lo studio del Tasso di rotazione della gestione dell'attivo a breve caratteristico avviene ponendo l'attenzione sulle due poste che hanno maggior peso sull'attivo, cioè sulla gestione clienti e sulla gestione delle scorte finali.

La prima posta, la gestione clienti, viene analizzata attraverso l'indice di durata media dei crediti, che rappresenta il numero di giorni di dilazione concessi ai clienti dell'impresa. Con riferimento a questo indice, dal punto di vista reddituale²⁴, si può affermare che un suo aumento è da considerarsi negativamente, poiché se il valore dei crediti verso clienti aumenta questo comporta una riduzione dell'efficienza di utilizzo e di sfruttamento di tale capitale; mentre una contrazione dell'indice è positiva.

La seconda posta, attinente alla gestione delle scorte finali, viene esaminata attraverso il Tasso di rotazione del magazzino. Quest'indice è un indice che misura quante volte il magazzino viene utilizzato completamente o reintegrato per effetto delle vendite, di conseguenze è facilmente comprensibile che non possa essere rappresentato da un valore percentuale.

Tanto più il suo valore è elevato, tanto meno saranno elevate le scorte finali e tanto minori saranno i giorni che si dovranno coprire con il magazzino esistente. A fronte di ciò, si può affermare che un aumento di tale indice evidenzia un miglioramento nella gestione delle scorte, al contrario una sua contrazione rappresenta un aumento delle rimanenze finali e quindi una circostanza negativa perché il valore dell'attivo a breve caratteristico lievita e questo comporta una riduzione dell'indice in questione, e di conseguenza un impatto negativo sul tasso di rotazione del capitale investito globale della gestione caratteristica.

Occorre puntualizzare che essendoci differenti tipologie di rimanenze finali, sarà necessario effettuare un calcolo del tasso di rotazione per ciascuna di esse. La formula base rimane invariata, cambia semplicemente il costo che si pone al numeratore e la tipologia di rimanenza che si pone al denominatore.

²⁴ l'indice verrà analizzato dal punto di vista finanziario successivamente all'interno di questo paragrafo, anche se si può già anticipare che l'interpretazione reddituale e finanziaria sono analoghe.

In termini matematici, i tassi di rotazione delle rimanenze sono:

$$\text{Tasso di rotazione delle materie prime} = \frac{\text{Consumi materie prime}}{\text{Rimanenze finali materie prime}}$$

$$\text{Tasso di rotazione dei prodotti finiti} = \frac{\text{Costo prodotti venduti}}{\text{Rimanenze finali prodotti finiti}}$$

$$\text{Tasso di rotazione dei prodotti in corso} = \frac{\text{Costo prodotto finito}}{\text{Rimanenze finali prodotti in corso}}$$

- b) Tasso di rotazione della gestione dell'attivo a lungo investito nella gestione caratteristica. Come per il tasso di rotazione del capitale investito globale, anch'esso non rappresenta un valore percentuale e le considerazioni in merito al suo andamento sono analoghe. Infatti, un miglioramento nell'efficienza di utilizzo di tale attivo è determinato da un aumento dell'indice di rotazione, e viceversa, un peggioramento nell'efficienza dell'utilizzo è determinato dalla contrazione del valore dell'indice. La ratio di tale indice è analoga a quella dell'indice dell'attivo a breve, quindi, va ad indagare se l'attivo a lungo investito nella gestione tipica è stato gestito in maniera efficiente o meno, ma a differenza di quello dell'attivo a breve, quest'indice non può essere ulteriormente scomponibile, poiché non è possibile scindere la parte correlata ai singoli costi pluriennali.

Se il ROI, invece, fosse espresso attraverso la riclassificazione secondo *Ugo Sostero, Pieremilio Ferrarese, Moreno Mancin, Carlo Marcon, L'analisi economico-finanziaria di bilancio II Edizione, Giuffrè Editore, 2016*, presenterebbe una costruzione della formula differente non soltanto in termini di denominazione:

$$ROI = \frac{\text{Risultato operativo caratteristico} + \text{Proventi accessori}}{\text{Capitale Investito Netto Aziendale}}$$

Possiamo riscontrare una differenza fondamentale tra le due formule che risiede nel fatto che all'interno del numeratore della seconda formula viene considerata solamente la gestione patrimoniale e quindi esclusa quella finanziaria.

Il secondo componente del ROE che analizziamo riguarda l'andamento della gestione non operativa. Esso è un indice che non deve essere percentualizzato ed è dato dal rapporto tra il Reddito Netto (RN) e il Reddito Operativo (RO). Tale indice va a considerare qual è il peso degli elementi non operativi sull'ammontare del Reddito operativo, proprio per questo l'indice in aumento è sinonimo di un andamento positivo e, viceversa, l'indice in diminuzione è sinonimo di un andamento negativo. È fondamentale precisare che in questo caso l'unico modo per individuare quali sono gli elementi che hanno provocato l'aumento o la diminuzione dell'indice è quello di percentualizzare ogni elemento non operativo rispetto al reddito operativo dell'esercizio oggetto di analisi.

Per concludere l'analisi delle componenti del ROE, dobbiamo spostare l'attenzione sull'ultimo indice, cioè l'indice di indebitamento, dato da:

$$\text{Indice di indebitamento} = \frac{\text{Capitale Investito}}{\text{Patrimonio Netto}}^{25}.$$

Tale indice, è un indice finanziario che pone in luce la presenza di un equilibrio o di uno squilibrio finanziario globale dell'impresa.

Considerando quest'indice nel contesto dell'analisi della redditività del patrimonio netto, si desidera valutare la convenienza reddituale dell'indebitamento stesso e non esprimere un giudizio sull'equilibrio finanziario dell'azienda. Il finanziamento da terzi conviene nel momento in cui, se impiegato come investimento in capitale, permette di ottenere un vantaggio economico derivante dall'investimento che sia superiore al costo del finanziamento.

Essendo necessario tramutare quanto riportato sopra in termini quantitativi, risulta necessario confrontare il ROA, che rappresenta il vantaggio economico dell'investimento, con il Costo medio del capitale di terzi²⁶, che, come si può desumere dal nome, rappresenta il costo del finanziamento preso a prestito.

Concludendo, con riferimento a tale indice, possiamo affermare che:

²⁵ Nel prosieguo del paragrafo l'indice verrà analizzato sotto l'aspetto finanziario.

²⁶ $\text{Costo medio del capitale di terzi} = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Totale debiti}}$

- l'indebitamento, in termini reddituali, è conveniente se il ROA è maggiore del Costo medio del capitale di terzi;
- l'indebitamento, in termini reddituali, è sconveniente se il ROA è inferiore del Costo medio del capitale di terzi; e
- l'indebitamento, in termini reddituali, è ininfluenza se il ROA è pari al Costo medio del capitale di terzi.

Più il valore dell'indice di indebitamento è alto, più l'impresa risulta indebitata, ma in ogni caso il valore massimo accettabile di indebitamento oscilla tra 3 e 4.

L'analisi fin qui condotta fa riferimento all'equilibrio o squilibrio reddituale, ma risulta opportuno anche effettuare un'analisi di tipo patrimoniale/finanziaria attraverso una serie di indici che verranno trattati di seguito, quali:

- indice di disponibilità
- indice di liquidità
- indice di copertura dell'attivo a lungo termine
- indici di composizione del capitale investito
- indice di indebitamento
- indice di intensità del finanziamento complessivo
- indice di capacità di copertura reddituale lorda
- indice di capacità del capitale di creazione di flussi finanziari
- indice di durata media dei debiti
- indice di durata media dei crediti

L'indice di disponibilità è indispensabile per monitorare l'equilibrio finanziario a breve termine.

La formula è la seguente:

$$\text{Indice di disponibilità} = \frac{\text{Attivo a breve termine}}{\text{Passivo a breve termine}}$$

Il parametro di riferimento varia in base al valore delle scorte e dell'attivo patrimoniale a breve. Infatti, se l'impresa è caratterizzata da un'elevata presenza di scorte e di attivo patrimoniale a breve, l'equilibrio è garantito quando l'indice raggiunge il valore di 1,5 o

addirittura lo superi; se l'impresa invece ha un valore di scorte molto contenuto e assenza di attivo patrimoniale a breve, l'equilibrio è presente anche nel caso in cui l'indice abbia un valore inferiore al parametro 1,5. Infine, nel caso in cui il valore delle scorte e dell'attivo patrimoniale a breve sia assente, il valore ottimale dell'indice è equiparato all'unità.

Quindi è chiaro che il valore di riferimento dell'indice di disponibilità oscilla tra i parametri 1 e 1,5 in base alla presenza o meno di scorte e attivo patrimoniale a breve e anche dalla loro consistenza.

Considerando, però, che le scorte presentano una diversa incidenza in relazione ai processi produttivi aziendali, si può ritenere necessario assumere come valore di confronto la media dei valori di tale indice nei precedenti bilanci oppure in quelli di aziende concorrenti.²⁷

Se il valore l'indice è inferiore al valore di riferimento (tra 1 e 1,5) significa che l'indice manifesta, rispetto ai crediti, un eccesso di debiti con scadenza entro l'esercizio; se il suo valore invece supera quello ottimale, significa che l'impresa è in grado di far fronte alle scadenze nel breve periodo, e quindi presenta un equilibrio finanziario. In questo caso è comunque fondamentale ricordare che un valore eccessivo, in positivo, non necessariamente indica una situazione ottimale perché l'eccessivo attivo a breve rispetto all'analogo passivo, potrebbe essere sinonimo di uno squilibrio finanziario determinato da forme di investimento a breve non remunerative; quindi, è necessario valutare la politica finanziaria degli investimenti aziendali per poter esprimere un giudizio positivo o negativo sull'equilibrio finanziario.

Comunque, in generale si può sostenere che se l'indice aumenta, la situazione finanziaria si rafforza, mentre se l'indice diminuisce l'equilibrio finanziario mostra dei segni di peggioramento.

L'indice di liquidità va ad indagare se i fabbisogni, espressi in termini di liquidità, sono in equilibrio con le fonti a breve termine.

La formula è:

²⁷ Luppi Ferruccio, "Analisi dei bilanci aziendali", Giuffrè Editore, Milano 1994

$$\text{Indice di liquidità} = \frac{\text{Liquidità totale}^{28}}{\text{Passivo a breve termine}}$$

Il valore attorno al quale si dovrebbe aggirare tale indice è di 0,7-0,8, che si può approssimare fino ad 1. È importante precisare che se l'indice di liquidità fosse troppo elevato, potrebbe nascondere dei problemi di politica e di investimento finanziario e di conseguenza non essere sinonimo di equilibrio. Quindi se l'andamento è positivo ma con un eccesso di liquidità, come per l'indice di disponibilità, è necessario indagare sulla politica finanziaria degli investimenti aziendali per poter esprimere un giudizio sull'equilibrio finanziario, giudizio che può essere sia positivo che negativo.

Sia l'indice di disponibilità che quello di liquidità possono essere espressi anche in valori assoluti e quindi sotto forma di margine. Di conseguenza avremmo:

$$\text{Margine di disponibilità} = \text{Attivo a breve termine} - \text{Passivo a breve termine}$$

$$\text{Margine di liquidità} = \text{Liquidità totali} - \text{Passivo a breve termine}$$

Entrambi i margini possono assumere un valore positivo oppure negativo, in base alla presenza di un equilibrio oppure uno squilibrio finanziario a breve termine.

L'indice di copertura dell'attivo a lungo termine è utile per l'analisi della situazione finanziaria a lungo termine, come desumibile dalla denominazione. In questo caso si contrappongono fabbisogni e fonti aventi la medesima scadenza per verificare se sono in equilibrio; infatti, la formula è:

$$\text{Indice di copertura dell'attivo a lungo termine} = \frac{\text{Passivo a lungo termine} + P.N.}{\text{Attivo a lungo termine}}$$

L'equilibrio finanziario a lungo è garantito nel caso in cui l'indice sia uguale o superiore all'unità, per cui un suo aumento comporta un rafforzamento dell'equilibrio finanziario, nel caso di una riduzione del quoziente, questo comporta una situazione finanziaria negativa

²⁸ Liquidità totali = Liquidità immediate + Liquidità differite

solo se scende al di sotto dell'unità, se invece la riduzione permette comunque di avere un valore sopra l'unità, l'equilibrio a lungo termine, anche se meno accentuato, permane.

Anche in questo caso, se si contrappongono i valori assoluti si ottiene il c.d. Margine di Struttura, il quale può assumere valore positivo, se c'è coerenza fra le fonti e i fabbisogni a lungo, oppure negativo nel caso ci sia uno squilibrio finanziario.

Dato che nel bilancio riclassificato è presente il pareggio tra fonti e fabbisogni, è chiaro che, in assenza di voci a sé stanti, il margine di struttura e il margine di disponibilità si equivarranno in termini numerici e di segno. Per contro, questa coincidenza non sarà presente nel caso in cui nello Stato Patrimoniale riclassificato compaiano voci a sé stanti, perché in tal caso la sommatoria tra Attivo a Breve e Attivo a Lungo con corrisponderà alla sommatoria dei valori del passivo, quindi a Passivo Corrente + Passivo Consolidato + Patrimonio Netto.

Gli *indici di composizione del capitale investito* permettono di misurare il peso, percentuale, dei micro-aggregati dell'attivo rispetto al capitale investito, andando così a valutare se la struttura patrimoniale – finanziaria è in grado di fronteggiare una gestione in condizioni ambientali caotiche.

Proprio per questo motivo si afferma che l'elasticità della gestione rappresenta la capacità dell'impresa a adeguarsi al nuovo contesto con semplicità e in tempi brevi; mentre quando non l'impresa non riesce a adattarsi facilmente alle nuove condizioni ambientali si parla di rigidità.

Riferendoci all'aspetto operativo, gli elementi che contribuiscono alla rigidità dell'impresa sono le poste appartenenti all'attivo a lungo termine, mentre quelle che garantiscono elasticità all'impresa sono le poste iscritte nell'attivo a breve termine. Proprio per questo gli indici vengono denominati di "rigidità" o di "elasticità" in base all'elemento che si rapporta al Capitale Investito.

Per questi indici non è possibile esprimere un giudizio positivo o negativo per un determinato andamento, ma è necessario effettuare ogni considerazione tenendo ben presente la specifica situazione aziendale, il trend dei vari quozienti e la composizione dell'attivo in base al settore di appartenenza.

I vari indici al denominatore presenteranno sempre la componente “Capitale Investito”; mentre al numeratore troviamo:

- per gli indici che attengono all’elasticità dell’impresa: Attivo a Breve, Attivo a breve patrimoniale, Disponibilità, Liquidità immediate + Liquidità differite;
- per gli indici che attengono alla rigidità dell’impresa: Attivo a lungo, Attivo a lungo materiale, Attivo a lungo immateriale, Attivo a lungo creditizio, Attivo a lungo patrimoniale.

L’indice di indebitamento, dal punto di vista finanziario, va a mostrare il grado di indebitamento dell’azienda. Può essere espresso attraverso due differenti approcci:

$$\text{Indice di indebitamento} = \frac{\text{Capitale investito}}{\text{Patrimonio Netto}}$$

$$\text{Indice di indebitamento} = \frac{\text{Capitale di terzi}}{\text{Patrimonio Netto}}$$

I valori che dovrebbe rispettare l’indice di indebitamento cambiano, anche se non di molto, a seconda di quale formula che si decide di utilizzare; nel primo caso avremmo un risultato che dovrebbe non superare il valore di 4, nel secondo caso non dovrebbe superare il valore di 3. Se l’indice supera tali valori aumenta il rischio di default finanziario.

Se l’indice è molto basso, questo vuol dire si che l’impresa si trova in una situazione finanziaria ottimale, ma allo stesso tempo è anche indicatore di un inadeguato sfruttamento della capacità di credito e di conseguenza anche dell’attitudine dell’impresa a svilupparsi.

I parametri sopra ripostati devono comunque essere considerati con estrema cautela, perché molte imprese, dall’analisi dei loro bilanci, presentano un indice di indebitamento con valori molto più elevati, ma, nonostante ciò, continuano ad operare.

Quello che è logico, è che più ci si discosta dal valore di riferimento, maggiore sarà il rischio di default finanziario.

L’indice di intensità del finanziamento complessivo mira a valutare l’equilibrio tra debiti e ricchezza propria dell’impresa. Molto utilizzato dalle banche nel caso di valutazione per la concessione dei fidi bancari alle imprese.

Si prevede che il suo valore massimo sia pari a 2, quindi valori superiori sono sinonimo di potenziale squilibrio finanziario, proprio per questo una diminuzione dell'indice comporta un rafforzamento dell'equilibrio finanziario, mentre un suo aumento comporta dei segni di peggioramento della situazione finanziaria.

Il tutto è sempre da rapportarsi al valore di riferimento, perché se l'indice aumenta e supera il valore di due possiamo affermare che ci sia un peggioramento della situazione finanziaria, ma se l'indice aumenta e rimane al di sotto del parametro di riferimento saremo in presenza di un trend non favorevole, ma il giudizio non può essere negativo.

La stessa logica si applica al caso in cui l'indice sia in diminuzione, se l'indice è superiore a 2 e diminuisce ma rimane sempre con un valore superiore a 2, il trend è in miglioramento ma non si può esprimere un giudizio positivo perché la situazione finanziaria è ancora squilibrata; se l'indice con l'andamento in diminuzione raggiunge un valore inferiore a 2 l'andamento sarà in miglioramento e il giudizio positivo perché la situazione finanziaria è equilibrata.

La formula è:

$$\text{Indice di intensità del finanziamento complessivo} = \frac{\text{Posizione finanziaria netta}^{29}}{\text{Patrimonio Netto}}$$

L'indice di capacità di copertura reddituale lorda completa l'analisi dell'indice di intensità di finanziamento complessivo. Esso serve per comprendere la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni finanziari mediante il conseguimento delle componenti reddituali caratteristiche al netto degli ammortamenti, patrimoniali e finanziari attivi.

La formula è:

$$\text{Indice di capacità di copertura reddituale lorda} = \frac{\text{Posizione Finanziaria Netta}}{\text{EBITDA}}$$

Il valore massimo di riferimento che dovrebbe assumere l'indice, per non incorrere in potenziale squilibrio finanziario, è pari a 5. La regola generale, come per l'indice di intensità di finanziamento complessivo, vale anche per l'indice di capacità di copertura reddituale

²⁹ Posizione Finanziaria Netta = Debiti Finanziari – Liquidità immediate. Come evidenziato dalla formula, la Posizione Finanziaria Netta individua i Debiti finanziaria al netto delle attività che possono essere liquidate immediatamente.

lorda: se diminuisce l'equilibrio finanziario si rafforza, se aumenta l'equilibrio finanziario mostra segni di peggioramento, e di conseguenza, tanto maggiore è l'indice, tanto più elevata sarà la possibilità di default finanziario.

L'indice di capacità del capitale di creazione di flussi finanziari, vede contrapporsi il cash flow caratteristico monetario al capitale investito e il valore minimo dell'indice deve essere pari a 3, perché valori inferiori sono sinonimo di sofferenza finanziaria in quanto l'impresa presenta una scarsa capacità di creare flussi monetari rispetto all'ammontare del capitale investito. L'importo ottimale sarebbe pari a 4.

La formula è la seguente:

$$\begin{aligned} & \textit{Indice di capacità del capitale di creazione di flussi finanziari} \\ & = \frac{\textit{Cash flow car. espresso in term. di liquidità}}{\textit{Capitale investito}} \end{aligned}$$

L'indice di durata media dei crediti evidenzia la dilazione media di pagamento concessa ai clienti. Quest'indice è fondamentale per comprendere se c'è equilibrio tra le dilazioni concesse ai clienti e quelle ottenute dai fornitori.

La formula è:

$$\begin{aligned} & \textit{Indice di durata media dei crediti} \\ & = \frac{\textit{Crediti comm. al lordo del fondo svalutazione crediti}}{(\textit{Ricavi caratteristici} + \textit{IVA sulle vendite})/360} \end{aligned}$$

Per non incorrere in errori valutativi, è necessario che il numeratore non venga depurato dal fondo svalutazione crediti, perché se non fosse presente, si toglierebbero tutti quei crediti che allungano la durata media; inoltre, il denominatore può essere rappresentato dai Crediti o dai ricavi, che devono essere modificati in modo tale che denominatore e numeratore siano omogenei; pertanto, ai ricavi sarà necessario sommare l'IVA, mentre dai crediti sarà necessario eliminarla.

L'indice di durata media dei debiti, come per i crediti, misura la dilatazione media di pagamento ottenuta dai fornitori.

La formula è:

$$\text{Indice di durata media dei crediti} = \frac{\text{Debiti commerciali}}{(\text{Acquisti} + \text{IVA})/360}$$

Tale indice è speculare a quello relativo ai crediti, di conseguenza va a verificare, anch'esso, se è presente l'equilibrio tra le dilazioni ottenute dai fornitori e quelle concesse ai clienti.

Anche in questo caso il denominatore deve essere aggiustato con l'IVA se si considerano gli acquisti, oppure depurato dall'IVA se si considerano i debiti.

Per interpretare correttamente gli indici di durata media dei crediti e dei debiti, è necessario tenere in considerazione due aspetti fondamentali:

1. Un aumento della dilazione dei crediti è negativo poiché dimostra un allungamento dei tempi di rientro per i crediti concessi, d'altra parte quindi una sua riduzione è da considerarsi positiva; specularmente, un aumento di dilazione dei debiti deve essere valutato positivamente poiché implica un maggior tempo per poter far fronte agli impegni presi, e al contempo una sua riduzione è da valutarsi negativamente;
2. I due indici non possono prescindere dal confronto l'uno con l'altro in quanto essi servono a monitorare, come già detto, la presenza di equilibrio tra i termini di incasso concessi e le scadenze di pagamenti subite; quindi, il parametro di riferimento per ciascun indice corrisponde esattamente all'indice opposto.

Andando ad analizzare tutti gli indici finora citati, possiamo esprimere un giudizio sullo stato di salute complessivo dell'impresa oggetto di valutazione. Giudizio che potrà essere positivo, negativo oppure positivo per alcuni aspetti e negativo per altri in base all'analisi condotta su tutti gli equilibri e anche all'interconnessione tra gli indici stessi.

2.3.2. I Flussi per la valutazione dell'azienda

L'analisi condotta precedentemente, è l'analisi cosiddetta *statica*, in quanto non consente di analizzare le tipologie di entrate e di uscite finanziarie che l'impresa ha avuto oppure avrà. Questo limite, che è proprio degli indici finanziari, rappresenta una caratteristica intrinseca di tali quozienti e quindi non può essere superato se non attraverso un'ulteriore tipologia di analisi da affiancare a quella statica.

Quindi per poter esprimere un giudizio sulla situazione finanziaria, l'analisi per indici deve essere integrata da un confronto qualitativo fra entrate e uscite. Tale analisi può essere attuata solo mediante i flussi finanziari, i quali permettono di identificare i fabbisogni e le fonti e di attuare un approfondimento qualitativo delle poste così espresse.

L'analisi dei flussi finanziari riesce a dare profondità ai dati della situazione economica, patrimoniale e finanziaria, riuscendo così a superare l'ostacolo della staticità dettato dal fatto che l'analisi per indici viene effettuata considerando i valori di bilancio in un preciso momento, solitamente rappresentato dal 31 dicembre di ciascun anno solare; mentre l'analisi di bilancio per flussi contempla il confronto dei valori tra due o più bilanci, con lo scopo di comprendere come si è mossa la liquidità nella gestione operativa, nelle operazioni di investimento o finanziamento, nella gestione atipica e nella gestione straordinaria.

Possiamo affermare che i flussi finanziari hanno, quindi, un duplice scopo:

1. identificare tutte le fonti e tutti i fabbisogni
2. confrontare le entrate ricorrenti con le uscite ricorrenti e le entrate non ricorrenti con le uscite non ricorrenti.

Proseguendo con tale analisi, l'equilibrio finanziario può dirsi rispettato solo qualora le entrate ricorrenti siano superiori alle corrispettive uscite e ovviamente maggiore è la differenza tra i due aggregati, tanto più solido potrà dirsi l'equilibrio finanziario dell'impresa.

L'attenzione, per passare dall'ottica di analisi di bilancio per indici (statica) a quella dinamica, deve spostarsi dal concetto di fondo al concetto di flusso: "il fondo è un valore istantaneo, che esprime una certa consistenza; il flusso, invece, è un valore cinetico, che esprime un movimento."³⁰

Quindi, risulta evidente, che quantificare un valore patrimoniale alla data di chiusura del bilancio o in un altro determinato istante, corrisponde ad individuare un Cash Found (grandezza – fondo); analizzare, invece, le movimentazioni del valore di una determinata grandezza – fondo, che sono intervenute nel periodo preso in esame, significa individuare un

³⁰ Caramiello Carlo, *"Il rendiconto finanziario. Introduzione alla tecnica di redazione"*, Giuffrè, Milano 1993

Cash Flow (flusso finanziario), che rappresenta la configurazione del denaro che assume rilevanza nell'analisi dinamica.

L'analisi dei flussi si pone l'obiettivo di osservare come la gestione finanziaria ha operato al fine di assicurare l'esistenza e il mantenimento dell'equilibrio monetario considerando l'orizzonte temporale di breve termine.³¹

Tale analisi può essere condotta considerando sia i flussi di liquidità che i flussi di Capitale Circolante Netto, ma le condizioni di instabilità dei mercati, spingono gli analisti a preponderare la scelta dei flussi verso quelli di liquidità. Questa scelta deriva da due ragioni sottostanti: il fondo liquidità è caratterizzato da un'oggettività assoluta, in quanto gli elementi che compongono tale fondo sono svincolati da ogni valutazione soggettiva. La seconda ragione attiene a ciò che la tipologia di analisi riesce a raffigurare, cioè la capacità interna dell'azienda di generare reddito per la sopravvivenza e lo sviluppo dell'attività.³²

Quindi, i flussi che la dottrina predilige per integrare l'analisi statica degli indici, con quella dinamica, sono i flussi di cassa, proprio per il fatto che l'equilibrio finanziario potrebbe nascondere un profondo squilibrio monetario. Per questo quando si citano le fonti e i fabbisogni, bisogna tenere bene a mente che il concetto è prettamente monetario.

Prima di procedere all'approfondimento dei flussi di cassa, si ritiene opportuno fare un accenno al Capitale Circolante Netto, anche se i flussi attinenti ad esso non vengono prediletti nell'analisi dinamica.

Possiamo definire il Capitale Circolante Netto come una grandezza astratta, determinata in un preciso istante, volta ad illustrare il Cash Flow o il reddito spendibile, cioè il flusso generato dalla gestione corrente.³³

Non esiste una definizione univoca di Capitale Circolante Netto, ma possiamo identificare due diverse configurazioni: il Capitale Circolante Netto Finanziario e il Capitale Circolante

³¹ Questo equilibrio è identificabile anche come equilibrio di tesoreria.

³² Tami Alessandra, *"Flussi reddituali e flussi finanziari in situazioni di dinamismo ambientale"*, Giuffrè Editore, Milano 1989

³³ Teodori Claudio, *"La ricostruzione e l'interpretazione del rendiconto finanziario"*, G. Giappichelli Editore, Torino 2002

Netto Caratteristico. La prima definizione deriva dal confronto tra attività e passività a breve termine, mentre la seconda configurazione è ricavabile dal confronto tra le attività e le passività correnti. L'impiego di una delle due modalità di determinazione del Capitale Circolante Netto è una scelta soggettiva, in quanto, l'analisi dei flussi di Capitale Circolante Netto, indipendentemente dalla sua configurazione, ha come obiettivo di dare rilievo ai riflessi finanziari che la gestione corrente ha prodotto e anche di analizzare quali sono stati i contributi da parte delle diverse aree di gestione alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa.³⁴

In passato il Capitale Circolante Netto era ampiamente applicato nella pratica, ma come abbiamo visto in precedenza, ci sono state due ragioni che hanno portato al suo progressivo abbandono: in primis nella sua composizione rientrano grandezze soggette ad un procedimento di valutazione, che di conseguenza portano la grandezza ad essere determinata con criteri non completamente oggettivi³⁵. In secondo luogo, il Capitale Circolante Netto permette di trarre delle conclusioni sull'andamento finanziario della struttura economica, ma, nonostante ciò, non è in grado di assicurare con certezza l'esistenza dell'equilibrio monetario. Questo è dovuto al fatto che, un valore negativo di tale grandezza è sinonimo di una tensione finanziaria che va ad intaccare la capacità dell'impresa di far fronte alle uscite finanziarie di breve termine, ma d'altro canto, un valore positivo del Capitale Circolante Netto, si indica un equilibrio finanziario ma questo non necessariamente si traduce anche in un equilibrio monetario.

Quanto appena esposto, porta alla conseguenza che l'equilibrio dei flussi di Capitale Circolante Netto è una condizione necessaria ma non sufficiente per affermare la presenza di equilibrio monetario di breve termine, questo dovuto dal fatto che i flussi di Capitale

³⁴ Tami Alessandra, *“Flussi reddituali e flussi finanziari in situazioni di dinamismo ambientale”*, Giuffrè Editore, Milano 1989

³⁵ Il Capitale Circolante Netto non può essere determinato in modo completamente oggettivo perché come cita l'OIC 10 – *Rendiconto finanziario* “Le variazioni del *capitale circolante netto* sono rappresentate dalle variazioni di rimanenze, crediti, debiti, ratei e risconti connesse ai ricavi e oneri di natura operativa”. I crediti sono connotati da una certa soggettività in quanto devono essere valutati al loro presumibile valore di realizzo, così come le rimanenze che possono essere valutate con diversi criteri e in ogni caso tenendo conto del loro presumibile valore di realizzo.

La soggettività che caratterizza tali poste, di conseguenza si trasla anche sulla determinazione del valore del Capitale Circolante Netto, che quindi non sarà mai determinato solo ed esclusivamente da criteri oggettivi.

Circolante Netto rappresentano dei flussi potenziali che non sempre si trasformano in flussi di cassa e quindi in flussi reali.³⁶

Proprio per questa sua connotazione, come abbiamo detto precedentemente, la disciplina per l'analisi dinamica predilige la scelta dei flussi di cassa.

Quanto appena esposto attiene ad una connotazione prettamente italiana, infatti, a livello internazionale l'utilizzo dei flussi di Capitale Circolante Netto non è contemplato. Proprio per questa discrepanza tra le due discipline, nel 2014 ci fu una riforma, che successivamente verrà brevemente spiegata, a livello nazionale del Principio Contabile inerente al Rendiconto Finanziario in modo tale che quest'ultimo fosse allineato con le disposizioni dei principi internazionali.

L'IAS 7 cita: "An entity presents its cash flows from operating, investing and financing activities in a manner which is most appropriate to its business. Classification by activity provides information that allows users to assess the impact of those activities on the financial position of the entity and the amount of its cash and cash equivalents. This information may also be used to evaluate the relationships among those activities."

Quindi, anche i Principi Contabili internazionali si pongono l'obiettivo di ottenere, attraverso i flussi finanziari, le informazioni inerenti all'ammontare delle disponibilità liquide e ai mezzi equivalenti, e di conseguenza di comprendere se l'impresa presenta o meno un equilibrio monetario; e allo stesso tempo hanno, anch'esse, lo scopo di indagare sull'impatto delle varie attività (operativa, di investimento e di finanziamento) sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società.

Pertanto, possiamo affermare che dal punto di vista dello scopo dell'analisi attraverso i flussi finanziari, le varie discipline sono concordi. Nonostante questo aspetto comune, i Principi Contabili nazionali e internazionali presentano delle diversità, che verranno affrontate successivamente.

³⁶ Tami Alessandra, *"Flussi reddituali e flussi finanziari in situazioni di dinamismo ambientale"*, Giuffrè Editore, Milano 1989

Spostando ora l'attenzione su un aspetto più pratico, parliamo della determinazione dei flussi di cassa *reali* che è un'operazione complessa e avviene in due fasi:

- 1) eliminazione dei fabbisogni e fonti *apparenti* che non hanno impattato sulla cassa;
- 2) separazione dei "*flussi somma*". Fa riferimento alla presenza di un flusso apparente che però è formato da due flussi reali di cassa di segno opposto. Questo passaggio è fondamentale in quanto solo rilevando il fabbisogno reale e la fonte reale in modo separato si possono identificare i flussi di cassa reali che impattano sul periodo considerato.

Una voce fondamentale che richiede la scomposizione è rappresentata dal reddito d'esercizio. Infatti, esso deve essere rappresentato come sommatoria di tutti i costi e ricavi verificatisi nel periodo temporale di riferimento, questo perché se si riportasse il valore dell'utile/perdita dell'esercizio non sarebbe possibile individuare i flussi componenti il valore somma costituito proprio dal reddito d'esercizio.

La determinazione quantitativa dei flussi di cassa richiede che l'analista disponga di una serie di informazioni aggiuntive, senza le quali non è possibile determinare i fabbisogni e le fonti reali. Tali informazioni aggiuntive fanno riferimento proprio alle operazioni specifiche hanno causato una variazione della voce interessata. Facendo degli esempi pratici, le informazioni aggiuntive possono essere: il rimborso di una quota del mutuo, la vendita di un bene con specificazione del suo valore storico, oppure come è stato effettuato l'aumento di capitale nell'esercizio.

Il primo passo di questa analisi è calcolare le singole fonti e fabbisogni, ma questo non permette di individuare la presenza di un equilibrio o squilibrio fra flussi in entrata e flussi in uscita aventi le medesime caratteristiche (ricorrenti o non ricorrenti).

Risulta pertanto necessario, dopo aver effettuato i calcoli per le singole voci sul foglio di lavoro, procedere ad una correlazione dei valori dei flussi individuati in modo tale da riscontrare la presenza di equilibrio/squilibrio tra le poste che devono essere interpretate contestualmente.

Questo obiettivo è raggiungibile solo attraverso un documento di bilancio, cioè il Rendiconto Finanziario, il cui obiettivo è proprio quello di riunire i flussi riguardanti operazioni omogenee in aggregati significativi.

Facendo una breve panoramica legislativa, sia il Codice civile che i Principi Nazionali OIC che quelli Internazionali IAS dispongono una norma con riferimento al Rendiconto Finanziario.

Il Codice civile disciplina che: “Dal rendiconto finanziario risultano, per l’esercizio a cui è riferito il bilancio e per quello precedente, l’ammontare e la composizione delle disponibilità liquide, all’inizio e alla fine dell’esercizio, ed i flussi finanziari dell’esercizio derivanti dall’attività operativa, da quella di investimento, da quella di finanziamento, ivi comprese, con autonoma indicazione, le operazioni con i soci.”³⁷

Come si può ben notare, l’articolo non dispone nessuna informazione riguardante la struttura e la metodologia di calcolo del Rendiconto Finanziario. Così facendo lascia intendere che tutte le informazioni attinenti a quegli aspetti sono da ricercarsi all’interno dei Principi contabili Nazionali e più precisamente all’interno dell’OIC 10 *Rendiconto Finanziario*.

L’OIC 10 *Rendiconto Finanziario* afferma che i flussi devono essere inseriti all’interno di una delle categorie:

- a) Attività Operativo, comprendente le operazioni connesse all’acquisizione, produzione distribuzione di beni e servizi e nel quale rientrano anche tutte le informazioni non appartenenti alle altre due categorie;
- b) Attività d’Investimento, che comprende le operazioni di acquisto e vendita delle varie immobilizzazioni e delle attività finanziarie non immobilizzate;
- c) Attività di Finanziamento, le cui informazioni sono rilevanti per fornire previsioni sui futuri flussi finanziari a chi fornisce capitali all’entità.

Anche secondo l’IAS 7 *Statement of Cash Flows*, il Rendiconto Finanziario deve essere redatto in modo tale che i flussi vengano suddivisi tra:

- a) Attività Operativa, i cui flussi derivano dalle operazioni di gestione attinenti alla formazione dell’utile o perdita d’esercizio;

³⁷ Articolo 2425-ter Codice civile

- b) Attività d'Investimento, le cui informazioni rappresentano una misura dei costi di acquisizione delle risorse destinate a produrre proventi e flussi finanziari futuri;
- c) Attività di Finanziamento, i cui flussi si riferiscono alle entrate e uscite di disponibilità liquida o mezzi equivalenti per l'ottenimento/restituzione di capitale di rischio o di debito.

Le differenze tra la disciplina nazionale e quella internazionale sono relative alla formazione del Rendiconto Finanziario e al metodo di utilizzo.

Una prima differenza attiene alla definizione di "Flusso finanziario": i Principi Contabili Nazionali dispongono che i flussi finanziari raffigurano gli aumenti o le diminuzioni dell'ammontare delle "disponibilità liquide" che sono rappresentate da depositi bancari e postali, da assegni e da denaro e valori in cassa³⁸; i Principi Contabili Internazionali, invece, attraverso l'IAS 7 affermano che i flussi finanziari "are inflows and outflows of cash and cash equivalents". Quindi i Principi Contabili internazionali allargano il perimetro del "Cash Flow", includendo anche le disponibilità liquide equivalenti. Secondo l'IAS 7, le disponibilità liquide sono rappresentate da cassa e depositi a vista, mentre le disponibilità liquide equivalenti sono gli investimenti finanziari a breve termine, prontamente convertibili in un ammontare noto di denaro e soggetti ad un irrilevante rischio di variazione del loro valore.

Quindi, si comprende che la prima differenza è riferita a ciò che viene compreso all'interno del concetto di "Cash Flow".

Un'altra differenza, invece, è riferibile al modello del Rendiconto Finanziario utilizzabile. Il Principio IAS 7 enuncia la preferenza nell'utilizzo del metodo diretto, consentendo però la possibilità di adottare un'alternativa di modello, cioè quello indiretto. Il Principio OIC 10 invece non dispone nessuna preferenza in merito ai modelli utilizzabili, ma semplicemente lascia a discrezione dell'utilizzatore la scelta tra il metodo diretto e quello indiretto.

Prima di presentare gli schemi di Rendiconto Finanziario, si ritiene opportuno, al fine di comprendere le motivazioni alla base della scelta dei modelli presentati, fare un piccolo cenno all'evoluzione normativa riguardante il documento di bilancio in questione. L'OIC 10 *Rendiconto Finanziario* è stato introdotto nel 2014. Precedentemente il Rendiconto veniva

³⁸ Tutti gli elementi citati sono ammessi anche in valuta estera

citato nell'OIC 12 *Composizione e schemi di bilancio di esercizio di imprese mercantili, industriali e di servizi*³⁹, il quale prevedeva la possibilità di redigere il Rendiconto Finanziario con tre diverse modalità: Rendiconto Finanziario espresso in termini di Capitale Circolante Netto; Rendiconto Finanziario che espone le variazioni nella situazione patrimoniale e finanziaria in termini di liquidità; Rendiconto Finanziario di flussi di disponibilità liquide. Nell'OIC 10 *Rendiconto Finanziario* c'è stato un cambio radicale, in quanto non è più previsto l'utilizzo del Rendiconto Finanziario espresso in termini di Capitale Circolante Netto poiché si ritiene che tali flussi non siano dotati di capacità informativa.

Proprio per questo motivo si è deciso di riportare, all'interno dell'elaborato, gli schemi di Rendiconto Finanziario determinato con il metodo diretto e con il metodo indiretto.

Metodo diretto:

A. Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa
Incassi da clienti
Altri incassi
(Pagamenti a fornitori per acquisti)
(Pagamenti a fornitori per servizi)
(Pagamenti al personale)
(Altri pagamenti)
(Imposte pagate sul reddito)
Interessi incassati/(pagati)
Dividendi incassati
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)
B. Flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento
<i>Immobilizzazioni materiali</i>
(Investimenti)
Disinvestimenti
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>
(Investimenti)
Disinvestimenti
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>
(Investimenti)
Disinvestimenti
<i>Attività finanziarie non immobilizzate</i>

³⁹ Successivamente alle modifiche apportate nel 2014, l'OIC 12 è stato sostituito dal documento OIC 12 *Composizione e schemi del bilancio di esercizio*

(Investimenti)
Disinvestimenti
<i>Acquisizione o cessione di rami d'azienda al netto delle disponibilità liquide</i>
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)
C. Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento
<i>Mezzi di terzi</i>
Incremento (decremento) debiti a breve verso banche
Accensione finanziamenti
(Rimborso finanziamenti)
<i>Mezzi propri</i>
Aumento di capitale a pagamento
(Rimborso di capitale)
Cessione (acquisto) di azioni proprie
(Dividendi e acconti su dividendi pagati)
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (A ± B ± C)
Disponibilità liquide 01/01/20XX di cui: Depositi bancari e postali Assegni Denaro e valori in cassa
Disponibilità liquide 31/12/20XX di cui: Depositi bancari e postali Assegni Denaro e valori in cassa

Metodo indiretto:

A. Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa
Utile (perdita) dell'esercizio
Imposte su reddito
Interessi passivi/ (Interessi attivi)
(Dividendi)
(Plusvalenze)/minusvalenze derivanti dalla cessione di attività
1. Utile (perdita) dell'esercizio prima delle imposte sul reddito, interessi, dividendi e plusvalenze/minusvalenze da cessione
<i>Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto</i>
Accantonamenti ai fondi

Accantonamenti alle immobilizzazioni
Svalutazioni per perdite durevoli di valore
Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie di strumenti finanziari derivati che non comportano movimentazione monetaria
Altre rettifiche per elementi non monetari
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn
<i>Variazioni del capitale circolante</i>
Decremento/(Incremento) delle rimanenze
Decremento/(Incremento) dei crediti verso clienti
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori
Decremento/(Incremento) ratei e risconti attivi
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi
Altre variazioni del capitale circolante netto
3. Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn
<i>Altre rettifiche</i>
Interessi Incassati/(pagati)
(Imposte sul reddito pagate)
Dividendi incassati
(Utilizzo dei fondi)
Altri incassi/pagamenti
4. Flusso finanziario dopo le altre rettifiche
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)
B. Flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento
<i>Immobilizzazioni materiali</i>
(Investimenti)
Disinvestimenti
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>
(Investimenti)
Disinvestimenti
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>
(Investimenti)
Disinvestimenti
<i>Attività finanziarie non immobilizzate</i>
(Investimenti)
Disinvestimenti
<i>Acquisizione o cessione di rami d'azienda al netto delle disponibilità liquide</i>
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)
C. Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento
<i>Mezzi di terzi</i>
Incremento (decremento) debiti a breve verso banche
Accensione finanziamenti
(Rimborso finanziamenti)

<i>Mezzi propri</i>
Aumento di capitale a pagamento
(Rimborso di capitale)
Cessione (acquisto) di azioni proprie
(Dividendi e acconti su dividendi pagati)
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (A ± B ± C)
Disponibilità liquide 01/01/20XX
di cui:
Depositi bancari e postali
Assegni
Denaro e valori in cassa
Disponibilità liquide 31/12/20XX
di cui:
Depositi bancari e postali
Assegni
Denaro e valori in cassa

Come si può notare la differenza tra i due metodi attiene alla gestione operativa. Con il metodo indiretto l'attività operativa viene presentata con uno schema più dettagliato e laborioso. Infatti, il metodo indiretto viene utilizzato se l'utile/perdita d'esercizio viene rettificata per tenere conto degli elementi di natura non monetaria, delle variazioni del capitale circolante netto connesse ai costi o ricavi dell'attività operativa e dalle operazioni i cui effetti sono ricompresi tra i flussi derivanti dall'attività di investimento e finanziamento; proprio per questo all'interno della gestione operativa troviamo degli ulteriori aggregati quali l'utile o la perdita d'esercizio prima delle imposte, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione, il flusso finanziario prima delle variazioni del CCN, il flusso finanziario dopo le variazioni di CCN ed infine il flusso finanziario dopo le altre rettifiche.

Il metodo diretto invece determina il valore della gestione operativa come sommatoria algebrica dei flussi monetari connessi alle vendite di beni e servizi, dividendi incassati, ricavi diversi e costi d'esercizio.

3. IL METODO PATRIMONIALE, IL METODO REDDITUALE E IL METODO MISTO

3.1. Il metodo patrimoniale

3.1.1. Impostazione concettuale del metodo

Il metodo patrimoniale è fondato sul principio secondo il quale il valore dell'azienda viene espresso in funzione del patrimonio e più precisamente viene espresso in funzione del patrimonio netto rettificato. Il punto di partenza per il calcolo di tale metodo è il capitale netto contabile risultante dal bilancio, il quale viene, per l'appunto, rettificato per adeguare le singole poste che lo compongono ai rispettivi valori correnti di mercato. Quindi, come è chiaro, i valori di bilancio subiscono in modo analitico un processo di rettifica che permette di abbandonare i valori dettati per la redazione del bilancio, è cioè i valori stabiliti attraverso il principio di prudenza, per considerare il loro valore corrente.

Riassumendo, possiamo dire che il patrimonio netto rettificato viene calcolato come differenza tra i valori correnti delle poste dell'attivo e passivo dello Stato Patrimoniale, espressi alla data di valutazione.

In sostanza, il metodo consente di rilevare il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale nel suo insieme, ma valutato nelle sue singole parti.

Secondo l'autore D. Balducci, questa scindibilità degli elementi del patrimonio rappresenta un limite poiché il valore dell'azienda viene sottovalutato rispetto alla valutazione di ogni singolo elemento che, in questo caso, viene valutato a sé come se fosse passibile di autonoma cessione, e questo succede a causa del fatto che il metodo prevede di effettuare il calcolo attraverso l'attribuzione del valore corrente ad ogni singola posta del patrimonio, attiva e passiva, prescindendo dalla loro appartenenza al complesso unitario e funzionale aziendale.⁴⁰

Dall'analisi testuale, si è potuto notare come l'utilizzo dei metodi, e in particolare di quello patrimoniale, sia influenzato dal contesto temporale nel quale ci si trova al momento della valutazione. Possiamo riscontrare che al giorno d'oggi, nonostante il metodo rimanga quello più tradizionale, esso ha subito un notevole ridimensionamento in termini applicativi arrivando ad essere considerato un metodo funzionale alla determinazione di una corretta

⁴⁰ Balducci Daniele, *“La valutazione dell'azienda”*, sesta edizione, Edizioni Fag, Milano 2002

base di calcolo da utilizzare come punto di partenza per l'applicazione di metodi più evoluti ed efficaci.⁴¹ Invece, negli anni duemila il metodo patrimoniale era di frequente applicazione nella realtà italiana, soprattutto per ragioni storiche come, ad esempio, un predominio del sistema bancario rispetto a quello azionario⁴².

Da un punto di vista normativo, i Principi Italiani di Valutazione, con riferimento al metodo patrimoniale citano “Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultate 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.”⁴³

Possiamo riscontrare che le voci dell'attivo non vengono considerate tutte di default come quelle passive, ma le possiamo suddividere in:

- Voci contabilizzate, nella quale rientrano i beni materiali e alcuni beni immateriali di utilità pluriennale come, ad esempio, i Costi di R&S; e
- Voci immateriali non contabilizzate, che comprendono gli asset immateriali non contabilizzati ma che presentano un valore di mercato.

Da qui possiamo comprendere l'esistenza di due tipologie di metodo patrimoniale: il metodo patrimoniale *semplice* e il metodo patrimoniale *complesso*. Il primo metodo, come suggerisce anche il nome “semplice” non tiene in considerazione il valore degli intangibles ma rettifica solo le poste iscritte in bilancio; il metodo “complesso”, invece, considera proprio questa categoria di asset, che nonostante la loro mancata contabilizzazione rappresentano elementi che possono accrescere il valore dell'impresa.

Analizzando dapprima il metodo patrimoniale semplice, la sua formula può essere così rappresentata:

⁴¹ Corbella Silvano, Liberatore Giovanni, Tiscini Riccardo, “*Manuale di valutazione d'azienda*”, McGraw-Hill Education, Milano 2020

⁴² Balducci Daniele, “*La valutazione dell'azienda*”, sesta edizione, Edizioni Fag, Milano 2002

⁴³ Principi Italiani di Valutazione, PIV III.1.28

$$W = PN + (Rt - I) = K$$

dove:

W è il valore dell'azienda

PN è il patrimonio netto contabile

Rt rappresenta le rettifiche al patrimonio netto contabile

I è il peso dell'effetto fiscale sulle rettifiche

K è il valore patrimoniale rettificato

Il metodo patrimoniale semplice è il metodo più utilizzato e diffuso, e partendo dal patrimonio netto contabile sono necessarie quattro fasi per giungere al valore patrimonio netto rettificato:

1. individuazione degli elementi attivi e passivi;
2. revisione contabile⁴⁴ degli elementi sopra individuati;
3. stima delle rettifiche da apportare al patrimonio espresso a valori contabili; e
4. calcolo del valore economico, dato dalla somma del patrimonio netto contabile e delle rettifiche.

Il metodo patrimoniale complesso, a differenza di quello semplice, include anche gli elementi immateriali, sia che essi siano iscritti in bilancio, sia che non lo siano.

Tali risorse intangibili sono finalizzate a far acquisire all'impresa un vantaggio competitivo duraturo e stabile nel mercato di riferimento.

In termini matematici il metodo patrimoniale complesso può essere rappresentato come:

$$W = PN + (Rt - I) + (B - I)$$

dove:

W è il valore dell'azienda

PN è il patrimonio netto contabile

Rt rappresenta le rettifiche al patrimonio netto contabile

⁴⁴ La revisione contabile è diretta a verificare la corretta contabilizzazione degli elementi patrimoniali. Si articola in più operazioni, come ad esempio la verifica che le poste attive siano collegate a documenti inventariali certi, che i crediti siano effettivamente esigibili oppure iscritti al loro presunto valore di realizzo, che gli accantonamenti del passivo rispecchino la realtà, che l'accantonamento TFR sia congruo e così via. Tutte queste operazioni possono essere ridotte oppure omesse nel caso in cui i bilanci siano certificati da un revisore o da una società di revisione.

I è il peso dell'effetto fiscale sulle rettifiche

K è il valore patrimoniale rettificato

B è il valore dei beni intangibili

La differenza fondamentale tra il metodo semplice e complesso, data proprio dalla considerazione o meno degli asset intangibili, porta alla conclusione che il metodo patrimoniale semplice se da un lato vanta il pregio della semplicità nell'applicazione, dall'altro non gode del privilegio di tener conto della capacità dell'impresa di generare redditi o flussi di cassa, cosa che invece riesce a fare il metodo patrimoniale complesso. Infatti, i beni immateriali, incluso l'avviamento, sono idonei a rappresentare patrimonialmente la capacità reddituale futura dell'impresa, e quindi il metodo, pur partendo da una logica patrimoniale, considera dei fattori che hanno più riguardo al futuro che al passato. Questa necessità di dover rappresentare i beni immateriali è un segnale di allontanamento dalla logica puramente patrimoniale.⁴⁵

Una stessa linea ideologica la possiamo riscontrare anche nel pensiero di un altro autore, Balducci D., il quale afferma che il metodo patrimoniale complesso presenta una sua razionalità e una sua logica economica, poiché va implicitamente a valorizzare il valore degli extra-redditi attribuiti direttamente ai beni immateriali. L'autore, però, muove anche delle critiche nei confronti del metodo poiché afferma che il complesso aziendale viene considerato come un semplice aggregato di beni, andando così a trascurare i collegamenti funzionali che legano tra loro stessi i beni, e che li legano anche ad altre componenti. Effettuando un'analisi di questo tipo, e cioè priva di valorizzazioni immateriali legate alla personalità di chi opera in azienda, l'autore afferma che raramente si possa giungere alla determinazione di un valore di capitale economico attendibile.⁴⁶

Un altro aspetto importante da considerare quando si applica il metodo patrimoniale, sia esso semplice o complesso, è l'eventuale carico fiscale.

⁴⁵ Nizzola Maurizio, *“Valutazione d'azienda: metodi e casi pratici”*, Maggioli editore, Santarcangelo di Romagna 2020

⁴⁶ Balducci Daniele, *“La valutazione d'azienda”*, sesta edizione, Edizioni Fag, Milano 2002

È fondamentale considerare questo aspetto poiché dalla rielaborazione dei cespiti, da valori contabili a valori correnti, possono emergere eventuali plus o minusvalori sui quali è necessario tenere in considerazione l'aspetto fiscale.

Ciò che è necessario rammentare, con riferimento alla fiscalità, è che le imposte calcolate su tali plus/minusvalori sono imposte differite e solo potenziali, ed è proprio per questo motivo che la prassi aziendale suggerisce di utilizzare delle aliquote fiscali ridotte rispetto a quelle vigenti.

A tal proposito, esistono due diverse metodologie per la quantificazione dell'aliquota fiscale ridotta. La prima metodologia, di ordine empirico, si poggia sul fatto che l'aliquota fiscale ridotta venga definita secondo delle indicazioni di prassi professionale. La seconda metodologia, invece, è di ordine matematico-finanziario e quindi l'aliquota fiscale ridotta si ottiene attraverso un'attualizzazione, in base alla formula:

$$AR = AF(1 + i)^{-n}$$

dove:

AR è l'aliquota ridotta

AF è l'aliquota fiscale vigente

i rappresenta il tasso di interesse primario al momento della valutazione

n è il tempo di prevedibile applicazione dell'aliquota fiscale.

Nonostante il suggerimento della prassi di utilizzare delle aliquote ridotte per il calcolo della fiscalità potenziale derivante dall'emersione di plusvalori o minusvalori, esiste un metodo alternativo per calcolare tale carico fiscale. Si fa riferimento ad un'ottica più conservatrice, nel quale il valutatore applica l'aliquota piena sulle plusvalenze, in base alle aliquote fiscali vigenti al momento della valutazione.

Per quanto concerne l'individuazione della base imponibile per queste imposte latenti, si è riscontrata una discrepanza tra gli autori analizzati. In un caso si è posta enfasi sul fatto che la dottrina non sia unanime sull'identificazione di tale base imponibile, poiché alcuni sostengono che le aliquote vadano applicate alle singole plusvalenze, mentre un'altra parte della dottrina afferma che le aliquote vanno applicate al valore complessivo delle rettifiche e

quindi si deve tenere conto anche delle minusvalenze, con la conseguenza che in questo caso il carico fiscale si calcola su un importo ridotto e perciò risulta inferiore.⁴⁷

Nell'altro caso, invece, si è dato per scontato che il passo successivo all'individuazione dei plus o minusvalori derivanti dagli scostamenti tra valori contabili e valori correnti sia quello di calcolare l'effetto fiscale in riferimento a ciascun plusvalore e minusvalore e portarlo in sottrazione degli stessi plus/minusvalori che lo hanno generato.⁴⁸

Anche l'autore Buongiorno M., all'interno del suo articolo, è del parere che l'onere fiscale potenziale vada determinato sul valore complessivo delle rettifiche, cioè sulle plusvalenze al netto delle minusvalenze.⁴⁹

3.1.2. Le rettifiche a valori correnti

Come già affermato nel paragrafo precedente, per giungere al valore patrimoniale corrente occorre sottoporre i singoli valori di bilancio, attivi e passivi, ad una rettifica. Più precisamente la stima dei singoli valori avviene mediante l'applicazione di criteri valutativi che neutralizzano gli effetti contenitivi dettati dal principio di prudenza.

Le rettifiche da apportare ai valori di bilancio possono articolarsi in due fasi:

- a) rettifica dei valori patrimoniale di inizio periodo, in modo tale che ci sia omogeneità rispetto al valore di fine periodo;
- b) rettifica dei flussi reddituali e patrimoniali intercorsi durante l'esercizio.

Durante la rettifica dei valori patrimoniali iniziali, è fondamentale distinguere tra i valori attivi/passivi con natura monetaria e quelli con natura non monetaria, poiché il processo di rettifica manifesta degli effetti diversi a seconda della natura del bene considerato.

⁴⁷ Nizzola Maurizio, *“Valutazione d'azienda: metodi e casi pratici”*, Maggioli editore, Santarcangelo di Romagna 2020

⁴⁸ Corbella Silvano, Liberatore Giovanni, Tiscini Riccardo, *“Manuale di valutazione d'azienda”*, McGraw-Hill Education, Milano 2020

⁴⁹ Buongiorno Massimo, *“La valutazione delle aziende con il metodo patrimoniale. Riflessioni successive all'introduzione dei Principi Italiani di Valutazione”*, Bilancio, vigilanza e controlli, n.9 2015

I saldi di fine esercizio dei valori monetari non subiscono modifiche poiché sono espressi in base al potere d'acquisto della moneta vigente alla data, mentre i saldi iniziali e i flussi avvenuti durante l'esercizio devono essere sottoposti a rettificare, con tassi differenti a seconda che si tratti di un saldo oppure di un flusso, per considerare il variato potere di acquisto della moneta.

Per quanto riguarda invece i valori non monetari, essi devono essere rettificati, in questo caso, utilizzando dei tassi che tengano conto del momento in cui si è svolta l'operazione di scambio monetario che ha generato i saldi non monetari.

Possiamo raggruppare in due categorie le logiche valutative per giungere al valore rettificato delle voci di bilancio, e cioè la logica della capitalizzazione dei valori passati e quella dell'attualizzazione dei valori futuri.

All'interno della prima logica rientrano le tecniche di valutazione del costo storico rettificato, del costo di sostituzione e del costo di riproduzione; mentre alla seconda logica possiamo associare la tecnica di valutazione a valori di mercato e la valutazione secondo il valore d'uso.

È opportuno, per comprendere al meglio questo aspetto fondamentale del metodo, prendere in esame le poste più comuni soggette a rettifica per l'individuazione dei valori correnti, come gli immobili, gli impianti e macchinari, le partecipazioni, le scorte, i crediti e la cassa e le passività.

Con riferimento agli immobili è importante verificare la qualità del bene, la sua tipologia e le sue caratteristiche. Quindi bisogna comprendere, nello specifico, se il bene ha una funzione peculiare nell'attività produttiva dell'azienda oppure se ha carattere di investimento.

Per stimare il valore dei beni immobili possiamo ricorrere a tre diverse metodologie: il metodo di mercato, il metodo dei flussi di risultato atteso e il metodo del costo.

Con riferimento alla metodica del costo, la stima del valore del bene può avvenire attraverso il costo di ricostruzione/sostituzione. Questo metodo è utile nel caso dei "specialized property" cioè quei beni che per ragioni tecniche o per destinazione, non hanno mercati comparabili; quindi, vengono stimati i costi di integrale ricostruzione dell'immobile, tenendo

però in considerazione le manutenzioni effettuate e il livello di obsolescenza del bene oggetto di valutazione.

Con il metodo di mercato, invece, la stima del bene risulta da una comparazione dell'immobile oggetto di valutazione con il prezzo delle transazioni di immobili simili, di cui si ha notizia. In questo caso, per l'applicazione del metodo, sono necessari due requisiti fondamentali del mercato, quali trasparenza e dinamicità.

L'ultima metodica applicabile, quella basata sui flussi di risultato atteso, si fonda sulla valutazione dei ricavi futuri che si prevede genererà il bene nel caso in cui sia destinato alla locazione. La valutazione avviene attraverso l'attualizzazione di un canone normalizzato, cioè del canone di mercato, oppure attraverso la capitalizzazione di un canone convergente a quello di mercato.

Se prendiamo in esame gli impianti e macchinari, anche in questo caso le metodiche applicabili sono le medesime che per gli immobili.

Con la metodologia del costo si procede al calcolo del costo di sostituzione, cioè al costo che si dovrebbe sostenere nel caso di sostituzione di un impianto o macchinario con uno avente utilità equivalente e quello oggetto di stima. Normalmente questa metodica viene applicata a beni utilizzati, quindi sarà necessario rettificare il valore del bene con equivalente utilità in modo tale da considerare il deperimento fisico del bene oggetto di valutazione. La rettifica dell'obsolescenza, solitamente, viene considerata in relazione all'ammortamento già avvenuto.

Con la metodica di mercato si procede analizzando le compravendite di beni simili avvenute nei periodi più vicini al momento della valutazione. Il problema è che i beni simili potrebbero non essere pienamente paragonabili a quello rispetto al quale si sta applicando il processo valutativo, quindi, il perito dovrà procedere a rettificare il valore del bene simile in relazione alle caratteristiche del bene oggetto di stima.

Infine, con la metodologia dei flussi di risultato attesi, si valuta il bene considerando il valore attuale dei futuri benefici economici attesi dall'uso del bene. Una misura tipica del valore degli impianti e macchinari con questo metodo è la misura del rendimento produttivo atteso.

Nel caso delle partecipazioni di controllo, il valore individuato deve tenere in considerazione sia i benefici che i rischi propri di quella partecipazione.

La metodica del costo, con riferimento alle partecipazioni di controllo, richiede che si adotti la prospettiva dell'azionista di controllo; quindi, la stima dei benefici può riguardare i flussi reddituali attesi e le eventuali prospettive di crescita, gli investimenti e il capitale operativo, il costo del capitale e le sinergie indivisibili.

Con la metodica del mercato invece si deve far riferimento anche ai prezzi negoziati sul mercato del controllo.

Con l'ultima metodica, vale il principio generale secondo cui scontando i flussi di risultato attesi che considerano i benefici del controllo, si ottiene il valore della partecipazione di controllo.

La determinazione del valore corrente delle partecipazioni di controllo si può ottenere considerando la somma di: valore dell'azienda (in ragione della quota di controllo) e valore delle sinergie indivisibili⁵⁰.

La configurazione delle scorte di magazzino è determinata dall'attività stessa svolta dall'azienda oggetto di valutazione, ma in linea generale rientrano all'interno di questa categoria le materie prime, i prodotti in corso di lavorazione e i prodotti finiti e anche le commesse realizzabili in più esercizi. Per ognuna di queste categorie possiamo individuare delle tipologie di valutazioni a valori correnti.

Ad esempio, alle materie prime possiamo applicare il criterio del costo di sostituzione, poiché l'informazione risulta di facile reperimento sul mercato; oppure possiamo applicare il cosiddetto FIFO, First In First Out, con il quale si considera il valore delle scorte più prossimo alla valutazione.

Ai prodotti in corso di lavorazione e ai prodotti finiti si considera, come valore corrente, il prezzo di vendita futuro ipotizzato, il quale dovrà essere aggiustato per ottenere un valore corrente il più corretto possibile. Gli accorgimenti che si devono considerare sono il costo di completamento e i costi commerciali di vendita per i prodotti ancora da completare e i soli costi di commercializzazione per i prodotti finiti, i quali dovranno essere sottratti all'ipotetico

⁵⁰ Le sinergie indivisibili sono sinergie che si traducono in benefici in capo ad altre attività detenute dal soggetto che controlla o che potrebbe controllare l'attività oggetto di valutazione.

prezzo di vendita definito. Oppure a questa categoria di beni, possiamo applicare il costo di produzione.

Il valore corrente delle commesse pluriennali invece, è ricostruibile attraverso il calcolo della percentuale di completamento rispetto al prezzo stabilito per la realizzazione.

Per la valutazione dei crediti è fondamentale ricordare sempre che il criterio di fondo è quello del presunto valore di realizzo, per cui si richiede al valutatore un'analisi preliminare sia con riferimento all'accertamento della qualità dei dati del credito, sia sull'accertamento del grado di solvibilità della clientela. Considerando l'aspetto pratico, essendo che le aziende possono disporre anche di numerosi crediti commerciali, nel caso in cui la quantità di crediti da valutare sia limitata, il perito procederà con una valutazione analitica e puntuale dell'effettività e del valore del credito; mentre se i crediti dell'azienda sono numerosi, la valutazione potrà essere effettuata sottraendo alla stima una percentuale di insolvenza determinata ricostruendo l'andamento di insolvenza con un arco temporale di tre-cinque anni.

Con riferimento alla cassa, invece, non sussistono particolari problematiche poiché il valore della cassa, intesa come disponibilità liquide comprendenti anche le liquidità in conto corrente, può essere assunto come espresso a valori correnti. L'unica annotazione da considerare è che la cassa può comprendere anche valori espressi in valute estere, per cui sarà necessario, in questi casi, considerare anche il tasso di cambio da utilizzare e le eventuali forme di tutela assunte dall'azienda per far fronte alle possibili oscillazioni dei cambi.

Il valore delle passività può essere definito come "prezzo di trasferimento". La complessità della valutazione attinente a questa voce assume dei livelli d'intensità diversi a seconda di una serie di ragioni quali: la finalità della valutazione, l'affidabilità del debitore, il tipo di contratto sottostante all'impegno e la natura della prestazione fornita.

Ai fini della valutazione, possiamo classificare le passività in: passività con attività corrispondenti, passività senza attività corrispondenti e passività potenziali.

Nel caso di passività con attività corrispondenti, il valore della passività sarà uguale al valore dell'attività; se invece la passività non ha un'attività corrispondente, il suo valore è dato dal

valore del cash flow che rappresenta la prestazione dovuta, quindi, il metodo utilizzato è quello dell'equivalente certo. Si considera come equivalente certo di un flusso di cassa, il minor valore di un flusso di cassa certo con il quale si potrebbe scambiare un flusso di cassa rischioso. L'equivalente certo successivamente dovrà essere scontato con il risk loading, cioè per tenere conto del premio per l'assunzione del rischio.

Anche nel caso delle passività potenziali, che, come suggerisce il nome stesso, sono passività che si verificheranno in relazione al verificarsi di un determinato evento, la valutazione si effettua applicando, alla probabilità che l'evento si verifichi, l'equivalente certo scontato con il risk loading.

3.1.3. La valutazione dei beni immateriali

La componente immateriale, solitamente associata al Capitale Intellettuale delle imprese, negli anni è diventata sempre più spesso la ragione prevalente alla base delle operazioni di acquisizione, fusione, joint venture e altre forme di aggregazione aziendale, in quanto i beni immateriali permettono di mantenere e accrescere le capacità dell'impresa di conseguire utili. Essi costituiscono un patrimonio di "risorse invisibili" che perdurano nel tempo e, proprio per questa loro caratteristica di impalpabilità, rappresentano lo scoglio maggiore nell'applicazione della valutazione secondo il metodo patrimoniale complesso.

La base di partenza per la valutazione dei beni di un'azienda, come già più volte specificato, è il bilancio d'esercizio. Per i beni immateriali, però, la significatività dei dati contabili come base di partenza è più limitata a causa dei vincoli posti dai principi di redazione di bilancio. All'interno dei documenti contabili, in linea generale, troviamo il valore dei beni immateriali che sono stati acquisiti a seguito di una transazione di mercato o di produzione interna, aventi ad oggetto un bene identificabile⁵¹ e che assicurino benefici economici futuri.

⁵¹ La sua definizione è riscontrabile al PIV (Principio Italiano di Valutazione) III.5.2 "Un bene immateriale identificabile (o specifico) si considera qualunque bene immateriale che può essere ceduto, trasferito o locato o concesso in licenza o scambiato in forma separata rispetto all'entità che lo possiede o che nasca da diritti contrattuali o da altri diritti legali in grado di generare benefici per il titolare, a prescindere dal fatto che siano trasferibili o separabili."

I beni intangibili, quindi, al fine della valutazione, devono rispettare determinate caratteristiche, quali:

- I. utilità: più precisamente si fa riferimento ad un'utilità futura; quindi, i beni devono rappresentare dei punti di forza per l'azienda che li possiede. Ad esempio, un brevetto o un know-how tecnologico non possono essere suscettibili di validità nel tempo se non forniscono dei vantaggi rispetto al mercato in cui l'azienda opera e ai suoi concorrenti;
- II. trasferibilità: il bene deve essere cedibile congiuntamente al trasferimento del complesso aziendale, oppure a volte possono essere trasferibili separatamente e in questo caso il loro valore viene determinato in modo autonomo;
- III. misurabilità: cioè si deve poter procedere alla quantificazione del bene.

È quindi chiaro che, dovendo rispettare determinate caratteristiche, non tutti gli asset intangibili vengono considerati per la valutazione dell'azienda, ma questo non vuol dire che non possano costituire un valore in più per l'impresa. Infatti, nel caso in cui il bene non sia autonomamente cedibile né fruibile, allora concorre a determinare quel plus di valore proprio dell'azienda rispetto agli elementi patrimoniali specifici che prende il nome di avviamento.

I beni immateriali presentano alcuni tratti distintivi rispetto ai beni materiali, dai quali si comprende come la stima del loro valore sia soggetta ad un'elevata incertezza e richiedono già nella costruzione della base informativa particolare accuratezza.

Un tratto distintivo può riscontrarsi nella presenza di non-concorrenzialità, cioè i beni immateriali non sono soggetti al limite di scarsità o di escludibilità; quindi, essi possono essere impiegati contemporaneamente in più applicazioni. Un altro tratto distintivo è che la natura di questa tipologia di beni, di norma, è legata alle specificità dell'impresa, il che rende molto difficile individuare una misura del loro valore in base ai prezzi applicati a precedenti transazioni per beni simili. Infine, i beni immateriali richiedono tempi anche lunghi per essere generati e costi di mantenimento elevati, ma allo stesso tempo possono perdere

valore molto velocemente; quindi, essi presentano una maggiore volatilità rispetto ad altri investimenti.⁵²

Si può comprendere come il perito debba porre molta attenzione alla valutazione di tale tipologia di beni anche attraverso quanto previsto dalla normativa dei Principi Italiani di Valutazione, che dedicano il PIV III.5.4 alla descrizione delle informazioni che l'esperto deve raccogliere per la valutazione di un bene immateriale. Più precisamente, il valutatore, deve raccogliere le informazioni che gli consentano di: “

- a. identificare e circoscrivere il bene immateriale oggetto di valutazione;
- b. verificare le caratteristiche specifiche del bene immateriale oggetto di valutazione (in termini di funzione, tipologia di benefici generati, vantaggi competitivi associati);
- c. analizzare l'insieme di diritti legali, le protezioni e le limitazioni che pertengono ai beni immateriali oggetto di valutazione;
- d. identificare accordi di licenza, di sublicenza, diritti di confidenzialità, di sviluppo di commercializzazione e di sfruttamento e ogni altra obbligazione afferente il bene immateriale oggetto di valutazione;
- e. conoscere la storia del bene immateriale;
- f. stimare la vita economica residua e la vita legale del bene intangibile;
- g. apprezzare i benefici economici diretti e indiretti che il bene materiale ci si attende produrrà in capo al proprietario o al titolare durante la sua vita economica;
- h. conoscere eventuali controversie (passate o correnti) relative al bene immateriale;
- i. valutare le potenzialità in termini di sfruttamento commerciale ancora inespresso del bene immateriale;
- j. identificare se il massimo e miglior uso del bene immateriale è il suo uso corrente;
- k. identificare se il massimo e miglior uso del bene immateriale lo si realizza da solo o inserendolo in un gruppo di attività.”

Passando al piano dei metodi di valutazione dei beni immateriali, possiamo distinguere diverse metodologie di valutazione che possono essere raggruppare in tre macro-categorie:

- I. l'approccio del costo

⁵² Corbella Silvano, Liberatore Giovanni, Tiscini Riccardo, “*Manuale di valutazione d'azienda*”, McGraw-Hill Education, Milano 2020

- II. l'approccio dei flussi
- III. l'approccio di mercato

All'interno dell'approccio del costo possiamo distinguere due diverse metodologie per il calcolo del valore degli asset intangibili: la determinazione del valore residuo del costo sostenuto e l'attualizzazione dei costi di riproduzione.

Attraverso il metodo della determinazione del valore residuo del costo sostenuto, l'esperto deve verificare i costi storici sostenuti per la formazione del bene, sia che se essi siano stati capitalizzati oppure no, e rettificare il valore dalle quote di ammortamento riferite al periodo preso in considerazione. In sostanza si tratta di un processo analogo a quello di determinazione del valore di stima delle immobilizzazioni tecniche⁵³ in base al rispettivo costo storico.

Questo metodo trova un certo favore, sia da parte della prassi che della dottrina, per la stima del know-how e della tecnologia non brevettabile; gli IVS, ad esempio, segnalano di seguire tale metodo per la valutazione del capitale umano.

Il problema del metodo del valore residuo del costo sostenuto è definire i costi da considerare nel calcolo, anche se solitamente si comprendono gli oneri diretti impiegati per la formazione del bene, non sempre è semplice individuarli.

Il metodo dell'attualizzazione dei costi di riproduzione o ricostruzione, invece, individua il valore del bene intangibile attraverso la determinazione dei costi da sostenere per ricreare le immobilizzazioni oggetto di valutazione e successivamente procede all'attualizzazione di tale valore.

Il calcolo può essere effettuato per via analitica, quindi considerando i prezzi o i volumi di vendita oppure per indici e quindi attraverso dei moltiplicatori come quelli della spesa annuale sostenuta, o ancora attraverso una via congiunta, quindi utilizzando un coefficiente proporzionale tra vita residua e vita totale del bene. Il coefficiente proporzionale può essere rappresentato attraverso la seguente formula:

⁵³ Per immobilizzazioni tecniche si intendono tutte le immobilizzazioni materiali che vengono impiegate durevolmente nella gestione caratteristica dell'impresa.

$$V = C_r \times \frac{V_r}{V_t}$$

dove:

C_r è il costo di riproduzione

V_r è la vita residua del bene

V_t è la vita totale del bene

Esistono delle difficoltà anche per l'utilizzo del metodo di attualizzazione dei costi di riproduzione come, ad esempio, quella di individuazione e determinazione dei costi significativi e rilevanti ai fini della ricostruzione del bene oppure le difficoltà nel calcolo di rettifica per considerare il deperimento del bene.

La logica di fondo del metodo del costo, possiamo racchiuderla in questa affermazione: "a buyer will pay no more for an asset than the cost to obtain an asset of equal utility"⁵⁴.

Possiamo affermare che i metodi basati sul costo solitamente vengono utilizzati per integrare le informazioni ottenibili con gli altri due approcci e trovano applicazione nei casi in cui non sia possibile stimare i benefici futuri che il bene immateriale può generare oppure quando non siano disponibili dei dati di mercato per transazioni di beni comparabili.

Più dettagliatamente, l'International Valuation Standard Council, all'interno dell'IVS 105 al paragrafo 60.2 precisa quali sono i casi in cui il metodo del costo dovrebbe essere utilizzato per la stima dei beni immateriali, cioè quando: "

- a. *participants* would be able to recreate an *asset* with substantially the same utility as the subject *asset*, without regulatory or legal restrictions, and the *asset* could be recreated quickly enough that a *participant* would not be willing to pay a *significant* premium for the ability to use the subject *asset* immediately,
- b. the *asset* is not directly income-generating and the unique nature of the *asset* makes using an income approach or market approach unfeasible, and/or
- c. the basis of value being used is fundamentally based on replacement cost, such as replacement *value*."⁵⁵

⁵⁴ Fazzini Marco, "Business Valuation: theory and practice", Palgrave Macmillan, Cham 2018

⁵⁵ www.rics.org – International Value Standard, IVS 105 par. 60.2

Oltre ai casi previsti dal paragrafo 60.2, si ritiene che si possa applicare il metodo del costo anche in altre ipotesi, ma in questi altri casi il valutatore deve cercare di confrontare i risultati ottenuti con il metodo del costo con quelli derivanti da approcci di stima alternativi. Le ipotesi a cui ci si riferisce sono: “

- a. *participants* might consider recreating an *asset* of similar utility, but there are potential legal or regulatory hurdles or *significant* time involved in recreating the *asset*,
- b. when the cost approach is being used as a reasonableness check to other approaches (for example, using the cost approach to confirm whether a business valued as a going-concern might be more valuable on a liquidation basis), and/or
- c. the *asset* was recently created, such that there is a high degree of reliability in the assumptions used in the cost approach.”⁵⁶

Per quanto riguarda il secondo approccio per la determinazione dei beni intangibili, cioè l’approccio dei flussi, al suo interno troviamo due distinte metodologie: il metodo di attualizzazione dei benefici differenziali e il metodo dell’attualizzazione delle perdite.

L’attualizzazione dei benefici differenziali consiste nel quantificare e attualizzare i valori di specifici benefici offerti dal bene. Il reddito differenziale⁵⁷ si ottiene sottraendo dai ricavi i costi specifici del bene e poi si procede all’attualizzazione dei flussi differenziali.

Quindi la logica di fondo prevede che sia possibile stimare i vantaggi che scaturiscono dai beni intangibili in via differenziale rispetto alle aziende concorrenti che non utilizzano il bene in oggetto.

Il rischio di tale metodo si può riscontrare nella difficoltà di imputare il reddito globale prodotto dall’impresa a specifiche componenti.

Il metodo dell’attualizzazione delle perdite si basa sulla logica di calcolo della perdita relativa al bene in oggetto di valutazione, cioè è necessario calcolare il costo che si è disposti a

⁵⁶ www.rics.org – International Value Standard, IVS 105 par. 60.3

⁵⁷ Un esempio di reddito differenziale è il maggior prezzo che si può ottenere dai un prodotto con marchio leader rispetto ai prodotti similari offerti sul mercato.

sostenere per riottenere il bene se quest'ultimo non fosse più disponibile improvvisamente. Successivamente il costo della perdita deve essere attualizzato per l'arco di tempo necessario per il ripristino della situazione di normalità.

Questo metodo è un'ipotesi frequente in caso di cessioni, ma è molto meno applicabile nei casi di società perfettamente in attività, in quanto è raro che una azienda in piena attività valuti un bene immateriale considerando il caso in cui ne fosse privata improvvisamente.

L'ultimo approccio, quello di mercato, si basa sulla ricerca di valori e prezzi di beni immateriali simili a quelli del bene oggetto di stima, che si sono applicati sulla base della logica del valore del mercato, quindi ad esempio in occasioni di trasferimenti o concessioni in licenza.

All'interno di questa categoria, come suggerito dal PIV III.5.10, possiamo individuare il criterio delle transazioni comparabili e il criterio delle royalty di mercato di beni comparabili.

Il primo criterio si basa sulla determinazione del valore attraverso i multipli derivanti da transazioni aventi per oggetti beni simili. È chiaro che a causa dell'eterogeneità dei beni immateriali è molto difficile trovare bene simili a cui fare riferimenti, quindi, sarà necessario procedere ad una rettifica dei multipli per considerare gli aspetti propri del bene oggetto di valutazione o del bene considerato per la comparazione.

Il secondo criterio, invece, determina il valore del bene sulla base del valore attuale delle royalties riconosciute su beni comparabili. Anche in questo caso, come nel criterio delle transazioni comparabili, può essere difficile trovare dei beni immateriali simili a quello oggetti di valutazione, ed è per questo che sarà necessario riportare delle rettifiche per tener conto delle differenze tra il bene oggetto di stima e quello individuato per la comparazione.

Facendo riferimento ad una particolare categoria di beni intangibili quali i costi capitalizzati, come costi di impianto e ampliamento e costi di sviluppo, questi devono essere azzerati poiché non presentano alcun valore corrente in una prospettiva di stima.

Quindi in conclusione, sappiamo che gli asset intangibili rappresentano l'aspetto più ostico nella valutazione dell'azienda secondo il metodo patrimoniale complesso, poiché devono

rispettare determinate requisiti; esistono diversi metodi di valutazione alcuni dei quali di difficile applicazione perché i beni immateriali solitamente sono “specific firm” quindi presentano delle caratteristiche idonee all’impresa che li possiede, e inoltre il perito deve effettuare un lavoro di analisi dettagliato per raccogliere tutte le informazioni utili riferite al bene oggetto di valutazione.

3.2. Il metodo reddituale

Con il metodo reddituale, il valore dell’azienda viene calcolato in base alla sua capacità di generare redditi futuri, per cui il capitale economico è il dato centrale su cui verte questo metodo.

Il valore dell’azienda viene misurato, quindi, mediante l’attualizzazione di grandezze determinate attraverso l’applicazione di un appropriato tasso di sconto, ed è proprio per questo motivo che il metodo reddituale rientra, assieme al metodo finanziario, nei cosiddetti “metodi di flusso”. Anche se entrambi i metodi rientrano all’interno della stessa categoria, perché si basano sull’attualizzazione di flussi, essi presentano una differenza lampante: il metodo reddituale sconta dei flussi di redditi, mentre il metodo finanziario sconta dei flussi finanziari.

Le grandezze sottoposte ad attualizzazione corrispondono ai redditi netti ottenibili durante l’orizzonte temporale considerato. È evidente, quindi, che facendo riferimento ai flussi di reddito netto, la sola prospettiva di analisi considerata è quella afferente agli azionisti. Di conseguenza, è fondamentale che il tasso di sconto utilizzato per l’attualizzazione sia rappresentato dal solo costo del capitale proprio, ma questo non esclude la possibilità di effettuare il calcolo della valutazione considerando anche l’ottica dei creditori esterni.

Per applicare correttamente il metodo reddituale è, comunque, necessario procedere all’individuazione di tre dimensioni fondamentali:

1. il reddito prospettico
2. un congruo orizzonte temporale
3. un adeguato tasso di attualizzazione/capitalizzazione

Iniziamo analizzando il primo aspetto: il reddito prospettico. I Risultati prospettici possono essere espressi come:

- a. Flussi di reddito attesi per gli anni futuri: si ipotizzano i redditi per gli anni successivi sulla base della documentazione prodotta dal management.
- b. Reddito medio atteso: esprime la media dei redditi futuri

Da questa distinzione possiamo effettuare un'altra distinzione riguardante il metodo reddituale, tra metodo reddituale complesso o analitico e metodo reddituale sintetico o semplice.

Il reddito metodo reddituale complesso o analitico attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno fino al termine dell'orizzonte temporale considerato; mentre il metodo reddituale sintetico o semplice si basa sulla stima di un valore medio-normale, quindi, si considerano dei flussi costanti e l'ipotesi di continuità aziendale.

Questi redditi futuri, indifferentemente dal modo in cui vengono espressi (analitico anno per anno oppure attraverso la media degli anni futuri), possono essere stimati in varie ipotesi⁵⁸:

- i. con il metodo dei risultati storici che è un metodo criticato dai teorici ma allo stesso tempo applicato dai pratici. Viene criticato dai teorici perché, come si comprende dal nome stesso, è un metodo che si basa sui redditi passati ed è quindi ritenuto, da essi, insoddisfacente poiché il valore dell'impresa non discende dai valori passati, ma bensì da quelli futuri; allo stesso tempo, invece, i pratici applicano tale metodo perché i redditi futuri sono estremamente incerti, perciò, considerano i valori passati come l'elemento basilare per la stima della capacità di reddito dell'azienda;
- ii. con il metodo di proiezioni dei risultati storici che è, invece, un tentativo di mediazione tra l'oggettività e la certezza insite nei dati oggettivi e la necessità di adattamento di quegli stessi dati alle variazioni di alcuni fattori rilevati che possono modificare il risultato economico nel futuro. Per essere applicato, però, devono sussistere due condizioni fondamentali: la prima è che si riesca ad individuare dei fattori rilevanti che influenzino i risultati attesi e la seconda è che si riesca a stimare come le ipotesi di variazioni di questi fattori si percuotano sul reddito.

⁵⁸ Guatri Luigi, Il nuovo metodo reddituale per la valutazione delle aziende: nuovi orientamenti, Egea, Milano 1996

A questo proposito, si lega l'obiezione più importante di questo metodo, cioè il rischio che cambiando anche di poco le ipotesi di variazione considerate, si possano ottenere dei risultati fundamentalmente diversi;

- iii. con il metodo dei risultati programmati, significa assumere i risultati economici espressi nel budget o piani aziendali per periodi futuri che solitamente vanno dai uno a cinque anni. L'elemento essenziale della programmazione è la fissazione degli obiettivi, che a volte possono essere determinati a scopi incentivi oppure possono rappresentare delle mete difficoltose. Questo potrà anche risultare utile dal punto di vista della programmazione, ma non sotto il profilo della previsione dei dati ottenibili, in quanto gli obiettivi non è detto che riescano ad essere raggiunti. Di conseguenza l'utilizzo di questo metodo deve tenere in considerazione anche questi limiti che assumono un peso maggiore quanto più ci si allontana nel futuro;
- iv. con il metodo dell'innovazione che consiste nella scelta ragionata di ipotesi possibili e non contrastanti che possono condurre a concepire un'azienda nella quale i risultati economici sono ottimizzati. Questo è ben lontano dalla definizione della capacità astratta di un'azienda di produrre dei livelli di redditi futuro e quindi si configura solo come una rappresentazione indicativa; ed è proprio per questa sua configurazione indicativa che può essere sfruttata come informazione utile al fine di determinare la capacità prospettiva effettiva dell'impresa a conseguire redditi, ma è chiaro che sarebbe molto pericoloso utilizzarla come sola informazione valida allo scopo di determinazione dei risultati futuri.

Sostanzialmente i risultati storici sono il fondamento di ogni decisione proprio perché sono i soli dati certi e controllabili, ma allo stesso tempo anche gli altri metodi possono risultare utili per fornire delle informazioni sulle possibili evoluzioni future che potrebbero impattare sul livello della capacità dell'impresa di generare reddito.

È evidente però che quando parliamo di "reddito futuro atteso" dobbiamo fare riferimento al reddito medio-normale e non alla successione di singoli dati di reddito attesi per i vari anni a venire. Questo è dovuto dal fatto che sui flussi attesi di reddito si proietta l'incertezza non misurabile che porta alla conseguenza che il flusso reddituale è una stima soggettiva e quindi

risulta più prudente esprimerlo attraverso una “fascia” di valori piuttosto che in un valore unico che potrebbe nascondere tali intrinseche incertezze.

Per la determinazione del reddito medio prospettico il punto di partenza è l’utile di bilancio, il quale deve essere sottoposto ad un processo di “normalizzazione” e cioè deve essere depurato dalle componenti reddituali straordinarie, sia positive che negative; successivamente dovrà essere integrato con i valori contabili non espressi ed infine dovrà essere riespresso per considerare gli effetti distorsivi dell’inflazione.

Quindi possiamo dire che sul risultato economico si effettuano degli interventi che possono essere riassunti in tre processi:

- 1) processo di normalizzazione
- 2) processo di integrazione dei risultati storici contabili
- 3) processo di neutralizzazione degli effetti distorsivi dell’inflazione

Il processo di normalizzazione, come già accennato, ha l’obiettivo di depurare il risultato di bilancio da tutte le componenti reddituali straordinarie, in modo tale da identificare la reale capacità reddituale dell’impresa eliminando tutti gli elementi di casualità, di non ripetibilità e di non pertinenza.

Quindi in questo caso si procederà all’analisi e alla rettifica di:

- proventi e costi straordinari: cioè tutti quegli elementi non ripetibili, quali plusvalenze e minusvalenze, sopravvenienze attive e passive derivanti da proventi o oneri estranei alla gestione ordinaria e componenti attive e negative relative ad esercizi precedenti.
- proventi e costi estranei alla gestione: fanno riferimento a tutti quei costi o proventi relativi a cause non attinenti alla gestione. Nel caso in cui il metodo applicato per la valutazione sia solo quello reddituale, lo storno di questi elementi è facoltativo, invece, risulta obbligatorio nel caso in cui la valutazione avvenga anche attraverso l’applicazione di altri metodi.⁵⁹
- politiche di bilancio: vengono eliminati quei componenti, originati dalle politiche di bilancio, che creano delle distorsioni nel valore del reddito, come ad esempio gli

⁵⁹ Balducci Daniele, *“La valutazione d’azienda”*, sesta edizione, Edizioni Fag, Milano 2002

ammortamenti anticipati, le valutazioni di magazzino, i fondi rischi, le politiche di dividendi etc.

L'ultimo passaggio di questo processo è la quantificazione delle imposte teoriche sul risultato economico "normalizzato". In questo senso, dapprima, il reddito corretto viene depurato dagli oneri a finalità di tipo tributario in quanto rientrano all'interno della categoria "politiche di bilancio", successivamente dovranno essere riviste le disposizioni fiscali vigenti, le quali potrebbero essere differenti rispetto a quelle applicabili agli esercizi considerati nell'orizzonte temporale di analisi. Quindi sarà necessario applicare le rettifiche attraverso dei correttivi che considerino sia le modifiche del sistema impositivo, sia i maggiori o minori componenti economici derivanti dalla "normalizzazione". Infatti, una volta determinato il reddito, si procederà di nuovo al calcolo degli oneri tributari.

Il processo di integrazione dei risultati storici contabili va a considerare la futura incidenza contabile dei componenti reddituali già imputati a conto economico, in quanto, anche se hanno già concluso il loro iter, sul piano economico, gli effetti possono essere differiti nel tempo. Il problema principale attiene al fatto che su alcune categorie di beni (ma ciò può essere riferito anche a delle poste del passivo) si costituiscono delle plusvalenze, che sappiamo essere realizzate solo in parte. Quindi il realizzo dell'altra parte di esse viene sistematicamente protratto nel tempo, con la conseguenza che si crea una disuguaglianza tra le plusvalenze generate e quelle realizzate. Risulta evidente che la sommatoria di queste plusvalenze inesprese in un determinato periodo di tempo, assume due diversi significati:

- esprime dei valori patrimoniali latenti;
- e di conseguenza, esprime la presenza di possibili correzioni – integrazioni da effettuare sui redditi annuali compresi nel periodo considerato, con l'attribuzione ai singoli anni della quota maturata delle plusvalenze inesprese.⁶⁰

La domanda fondamentale da porsi è la seguente: a quali condizioni le plusvalenze inesprese diventano motivo di correzioni – integrazioni dei dati annuali di reddito del passato, per poi magari andare ad impattare anche sulle proiezioni future?

⁶⁰ Guatri Luigi, *“La valutazione delle aziende”*, Seconda edizione, Giuffrè Editore, Varese 1984

A questo scopo, tali plusvalenze devono presentare tre requisiti:

- devono essere attendibilmente misurabili sia in termini di valore globale, che in termini di distribuzione nel tempo;
- devono essere delle plusvalenze realizzabili. Sotto questo profilo la difficoltà è insita nella concezione di realizzabilità, poiché il problema è se essa debba riferirsi al singolo bene, oppure è da intendersi come una realizzabilità congiunta ad altri beni o all'impresa nel suo complesso;
- la traduzione di tali plusvalenze latenti in quote dei risultati economici annuali non deve provocare delle duplicazioni di valore.

Il processo di integrazione non è riferito esclusivamente alle poste che scaturiscono delle plusvalenze, ma avviene anche nel caso in cui esistano delle minusvalenze latenti.

Questo procedimento non attiene esclusivamente ai beni materiali, ma anche le immobilizzazioni immateriali sono soggette alla procedura di integrazione, in quanto è necessario misurare le variazioni di valore non rappresentate e quindi riprodurre correttamente nei risultati annuali la dinamica degli intangibili.

L'ultimo processo che si dovrà attuare è quello di neutralizzazione degli effetti distorsivi dell'inflazione, che è volto ad azzerare i risultati apparenti, quindi utili o perdite fittizi.

La perdita del potere reale di acquisto della moneta può far perdere significatività al risultato della valutazione; quindi, la prassi propone la capitalizzazione del reddito reale, depurato dal dato inflazionistico, come correttivo parziale. Di conseguenza il reddito viene determinato al netto del tasso di inflazione vigente al momento della stima e considerato costante, poiché si considera che la capacità reddituale rimanga inalterata nel tempo.

Analizzando la componente dell'orizzonte temporale, sappiamo già che il metodo reddituale si basa sull'assunto che il valore dell'impresa sia legato ai redditi futuri che l'impresa stessa sarà in grado di generare; quindi, risulta fondamentale per la sua applicazione definire l'orizzonte temporale più congruo. In questi termini significa stabile se l'impresa avrà una durata illimitata oppure una vita finita, poiché a seconda di questo la formula per la determinazione del reddito con il metodo reddituale, cambia.

Se assumiamo una vita infinita dell'impresa, la valutazione con il metodo reddituale sarà effettuata attraverso la seguente formula⁶¹:

$$W = \frac{R_m}{i}$$

dove:

W= valore dell'azienda

R_m = reddito medio prospettico

i= tasso di capitalizzazione

Se invece la vita dell'impresa dovesse essere finita, la formula sarà:

$$W = R_m \times \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n} = R_m \times a_{n|i}$$

dove:

W= valore dell'azienda

R_m= reddito medio prospettico

n= numero di anni di prevedibile durata dell'impresa

i= tasso di capitalizzazione

a_{n|i} = simbolo matematico-finanziario del valore attuale di una rendita con durata definita

La teoria aziendale è più orientata all'applicazione della formula della rendita perpetua, quindi considerando una vita illimitata dell'impresa, per ragioni sia di tipo economico che matematico.

Le ragioni di carattere economico derivano dal fatto che l'azienda è un'entità destinata a perdurare nel tempo. Questo lo possiamo constatare anche dall'articolo 2423-bis del Codice civile, il quale cita "... La valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività ..." ⁶², quindi è lo stesso legislatore a disporre di considerare l'azienda in un'ottica di continuità nel tempo.

⁶¹ corrisponde alla formula di una rendita perpetua

⁶² www.gazzettaufficiale.it – Articolo 2423-bis

Dal punto di vista matematico, le ragioni risiedono sul fatto che ci sia una maggiore sicurezza di calcolo, in quanto non si può rischiare di prevedere una vita superiore a quella stimata e inoltre per un numero elevato di anni (25/30) la differenza fra i risultati delle due formule è del tutto trascurabile.

In alcuni casi, tuttavia, risulta necessario ricorrere all'utilizzo di un orizzonte temporale limitato (che comunque solitamente non è inferiore ai cinque anni). Si tratta di quelle casistiche in cui è razionale aspettarsi che l'azienda cessi di esistere in un determinato numero di anni, come ad esempio, nel caso di società costituite per svolgere un determinato progetto oppure le aziende che fondano la loro redditività sulla durata di concessioni pubbliche e di autorizzazioni, o ancora il caso di aziende legate strettamente alla vita di una o più persone, la cui durata è stimata in base alle future attività di questi soggetti perché nel caso in cui vengano meno, la redditività diventa un'incognita.

In sostanza il valutatore ha due possibili opzioni per la scelta dell'orizzonte temporale da attribuire all'azienda oggetto di valutazione. Tra queste due possibili alternative il legislatore deve prendere in considerazione quella più congrua al caso in esame, prediligendo l'utilizzo della vita illimitata, a meno che le caratteristiche peculiari del caso oggetto di valutazione non richiedano l'utilizzo dell'alternativa.

L'ultimo elemento fondamentale e di più difficile determinazione, per l'applicazione del metodo reddituale, è il tasso di attualizzazione.

È considerato l'elemento più ostico in quanto la scelta del tasso da applicare per l'attualizzazione o capitalizzazione, rimane comunque un elemento soggettivo che può creare notevoli effetti distorsivi sul risultato della valutazione, perché anche la minima differenza di tasso può tradursi in una variazione notevole del valore aziendale ottenuto.

“Il tasso di attualizzazione esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa, fornendo contenuti economici alle attese di remunerazione del capitale proprio”⁶³ e può essere influenzato sia da fattori interni che da fattori esterni.

⁶³ Balducci Daniele, *“La valutazione d'azienda, sesta edizione”*, Edizioni Fag, Milano 2002

Per fattori interni si intende il tipo e la dimensione dell'azienda, l'efficienza dell'organizzazione produttiva e commerciale, la possibilità di ampliare le attività, la qualità del management, il grado di indebitamento e la consistenza finanziaria dell'impresa, la continuità degli utili nel tempo, la possibilità di espansione in altre aree, tutta una serie di informazioni sui prodotti quali tipologia, qualità, ampiezza della gamma e grado di innovazioni e così via; mentre all'interno dei fattori esterni rientrano, ad esempio, la situazione generale dell'economia e più specificatamente del settore in cui l'azienda opera ma anche la situazione concorrenziale, le prospettive di andamento del settore e il livello di competizione.

Se all'interno dei flussi attesi di reddito possiamo riscontrare l'incertezza, all'interno del tasso di attualizzazione si proietta una misura del rischio, perciò la sua scelta non può essere una mera scelta discrezionale ma deve essere spiegata e motivata.

Infatti, il tasso di attualizzazione oltre ad avere la funzione di attualizzare i flussi economici presunti nel futuro per cui maggiore sarà il suo valore, minore sarà il valore attuale dei flussi, deve essere espressione del rischio di impresa, e di conseguenza maggiore sarà il rischio, più elevato dovrà essere il tasso. Inoltre, deve sintetizzare l'andamento del mercato in cui opera l'azienda e dovrà anche essere corretto dell'effetto inflazionistico in modo tale da rappresentare un tasso effettivamente reale.

Sono stati individuati, dalla dottrina aziendale, due diversi criteri per la determinazione del tasso di attualizzazione: il criterio del tasso opportunità e il criterio del costo del capitale.

Nel caso del criterio del costo il tasso di attualizzazione rappresenta il costo del capitale proprio (K_e) oppure rappresenta il costo medio ponderato dei capitali impiegati nell'azienda, quindi, una media ponderata tra il costo del capitale proprio (K_e) e il costo del capitale di terzi (K_d), cioè il tasso di attualizzazione rappresenta il cosiddetto WACC. Entrambi i tassi di interesse così individuati sono già stati esplicitati all'interno del Capitolo 1 di questo elaborato.

Con il criterio del tasso opportunità, invece, il tasso di attualizzazione rappresenta la sintesi del rendimento di investimenti alternativi aventi lo stesso grado di rischio dell'azienda che si sta valutando, quindi, ci si pone nell'ottica dell'investitore che deve individuare

l'investimento più redditizio ed è proprio per questo che è fondamentale l'omogeneizzazione dei rischi.

Ora che si dispongono di tutte le informazioni fondamentali per la valutazione attraverso il metodo reddituale, è fondamentale fare un accenno alla differenza nell'utilizzo della prospettiva equity side o asset side. La differenza fondamentale tra le due prospettive è che nel caso della prospettiva equity si tiene in considerazione la sola prospettiva dei soci/azionisti e quindi la componente finanziaria è una delle condizioni determinanti del valore determinato con questa prospettiva, mentre nella logica asset side la struttura finanziaria viene ritenuta una condizione che non incide sull'entità del valore dell'azienda, quindi, il valore ottenuto dovrà essere depurato dalla posizione finanziaria netta. Risulta fondamentale, di conseguenza, adeguare il tasso di attualizzazione in base all'ottica considerata: con l'ottica equity side si dovrà considerare il costo del capitale K_e , mentre per l'ottica asset side si considera come tasso di attualizzazione il WACC.⁶⁴

All'inizio di questo capitolo, si è precisato che il reddito medio prospettico era da intendersi come il reddito medio normale, in quanto l'utilizzo di flussi analitici e quindi determinati anno per anno portava al suo interno un alto grado di incertezza, ma nonostante questo è prudente precisare che esistono, oltre alle formule matematiche già esplicitate, anche altre metodologie per la determinazione del valore secondo il metodo reddituale, quindi si è ritenuto opportuno evidenziare attraverso la seguente tabella tutte le possibili varianti di determinazione del valore mediate l'applicazione di questo metodo, divise per la prospettiva equity side e per la prospettiva asset side:

	PROSPETTIVA EQUITY SIDE	PROSPETTIVA ASSET SIDE
Formula con reddito medio e orizzonte temporale illimitato	$W = \frac{R_m}{i}$	$W = \frac{R_m}{i} - D_a$

⁶⁴ Le formule presentate all'interno di questo elaborato sono esplicitate nell'ottica equity side

Formula con reddito medio e orizzonte temporale limitato	$W = R_m \times a_{n-i}$	$W = (R_m \times a_{n-i}) - D_a$
Formula con redditi attesi anno per anno per n esercizi	$W = \sum_{j=1}^n R_j v^j$	$W = \sum_{j=1}^n R_j v^j - D_a$
Formula con redditi attesi anno per anno fino all'anno m e reddito atteso per il successivo periodo	$W = \sum_{j=1}^m R_j v^j + \sum_{j=m+1}^n (R_m \times a_{n-i}) v^j$	$W = \sum_{j=1}^m R_j v^j + \sum_{j=m+1}^n (R_m \times a_{n-i}) v^j - D_a$
Formula con redditi attesi anno per anni fino all'anno n valore terminale all'n-essimo anno	$W = \sum_{j=1}^m R_j v_j + V_t v^n$	$W = \sum_{j=1}^m R_j v_j + V_t v^n - D_a$

Legenda:

W = Valore dell'impresa

R_m = Reddito medio prospettico

i = tasso di attualizzazione che nel caso della prospettiva equity è pari a K_e mentre nella prospettiva asset è pari al WACC

a_{n-i} = simbolo matematico-finanziario del valore attuale di una rendita con durata definita

R_j = reddito dell'esercizio j-esimo

m, n = numero di anni dell'orizzonte temporale

$v^j = \frac{1}{(1+i)^j}$ dove i corrisponde al tasso di attualizzazione che nel caso della prospettiva equity è pari a K_e mentre nella prospettiva asset è pari al WACC

V_t = Valore terminale dell'azienda

D_a = Valore attuale dei debiti onerosi

Concludendo possiamo dire che l'affidabilità del metodo reddituale è notevole rispetto al metodo patrimoniale, in quanto si fonda su dati concreti e certi. Sussiste però una discrepanza tra autori in quanto Balducci D. sostiene che vengano eliminati i dati soggettivi delle stime e l'assunzione di ipotesi che potrebbero non essere rispettate nella realtà, mentre secondo l'autore Guatri L., come è già stato citato, è comunque presente una

componente soggettiva nella determinazione dei flussi di reddito, anche se è possibile superare questo ostacolo utilizzando nella valutazione un reddito medio-normale. Quindi risulta vero che i dati soggettivi e le ipotesi, nel caso di utilizzo del reddito medio-normale come metodo di determinazione dei flussi, vengono marginali, ma allo stesso tempo è altrettanto vero che se si utilizza la metodologia di determinazione dei flussi anno per anno l'incertezza rimane presente in quanto risulta essere una componente intrinseca nella determinazione dei flussi così effettuata.

Il metodo reddituale, inoltre, permette di effettuare la valutazione considerando l'azienda come un'entità unitaria cosa che invece non avviene nel caso del metodo patrimoniale, il quale valuta l'impresa nel suo complesso attraverso l'analisi di ogni singola posta prescindendo dalla loro appartenenza al complesso unitario aziendale.

3.3. Il metodo misto

3.3.1. Impostazione concettuale del metodo

Entrambi i metodi precedentemente analizzati, presentano dei punti di forza rispetto alle componenti cardine che vanno ad analizzare, ma allo stesso tempo presentano delle grosse lacune con riferimento alla componente che non analizzano, proprio per questo motivo si è giunti alla necessità di sviluppare un ulteriore metodo che conciliasse quello patrimoniale e quello reddituale in modo tale da combinarne i punti di forza e allo stesso tempo cercare di colmarne le lacune.

Il metodo misto reddituale-patrimoniale prevede, per la componente patrimoniale, l'individuazione del patrimonio netto rettificato e di conseguenza l'espressione dei valori patrimoniale in termini correnti. La componente reddituale invece viene espressa come "sovra-reddito". Il metodo si basa sul "principio della composizione". Significa che il valore corrente stimato per ogni elemento patrimoniale deve vagliare il contributo al processo di formazione del reddito aziendale e, d'altro canto, il reddito deve essere strettamente connesso ai beni che compongono il patrimonio dell'azienda.⁶⁵

⁶⁵ Balducci Daniele, *"La valutazione d'azienda"*, sesta edizione, Edizioni Fag, Milano 2002

Il metodo misto, cioè espresso sia in termini patrimoniali che in termini reddituali, riesce a garantire al contempo l'oggettività e la verificabilità delle stime che sono i requisiti propri del metodo patrimoniale e la razionalità dei modelli basati sui flussi, quale principio del metodo reddituale. Di conseguenza il metodo tiene conto degli asset tangibili e intangibili, in base al metodo patrimoniale che si applica, e anche della redditività prospettica dell'azienda. Dunque, si può affermare che il metodo così configurato permetterà di ottenere una valutazione completa, con minore soggettività e con maggiore attendibilità.

Basandosi sulla combinazione di altre due tipologie di metodo, il valore aziendale così determinato sarà sempre compreso all'interno di un intervallo in cui il limite superiore è rappresentato dal valore aziendale determinato con il metodo reddituale, mentre il limite inferiore è dato dal patrimonio netto a valore di liquidazione.

Con quanto detto finora, si comprende che il metodo misto è una forma ibrida, basata sulla logica del "costo opportunità", e cioè il valore del capitale economico è delineato dalla somma di due differenti fattori: il valore delle attività aziendali in essere e il valore dei redditi eccedenti il rendimento atteso delle attività medesime.⁶⁶

Esistono due diversi metodi per la valutazione attraverso il metodo misto reddituale–patrimoniale:

- Metodi basati su operatori statistici di aggregazione: si dividono in due categorie, il metodo del valore medio e il metodo della media ponderata. Con il primo metodo si ottiene la media aritmetica tra il valore ottenuto con il metodo patrimoniale e quello derivante dal metodo reddituale. Con il secondo metodo invece al calcolo della media aritmetica ponderata, attribuendo ai diversi criteri utilizzati per determinare il valore dell'azienda (patrimoniale, reddituale, finanziario ad esempio) un peso in modo tale che la somma delle percentuali attribuite sia pari al 100%.
- Metodo basato su differenziali da flussi: identifica il metodo della stima autonoma dell'avviamento e quindi il valore dell'azienda è determinato dalla somma del

⁶⁶ Nizzola Maurizio, *“Valutazione d'azienda: metodi e casi pratici”*, Maggioli editore, Santarcangelo di Romagna 2020

patrimonio netto rettificato stimato con il metodo patrimoniale e il valore dell'avviamento.

3.3.2. Il metodo del valore medio

Il metodo del valore medio, detto anche metodo dei "pratici tedeschi", si basa sull'assunto che il valore dell'impresa sia dato dalla somma del valore patrimoniale netto rettificato e dall'avviamento, entrambi con un peso pari al 50%. Quindi, esso esprime la media aritmetica tra il valore dell'azienda ottenuto applicando il metodo reddituale nella sua formula di rendita perpetua e il valore aziendale ottenuto applicando il metodo patrimoniale.

In formula risulta:

$$W = K + \frac{1}{2} \left(\frac{R_m}{i} - K \right) = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R_m}{i} \right)$$

dove:

W = Valore dell'azienda

K = Capitale netto rettificato

R_m = Reddito medio atteso

i = tasso di attualizzazione che può essere rappresentato da K_e oppure dal WACC

Nel caso in cui con il metodo reddituale non si consideri un orizzonte temporale illimitato e quindi non si applichi la formula della rendita perpetua, ma si consideri un orizzonte temporale limitato, la formula del metodo misto reddituale-patrimoniale è pari a:

$$W = \frac{1}{2} \left(K + R_m \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right)$$

Questo, al di là dell'applicazione del metodo reddituale con orizzonte limitato o illimitato, è un metodo che trova molta applicazione nella prassi in quanto considera simultaneamente l'aspetto patrimoniale e l'aspetto economico, ma allo stesso tempo non presenta linearità dal punto di vista teorico poiché non è realistico che il valore dell'azienda si collochi esattamente a metà tra il limite inferiore patrimoniale e quello superiore reddituale.

Esiste un'altra metodologia di calcolo per il metodo misto, che però a differenza di quella appena analizzata, attribuisce alla componente reddituale un peso maggiore e più precisamente attribuisce il peso di un terzo al patrimonio netto e di due terzi all'avviamento. Questa differente attribuzione dei pesi risiede nel fatto che la valutazione del 50% dell'avviamento, pur essendo considerata una valutazione prudentiale, spesso delinea un limite poiché rappresenta una sottovalutazione del peso dell'avviamento.

Quindi la formula diventa:

$$W = \frac{1}{3}K + \frac{2}{3}\frac{R_m}{i} = \frac{1}{3}\left(K + \frac{2 \times R_m}{i}\right)$$

In questo caso, trattandosi di percentuali diverse dall'attribuzione di metà peso per ciascun metodo, siamo di fronte all'utilizzo del metodo della media aritmetica ponderata.

3.3.3. Il metodo della stima autonoma dell'avviamento

Attraverso il metodo della stima autonoma dell'avviamento, il valore dell'azienda è determinato come sommatoria tra il valore del patrimonio netto rettificato e il valore dell'avviamento, il quale, come già accennato, rappresenta un surplus di valore:

$$W = K + A$$

dove:

W = Valore dell'azienda

K = Capitale netto rettificato

A = Avviamento

In questo caso l'avviamento è la componente fondamentale che differenzia il metodo misto dal metodo patrimoniale. Nella valutazione aziendale, esso diviene una misura sintetica della capacità di reddito dell'impresa e viene quantificato nel momento in cui l'impresa viene ceduta o si fonde con un'altra.

Ad oggi l'avviamento è definito come la capacità dell'impresa di conseguire redditi nel tempo, cioè la sua attitudine a ottenere utili. Esso è influenzato da una serie di fattori che rendono possibile il conseguimento di extra profitti in futuro, ed è proprio questa la

differenza fondamentale tra un'azienda avviata e una di nuova costituzione. L'azienda avviata può contare sulla produzione di risultati economici in conseguenza dell'organizzazione dei fattori produttivi dell'azienda stessa.

I fattori che influenzano l'avviamento possono essere distinti in due categorie: fattori soggettivi o personali e fattori oggettivi. All'interno dei fattori oggettivi possiamo trovare tutti quelle componenti intrinseche nell'organizzazione e le circostanze derivanti dal mercato, come ad esempio, la presenza di un buon nome sul mercato, l'apparato produttivo ottimale, il personale selezionato e qualificato, la validità del settore ricerca e sviluppo, i rapporti proficui con i fornitori, un buon livello di rete di vendita e così via.

I fattori soggettivi invece, sono rappresentativi delle doti personali dell'imprenditore e quindi sono strettamente inerenti al singolo soggetto, per cui non sono fattori trasferibili.

L'International Valuation Standard Council all'interno dell'IVS 210, dedicato agli asset intangibili, riporta un paragrafo di riferimento all'avviamento:

“Generally, goodwill is any future economic benefit arising from a business, an interest in a business or from the use of a group of *assets* which has not been separately recognised in another *asset*. The *value* of goodwill is typically measured as the residual amount remaining after the *values* of all identifiable tangible, intangible and monetary *assets*, adjusted for actual or potential liabilities, have been deducted from the *value* of a business. It is often represented as the excess of the price paid in a real or hypothetical acquisition of a company over the *value* of the company's other identified *assets* and liabilities.”⁶⁷

Quindi l'avviamento è rappresentato da quel surplus di reddito rimanente dopo che i valori delle attività, rettificati per le passività sono stati dedotti dall'azienda e solitamente viene espresso attraverso la maggiorazione di prezzo, rispetto al valore delle componenti patrimoniali dell'azienda, pagata in caso di acquisizione dell'azienda. In questo caso si parla di “Goodwill” o avviamento positivo, ma esistono anche casi in cui l'avviamento sia negativo e quindi si tratti di “Badwill”, casi in cui l'acquirente sarà disposto a pagare un prezzo inferiore per l'acquisizione dell'azienda, poiché un avviamento negativo è sinonimo di deperimento del valore generato dall'azienda.

⁶⁷ www.ivsc.org – IVS 210, paragrafo 20.6

È importante ricordare che da un punto civilistico vengono dettate delle regole molto rigide con riferimento alla presentazione in bilancio dell'avviamento: "6) l'avviamento può essere iscritto nell'attivo con il consenso, ove esistente, del collegio sindacale, se acquisito a titolo oneroso, nei limiti del costo per esso sostenuto. L'ammortamento dell'avviamento è effettuato secondo la sua vita utile; nei casi eccezionali in cui non è possibile stimarne attendibilmente la vita utile, è ammortizzato entro un periodo non superiore a dieci anni. Nella nota integrativa è fornita una spiegazione del periodo di ammortamento dell'avviamento".⁶⁸

Quindi all'interno del bilancio il valore dell'avviamento potrà essere presente soltanto se acquisito a titolo oneroso e nei limiti del costo sostenuto, ma è chiaro che, in caso di valutazione aziendale, l'avviamento può assumere un peso rilevante e impattare nella valutazione dell'aziende in modo non indifferente.

Ai fini della valutazione la stima dell'avviamento avviene attraverso l'attualizzazione del reddito differenziale prospettico, il quale deriva dalla differenza tra il reddito medio prospettico e il reddito equo:

$$A = (R_m - R_e)a_{n-i}$$

dove:

A = Avviamento

R_m = Reddito medio prospettico

R_e = Reddito equo.

a_{n-i} = coefficiente di capitalizzazione del reddito differenziale

Il Reddito equo è la grandezza necessaria da considerare per definire la capacità dell'azienda di generare redditi differenziali. È la grandezza con cui confrontare il reddito medio prospettico in modo tale da poter definire la dimensione del sovra/sotto reddito differenziale. La formula del Reddito equo è:

$$R_e = K \times i$$

dove:

⁶⁸ www.gazzettaufficiale.it – articolo 2426 Codice civile

K è il valore del capitale netto rettificato, determinabile o con il metodo patrimoniale semplice oppure con quello complesso
i è il tasso normale di rendimento.

Il coefficiente di capitalizzazione del reddito differenziale $a_{n-i'}$ deve essere analizzato considerando i due fattori che lo compongono: n e i'.

Il parametro i' può anche discostarsi da quello utilizzato per la determinazione del reddito equo, in quanto esso può essere definito come:

- il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio
- il tasso di attualizzazione dei flussi di reddito netti e cioè il tasso equo di redditività utilizzato per la stima del reddito equo.

I Principi Italiani di Valutazione comunque suggeriscono di adottare un tasso $i' > i$ quando si presenta una situazione di sovra reddito, mentre al contrario di applicare un tasso $i' < i$ quando la situazione è di sotto reddito, in modo tale da adottare un atteggiamento prudentiale nella considerazione dell'avviamento.

Il parametro n, invece, rappresenta la durata stimata del reddito differenziale. La definizione di questo parametro si fonda sul concetto secondo cui l'avviamento è destinato ad avere una durata limitata e quindi sia destinato ad estinguersi o attenuarsi nel corso di alcuni anni. Solitamente viene identificato un arco temporale corrispondente ai tre–cinque anni, ma i valori di n possono superare il quinquennio e raggiungere l'arco temporale di otto–dodici anni quando le aziende sono dotate di elevata e stabile redditività.⁶⁹

Prevedendo, quindi, un orizzonte limitato nella stima dell'avviamento, il valore dell'azienda risulta essere:

$$W = K + (R_m - R_e)a_{n-i'}$$

Oltre alla formula sopra riportata per la stima del valore dell'avviamento, esistono altre possibili soluzioni per stimare il valore del sovra o sotto reddito.

⁶⁹ Nizzola Maurizio, "Valutazione d'azienda: metodi e casi pratici", Maggioli editore, Santarcangelo di Romagna 2020

Un'alternativa, che è quella che i PIV suggeriscono di utilizzare, prevede l'attualizzazione dei redditi differenziali determinati in via specifica per i singoli esercizi futuri di durata dell'avviamento, quindi in termini matematici risulterebbe:

$$A = \sum_{t=1}^n ((R_m - R_e)(1 + i')^{-t})$$

È assolutamente chiaro che in questo caso siano presenti maggiori difficoltà rispetto alla formula che impiega il reddito medio prospettico in quanto si necessita di più informazioni precise e accurate.

Infine, l'ultima possibilità di stima del valore dell'avviamento è tramite la capitalizzazione illimitata del sovra reddito atteso per il futuro. Si utilizza un orizzonte temporale illimitato nel caso in cui si difficile prevedere la durata definita dell'avviamento. La formula è la seguente:

$$A = \frac{(R_m - Ki)}{i'} = \frac{(R_m - R_e)}{i'}$$

Possiamo concludere dicendo che il metodo misto, come si è visto, concilia i metodi patrimoniali e i metodi reddituali in tutte le possibili varianti, quindi, possiamo ritrovare applicato sia il metodo patrimoniale complesso che quello semplice e anche tutte le casistiche inerenti alla definizione dell'orizzonte temporale che sono proprie delle componenti reddituali.

Dunque, il metodo misto, nelle sue diverse forme, è un ottimo metodo di valutazione aziendale applicabile a tutti quei casi in cui non è sufficiente valutare solo la componente patrimoniale o quella reddituale, ma è necessario effettuare una valutazione tenendo in considerazione tutti gli aspetti che impattano sull'azienda oggetto di valutazione.

4. I METODI DI VALUTAZIONE BASATI SUI FLUSSI DI CASSA SCONTATI

4.1. Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)

Il metodo Discounted Cash Flow, o metodo finanziario, stima il valore del capitale aziendale in relazione alla sua capacità di produrre flussi di cassa previsionali, i quali vengono attualizzati per considerare il profilo di rischio degli stessi.

Le variabili necessarie per la sua applicazione sono:

- Flussi monetari
- Orizzonte temporale
- Tasso di interesse
- Valore residuo

I metodi finanziari possono distinguersi in due tipologie: metodi analitici e metodi sintetici. I metodi finanziari analitici considerano i flussi di cassa annualmente fino al termine di prevedibile durata dell'azienda, mentre quelli sintetici si fondano sulla determinazione di valori medio-normali di flussi di cassa attesi perpetuamente o in alternativa utilizzano previsioni di flussi di cassa variabili secondo fattori costanti.

Esistono anche metodi analitico-sintetici che considerano i flussi analitici per i primi anni e successivamente stimano il restante periodo di vita aziendale attraverso i flussi sintetici.

L'aspetto più critico del metodo è la determinazione dei flussi monetari futuri, non con riferimento al fatto che le previsioni possono essere errate, ma "the greatest risk is to forecast future cash flows that are significantly out of line with past cash flows, when there are no changes justifying them."⁷⁰ Proprio per il fatto che i flussi futuri possano discostarsi da quelli passati, l'esperto deve effettuare un'analisi per comprendere la relazione tra la performance passata e quella futura e esprimere un parere sulla coerenza dei flussi monetari futuri considerati. Il tutto è trattato anche dai Principi Italiani di Valutazione, i quali prevedono 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."⁷¹

⁷⁰ Fazzini Marco, "Business valuation: theory and practice", Palgrave Macmillan, Cham 2018

⁷¹ www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.24

Possiamo individuare quattro fasi per il processo di valutazione dei flussi di cassa⁷²:

1. analisi del settore e dell'attività aziendale
2. analisi del rischio
3. analisi dei valori non contabilizzati
4. determinazione del valore dell'azienda

L'analisi, nella prima fase, è effettuata sulla scorta dei dati storici di bilancio attraverso i quali si possono individuare i fattori chiave di creazione di valore e le leve più importanti della redditività aziendale. Dalle performance passate quindi si possono trarre gli elementi per esprimere una valida previsione delle performance future.

Nella seconda fase, invece, vengono ponderati i fattori di rischiosità aziendale che sono solitamente ricompresi all'interno del tasso di interesse di valutazione.

Nella terza fase vengono ricomprese tutte le operazioni oggetto di rettifica contabile dovute dal passaggio da "flussi di competenza" a "flussi di cassa", con particolare riferimento a⁷³:

- a. investimenti: la cui scelta è da effettuarsi tra la previsione puntuale anno per anno e l'assunzione di convenzioni che collegano gli investimenti all'incremento dei ricavi attraverso il coefficiente $f = \frac{\Delta \text{capitale fisso}}{\Delta \text{vendite}}$;
- b. capitale circolante: per il quale, analogamente agli investimenti, è possibile applicare un coefficiente previsionale relativo al legame tra fatturato e dinamica del capitale circolante. Il coefficiente in questione è determinato come: $v = \frac{\Delta \text{capitale circolante}}{\Delta \text{fatturato}}$;
- c. imposte: per la loro deduzione occorre quantificare il cash tax-rate, cioè le imposte pagate nell'esercizio, anche se talvolta ci si orienta sul tasso medio storico dell'impostazione fiscale o sul tasso marginale. L'esistenza di perdite pregresse e la loro compensazione con gli utili, può incidere sul cash tax-rate, fino a determinare il suo annullamento;
- d. accantonamenti: in questo ambito vengono considerate tutte le componenti che non generano movimenti di cassa, come i fondi rischi e oneri, fondi spesi future e TFR,

⁷² Balducci Daniele, "La valutazione dell'azienda", sesta edizione, Edizioni Fag Milano, 2002

⁷³ Guatri Luigi, "Trattato sulla valutazione delle aziende", E.G.E.A., Milano 1998

con un particolare accorgimento per gli accantonamenti che esprimono debiti finanziari in formazione, come il TFR, che dovranno essere ricompresi nel valore del debito sottratto dal valore dell'investimento.

Nella quarta e ultima fase, si valutano le attività e le passività fuori bilancio, si aggrega il valore terminale ai flussi di cassa attualizzati e così si determina il valore dell'azienda.

Per la determinazione, invece, del flusso prospettico possiamo individuare diverse modalità:

- il metodo storico- evolutivo
- il metodo strategico
- il metodo misto per aree strategiche.

Il metodo storico-evolutivo individua i valori dei flussi prospettici attraverso l'identificazione dell'orizzonte temporale di riferimento e l'individuazione di una serie di risultati riferibili ad esercizi passati. Tali risultati storici subiscono poi un processo di normalizzazione per eliminare gli eventuali eventi e fattori non ricorrenti, non ripetibili e straordinari e per eliminare anche gli elementi che a seguito di politiche di bilancio o dell'osservazione dei principi contabili, potrebbero alterare i risultati. Relativamente a quest'ultimo punto, è fondamentale effettuare un'attenta valutazione per quanto riguarda i valori delle immobilizzazioni, del relativo processo di ammortamento e del magazzino.

In questo modello, i risultati storici rappresentano il punto di riferimento per la stima, in quanto sono caratterizzati da una maggiore oggettività, ma allo stesso tempo trovano la loro efficacia e correttezza solo se integrati con le considerazioni evolutive delle condizioni strategiche e operative che interessano l'azienda.

Accanto a questo metodo, possiamo trovare l'approccio strategico-innovativo, il quale diventa fondamentale quando l'azienda si trova in contesti di discontinuità strategica del mercato o del suo modello di business, perché per quanto il metodo storico-evolutivo, in questi casi, sarebbe il più oggettivo, allo stesso tempo costituirebbe anche il metodo oggettivamente meno efficace poiché il futuro sarebbe rappresentato e legato ad andamenti non realistici e non in grado di interpretare gli elementi essenziali. Nonostante ciò, gli elementi che, nel metodo strategico-evolutivo, mantengono una loro stabilità storica

e una certa costanza con il passato, è fondamentale che trovino comunque nei valori storici un essenziale elemento di riferimento.

Oltre a questi due metodi, è possibile individuare delle metodologie miste per aree strategiche⁷⁴ di affari. Attraverso il metodo misto per aree strategiche è possibile strutturare e studiare la formula chiave per i sottoinsiemi aziendali strategicamente rilevanti e dotati di autonomia strategica.

Scendendo nel dettaglio, il flusso monetario atteso può essere determinato quantitativamente sulla base di due metriche: Asset side ed Equity side.

La metrica Asset side, detto anche Metodo Unlevered Discounted Cash Flow, impiega i flussi finanziari di pertinenza di tutti i conferenti capitale; quindi, sia quelli conferenti capitale proprio che quelli conferenti capitale di debito, e quindi rappresenta un metodo che valuta l'investimento globale dell'impresa. Essendo necessario rispettare la coerenza tra flussi e tasso di interesse utilizzato per scontarli, è chiaro che nel caso dei flussi unlevered il tasso di capitalizzazione è rappresentato dall'attesa di rendimento media tra tutti i conferenti capitale, cioè dal Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC).

I flussi che vengono considerati in questo caso sono quelli operativi, originati dal modo in cui il capitale investito viene sfruttato, dunque, quantifica il valore dell'azienda sulla base della struttura finanziaria ritenuta ottimale.

Quindi, i flussi di cassa da scontare nel caso dell'ottica Asset sono rappresentati dal *free cash flow* operativo (FCFO), che può essere determinato come segue:

Ebit
- imposte sul reddito operativo
<hr/>
= NOPAT
+ ammortamenti
+ svalutazioni, accantonamenti ed altri costi non monetari
<hr/>
= Autofinanziamento netto
± Variazione del Capitale circolante netto
- variazione dei fondi

⁷⁴ Queste aree strategiche vengono denominate in vari modi, come Aree Strategiche di Affari (ASA), Strategic Business Unit (SBU), divisioni organizzative, Cash Generating Unit (CGU). Comunque vengano denominate, rappresentano dei sottoinsiemi aziendali strategicamente rilevanti contraddistinti da un proprio mercato, clienti, prodotto e organizzazione, proprio per questo si può affermare che assumono una loro possibile autonomia.

= **Flusso di cassa operativo corrente**
± disinvestimenti/investimenti nell'area operativa

= **FREE CASH FLOW OPERATIVO (FCFO)**

Viste le componenti fondamentali, la formula Asset side si presenta nel seguente modo:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCFO_i}{(1 + WACC)^i}$$

dove:

V = Valore degli Asset

FCFO_i = Free Cash Flow operativo

WACC = Tasso di attualizzazione

i = Orizzonte temporale considerato

Con l'ottica Equity side, invece i flussi considerati sono quelli disponibili.

Il flusso monetario disponibile rappresenta la quota parte di redditi che può essere messa a disposizione degli azionisti, senza intaccare l'equilibrio operativo e finanziario dell'azienda.

Questo metodo, infatti, detto anche Metodo Levered Discounted Cash Flow, ha l'obiettivo di determinare il valore del capitale proprio e quindi i flussi prospettici considerati saranno quelli che percepiranno imprenditore e/o soci, cioè i *free cash flow to equity* (FCFE), i quali dovranno essere attualizzati attraverso il tasso rappresentativo del costo del capitale proprio, cioè K_e .

La determinazione degli FCFE parte dal valore degli FCFO, sul quale interverranno le seguenti rettifiche:

FREE CASH FLOW OPERATIVO (FCFO)

- interessi passivi e altri oneri finanziari
- pagamento dividendi
- + proventi finanziari
- + negoziazione di nuovi debiti
- rimborso debiti in scadenza
- + aumenti di capitale sociale a pagamento
- rimborsi di capitale sociale

= **FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)**

Matematicamente, la formula in ottica Equity può essere rappresentata come:

$$E = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1 + K_e)^i}$$

dove:

E = Valore dell'Equity

FCFE_i = Free Cash Flow to Equity

K_e = Tasso di attualizzazione

i = Orizzonte temporale considerato

L'utilizzo di una o dell'altra metrica, ai fini della stima del valore economico aziendale, implica la determinazione di differenti tipologie di configurazione del flusso di risultato atteso, in quanto con il Metodo Unlevered Discounted Cash Flow si determina il valore del capitale operativo o detto anche Enterprise Value, mentre con il Metodo Levered Discounted Cash Flow si determina direttamente il valore del capitale netto. Le metriche però possono essere ricongiunte rispetto all'Equity Value, sottraendo il valore della Posizione Finanziaria Netta (PFN) all'Enterprise Value⁷⁵.

Secondo l'autore Balducci D., la scelta di impiegare il metodo Levered oppure quello dipende da molti fattori, come ad esempio, la tipologia di utili e il loro livello di crescita, le fonti della crescita, le opzioni di sviluppo, la stabilità dell'investimento etc.⁷⁶; l'autore Guatri L., afferma che i metodi finanziari sono tipicamente metodi unlevered⁷⁷, e quindi vengono determinati tenendo in considerazione l'investimento globale.

Con riferimento al tasso di attualizzazione, è fondamentale ricordare, come abbiamo già visto più volte nel corso dell'elaborato, e come vale anche per il metodo reddituale, che questo parametro deve essere coerente rispetto ai flussi che deve scontare. Per cui sappiamo che possiamo applicare due tipologie di tassi: il WACC quando i flussi da scontare

⁷⁵ www.borsaitaliana.it – “Enterprise value è il valore che si ottiene applicando il metodo di valutazione Discounted Cash Flow (DCF) e Economic Value Added (EVA), da cui sottraendo il valore di mercato del capitale di debito si perviene alla misurazione del valore intrinseco del capitale proprio.”

⁷⁶ Balducci Daniele, “*La valutazione dell'azienda*”, sesta edizione, Edizioni Fag Milano, 2002

⁷⁷ Guatri Luigi, “*Trattato sulla valutazione delle aziende*”, E.G.E.A., Milano 1998

sono riferiti a tutti i soggetti portatori di capitale, oppure il costo dell'equity K_e quando i flussi riguardano i soli portatori di capitale proprio, cioè gli azionisti.

È necessario sempre tenere ben presente che la determinazione del tasso è uno dei punti più ostici per i metodi di flusso, in quanto anche una sua minima variazione può comportare una notevole cambiamento in termini di risultati ottenibili.

Il fattore tempo rappresenta una componente molto importante del metodo Discounted Cash Flow poiché il valore è legato ai flussi che l'impresa è in grado di generare in un orizzonte temporale congruo.

L'orizzonte temporale, ovviamente, varia a seconda del settore e delle caratteristiche dell'impresa; perciò, risulta necessario stimare i cash flow per un numero di anni plausibile. La determinazione dell'orizzonte temporale di riferimento è un problema delicato, ma, nonostante ciò, generalmente l'orizzonte considerato adeguato varia tra i tre e cinque anni.

L'ultima componente fondamentale da analizzare per l'applicazione del Discounted cash flow è il Terminal Value o anche detto Valore Residuo aziendale.

Il Terminal Value esprime il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione, di conseguenza, tanto più breve sarà l'orizzonte esplicito previsto, tanto maggiore sarà la rilevanza del valore residuo. Questa variabile viene presa in considerazione, poiché si può ritenere che difficilmente un'impresa cessa dopo la fine del periodo di previsione esplicita.

Secondo i Principi Italiani di Valutazione "In sede di applicazione del DCF, 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 consentire un utile controllo."⁷⁸

⁷⁸ www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.37

L'IVS 105, dispone che i periti debbano calcolare il valore di fine periodo quando si ritenga che l'attività continui anche successivamente al periodo di previsione esplicita, il valore terminale successivamente verrà attualizzato alla data di valutazione, utilizzando lo stesso tasso di sconto applicato al flusso di cassa previsto. L'IVS 105 continua con un elenco di ciò che il Terminal Value dovrebbe considerare, è cioè:

- “(a) whether the asset is deteriorating/finite-lived in nature or indefinite-lived, as this will influence the method used to calculate a terminal value,
- (b) whether there is future growth potential for the asset beyond the explicit forecast period,
- (c) whether there is a pre-determined fixed capital amount expected to be received at the end of the explicit forecast period,
- (d) the expected risk level of the asset at the time the terminal value is calculated,
- (e) for cyclical assets, the terminal value should consider the cyclical nature of the asset and should not be performed in a way that assumes “peak” or “trough” levels of cash flows in perpetuity, and
- (f) the tax attributes inherent in the asset at the end of the explicit forecast period (if any) and whether those tax attributes would be expected to continue into perpetuity.”⁷⁹

Il valore del Terminal Value può essere calcolato attraverso due modalità: il metodo della rendita perpetua, che è il metodo convenzionalmente applicato, e il metodo dei multipli di mercato.

Con il primo metodo, il valore del Terminal Value corrisponde al valore della rendita perpetua del flusso di cassa normalizzato dell'ultimo esercizio dell'orizzonte temporale stimato.

Matematicamente, il Terminal Value può essere rappresentato in uno dei seguenti modi:

$$TV = \frac{Cash\ Flow_{t+x}}{i - g}$$

$$TV = \frac{Cash\ Flow_{t+x}}{i}$$

⁷⁹ www.ivsc.org – IVS 105, paragrafo 50.21

dove:

TV = Terminal Value

Cash Flow_{t+x} = Flussi attesi per il periodo successivo a quello di previsione esplicita, che dovranno essere coerenti con i flussi individuati nel periodo di previsione esplicita; quindi, può essere espresso sia secondo la metrica equity che secondo quella asset

i = Tasso di attualizzazione. Può essere rappresentato o dal Costo medio ponderato del capitale (WACC), o dal Costo del capitale (K_e) in base alla tipologia di cash flow presa in considerazione per il calcolo del valore dell'azienda.

g = tasso di crescita, che viene applicato al fine di considerare le prospettive di crescita del business.⁸⁰

Il Cash Flow_{t+x} rappresenta il risultato che l'impresa potrebbe conseguire in futuro e il valore di questo plausibile risultato è determinabile con diverse modalità. È possibile impiegare il cash flow dell'ultimo anno della previsione esplicita, nel caso in cui i cash flow siano coerenti ed omogenei rispetto ai risultati storici, oppure si può utilizzare una media aritmetica o una media ponderata dei cash flow, nel caso in cui questi ultimi non siano omogenei con i risultati storici.

Talvolta l'EBIT può essere utilizzato come alternativa al Cash Flow nel calcolo del Terminal Value, in quanto nel lungo periodo i due tendono ad allinearsi. L'utilizzo dell'EBIT è dovuto al fatto che "EBIT, compared to cash flow, is more easily predictable, as it is more stable over time. EBIT is not influenced by Operating Working Capital, investment and disinvestment policies, and financial policies."⁸¹

La decisione di utilizzare il Cash Flow o l'EBIT, come base di calcolo per il Terminal Value, spetta al valutatore che dovrà identificare la misura più idonea a riflettere il valore dell'impresa.

⁸⁰ Questo argomento verrà approfondito nel paragrafo successivo attinente al DCF in una prospettiva steady-growth

⁸¹ Fazzini Marco, "Business valuation: theory and practice", Palgrave Macmillan, Cham 2018

Il secondo metodo, quello dei multipli d'uscita, considera il terminale value come il valore di uscita di un investimento. I multipli di uscita che possono essere presi in considerazione derivano dall'esame di società comparabili, e quelli più frequenti sono l'EBIT e l'EBITDA.

In termini matematici:

$$TV = A \times Moltiplicatore$$

I PIV, comunque suggeriscono che la prima metodologia sia più corretta in quanto mantiene l'impostazione del DCF, poiché attualizza il flusso di lungo periodo per un tempo illimitato. Nonostante ciò, considera il confronto tra la stima basata sui flussi prospettici e quella derivante dall'utilizzo di indicatori di mercato, utile con lo scopo di controllo.⁸²

Analizzate tutte le componenti necessarie per l'attuazione del Discount Cash Flow, possiamo dare anche una rappresentazione matematica del metodo attraverso la seguente formula generica:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^{n+1}}$$

dove:

W = Valore dell'azienda

F_t = Flussi di cassa, che possono essere espressi attraverso l'ottica equity oppure attraverso l'ottica asset; quindi, possono assumere il valore degli FCFE o degli FCFO.

i = tasso di attualizzazione, che dovrà essere rappresentato dal Costo del capitale K_e se i flussi sono identificati attraverso gli FCFE oppure dal Costo medio ponderato del capitale WACC se i flussi sono espressi in termini asset e quindi sono rappresentati dagli FCFO

TV = Terminal Value.

Fondamentale risulta ricordare che nel caso in cui si adotti la metrica asset side, la formula per ottenere il valore dell'azienda non deve fermarsi all'utilizzo di quella sopra riportata, ma si dovrà necessariamente sottrarre il valore della Posizione Finanziaria Netta.

⁸² www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.37 - *Commento*

Il metodo finanziario e quello reddituale, dunque si assomigliano sotto molti aspetti anche se attualizzano dei differenti flussi. Una considerazione a riguardo è riportata dai PIV i quali danno indicazione sull'applicazione di un metodo piuttosto che l'altro. "Le stime di tipo reddituale sono di elezione nelle situazioni aziendali stabilizzate. Nelle situazioni caratterizzate da elementi evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari."⁸³

La motivazione alla base dell'utilizzo dei metodi finanziari nelle situazioni non stabilizzate, risiede nel fatto che vi è una notevole differenza fra redditi e flussi monetari, derivante dall'espansione o dalla contrazione degli investimenti in capitale circolante e fisso, per cui solo i metodi finanziari sono adatti a dare adeguata rappresentazione di tale dinamica.

Con riferimento ai valori patrimoniali, anche ai processi valutativi l'analisi di tali valori è comunque imprescindibile, in particolare per:

- determinare la Posizione Finanziaria Netta per giungere all'equity value tramite il calcolo intermedio dell'Enterprise value;
- catturare il valore di quegli asset che non trovano adeguata rappresentazione nei flussi futuri attesi;
- valutare il valore di liquidazione dell'azienda;⁸⁴

Concludendo possiamo affermare che nonostante questo metodo in dottrina sia considerato quello più rigoroso ed evoluto, non sempre trova larga condivisione in quanto necessità di molte stime sulle variabili considerate, che rendono piuttosto fragile l'intero processo in quanto la loro incertezza potrebbe moltiplicare esponenzialmente gli errori di valutazione.

Si ritiene opportuno fare un accenno ad un'altra tipologia di configurazione del metodo finanziario, cioè il Dividend Discount Model (DDM). Questo metodo solitamente non viene impiegato per la valutazione delle aziende o dei rami di azienda, ma è utilizzato per la valutazione dei titoli rappresentativi del capitale dell'impresa.

⁸³ www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.32

⁸⁴ Bavagnoli Francesco, "Una bussola per la valutazione d'azienda", Contabilità, Finanza e controllo, n.10, 2012

Il presupposto di tale metodo è l'attualizzazione, secondo il costo del capitale, dei dividendi, in quanto essi rappresentano il flusso monetario degli azionisti. Esistono diverse forme applicabili anche per il Dividend Discount Model⁸⁵:

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_e)^t}$$

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + K_e)^n}$$

$$W = \frac{D_0(1 + g)}{K_e - g}$$

Dove:

D_t = Dividendo

K_e = costo del capitale proprio

P_n = valore di uscita dell'investimento

D_0 = l'ultimo dividendo noto

g = tasso di crescita

La prima formula fa riferimento ad una corrente illimitata di dividendi, la cui stima però può essere molto incerta nel lungo periodo, in quanto i dividendi distribuibili variano in funzione della capacità di reddito dell'impresa.

La seconda formula prevede una stima dei dividendi per il primo periodo, al quale poi si somma il valore di uscita dell'investimento.

L'ultima formula prevede una situazione in un quadro di crescita, in cui il dividendo è stabilizzato già dal tempo 0, cioè dall'ultimo dividendo noto, per cui è chiaro che il numeratore dell'ultima formula corrisponde al Dividendo al tempo 1.

⁸⁵ www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.35 – *Commento*

4.2. Il metodo DCF nelle ipotesi *steady-state* e *steady-growth*

Il metodo Discounted Cash Flow può essere considerato con due diverse prospettive: *steady-state* o *steady-growth*.

L'utilizzo di una o dell'altra ipotesi implica alcune differenze per il calcolo delle diverse componenti del modello, che di conseguenza possono portare alla determinazione di diversi risultati nella valutazione d'azienda.

L'ipotesi *steady-state* si basa sui presupposti che l'impresa:

- mantenga stabili i propri ricavi, costi, ed elementi dell'attivo e del passivo;
- abbia una durata illimitata
- presenti la stessa esposizione al rischio operativo nel tempo.

Il fatto che l'impresa mantenga gli elementi attivi e passivi stabili, porta alla conseguenza che la variazione del CCNO e del Capitale Fisso siano pari a zero e quindi i FCFO corrisponderanno al NOPAT.

Anche la Posizione Finanziaria Netta risulta pari a zero e dal lato del capitale di terzi, rileverà solo il pagamento degli oneri finanziari, per cui il valore degli FCFE corrisponderà di fatto al risultato di bilancio.

Di conseguenza le formule negli approcci *asset side* ed *equity side* saranno le seguenti:

Asset side:
$$V = \frac{NOPAT}{WACC}$$

Equity side:
$$E = \frac{Risultato\ d'esercizio}{K_e}$$

Nell'ipotesi *steady-growth*, invece, le assunzioni alla base sono che l'impresa:

- mantenga una crescita costante ad un tasso g sia per gli elementi del Conto Economico che per quelli dello Stato Patrimoniale;
- abbia una durata illimitata;
- presenti nel tempo la stessa esposizione al rischio operativo.

È chiaro, quindi, che la differenza tra i due scenari risiede nel solo fatto di mantenere costati gli elementi che costituiscono i documenti di bilancio, oppure di prevedere per essi una crescita costante ad uno specifico tasso.

Nell'ipotesi steady-growth, quindi, i valori da individuare sono pari ai valori dell'esercizio precedente moltiplicati per il tasso di crescita g per quanto attiene i valori patrimoniali. Con riguardo ai valori economici questi saranno pari al valore dell'esercizio precedente moltiplicato per il valore $(1+g)$.

Di conseguenza il valore degli $FCFO_1$ e degli $FCFE_1$ è pari a:

$$FCFO_1 = NOPAT_0(1 + g) - g \times CIN_0$$

$$FCFE_1 = Risultato\ netto_0(1 + g) - g \times Capitale\ Proprio_0$$

Quindi, le formule nei diversi approcci asset ed equity side saranno:

Asset side:
$$V = \frac{NOPAT_0(1+g) - g \times CIN_0}{WACC - g}$$

Equity side:
$$E = \frac{Risultato\ netto_0(1+g) - g \times Capitale\ Proprio_0}{K_e - g}$$

4.3. Il metodo EVA: Economic Value Added

Il metodo "Economic Value Added" (EVA) è un metodo di impostazione anglosassone, che non nasce come metodo di valutazione dell'azienda, ma bensì come indicatore di performance con lo scopo di misurare la capacità dell'azienda di produrre nuova ricchezza, quindi, presenta una funzione simile a quella di altri indici come il ROI (Return on Investment) o il ROE (Return on Equity).

Esso mette a confronto il rendimento del capitale investito con il costo dello stesso e di conseguenza rileva se l'impresa ha creato valore aggiunto oppure lo ha sottratto nel corso dell'esercizio, giungendo così ad essere utilizzato anche per finalità diverse da quelle di indicatore di performance, e quindi anche con la finalità di valutazione d'azienda.

Questa metodologia si fonda su due principi:

- Il capitale degli azionisti deve essere remunerato;
- Un'impresa che produce utili contabili non necessariamente è in grado di creare valore economico per gli azionisti.

Infatti “se l'attività svolta dall'impresa non restituisce un profitto superiore al costo del capitale, opera in perdita. Anche se genera un risultato positivo e sostiene il costo delle imposte”⁸⁶, di conseguenza l'obiettivo del metodo è quello di massimizzare il valore degli azionisti.

La formula per il calcolo dell'EVA è pari a:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CIN)$$

Dove:

EVA = Economic Value Added

NOPAT = (Net Operating Profit After Taxes) è il reddito operativo normalizzato al netto dell'imposta. Esso deriva dal seguente calcolo:

EBITDA (Margine Lordo)
- ammortamenti
<hr/>
= EBIT (Reddito operativo Lordo)
- imposte sul reddito
<hr/>
= NOPAT

WACC = costo medio ponderato del capitale

CIN = Capitale investito netto, risultante dall'ultimo bilancio, rappresentato quindi sia dal capitale proprio che dal capitale di debito.

La formula così determinata rappresenta la quantificazione dell'EVA in misura assoluta, ma è possibile anche esprimere l'EVA in misura proporzionale e percentuale⁸⁷, attraverso l'utilizzo del capitale investito normalizzato e cioè espresso a valori correnti⁸⁸.

⁸⁶ Nizzola Maurizio, “Valutazione d'azienda: metodi e casi pratici”, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna 2020

⁸⁷ Balducci Daniele, “La valutazione dell'azienda”, sesta edizione, Edizioni Fag Milano, 2002

⁸⁸ Successivamente espresso con l'acronimo CIR

Il capitale investito normalizzato a valori correnti rappresenta il capitale effettivamente investito nella gestione operativa, a prescindere dalle politiche di bilancio e dalle convenzioni contabili.

Dunque, partendo dal valore del capitale investito si procede all'applicazione di alcune rettifiche con lo scopo di neutralizzare l'effetto del principio di competenza economica.

Questi aggiustamenti, in particolare, fanno riferimento:

- alle rimanenze valutate con il metodo contabile LIFO, che dovranno essere valorizzate secondo il metodo FIFO;
- alle quote di ammortamento dell'avviamento, in quanto se l'avviamento non è stato iscritto tra le attività, sarà necessario procedere all'incremento del capitale investito per tale valore non iscritto;
- le quote di ammortamento delle immobilizzazioni immateriali;
- agli oneri pluriennali imputati a Conto Economico ma non capitalizzati;
- ai fondi di imposte differiti e agli altri fondi di imposte, per i quali è necessario sostituire il valore delle imposte maturate e di competenza, con il valore delle imposte pagate;
- ai fondi svalutazione crediti e magazzino, ai fondi garanzia e ai ratei e risconti;
- al TFR;
- alle operazioni di leasing finanziario, i cui effetti devono essere oggetto di eliminazione;
- agli effetti inflazionistici, che dovranno essere neutralizzati per poter esprimere il capitale investito a valori correnti.

Quindi, il metodo EVA è considerato come uno strumento di rappresentazione della ricchezza creata o distrutta, dopo aver remunerato il capitale degli azionisti e dei creditori.

È logico che l'azienda crea ricchezza ogniqualvolta che il NOPAT è maggiore del ($WACC \times CIN$), cioè l'azienda crea valore aggiunto tutte le volte che il rendimento del capitale investito è maggiore al suo stesso costo.

Essendo che il metodo valorizza la capacità dell'impresa di creare valore nel lungo termine, esprimendo la capacità dell'impresa di offrire un'extra remunerazione all'intero capitale investito e non solo al patrimonio netto, può essere utilizzato per la valutazione d'azienda.

Il procedimento del suo calcolo è analogo a quello del metodo misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma dell'avviamento, in quanto entrambi rientrano nei metodi legati all'Economic Profit, i quali valutano l'avviamento in modo separato, ma con la differenza che con il metodo EVA il valore dell'avviamento è dato dall'attualizzazione degli EVA futuri e non dall'attualizzazione dei sovra redditi attesi come avviene nei metodi misti patrimoniale – reddituale. Questo è dovuto dal fatto che nel metodo in esame non si ragiona in termini di sovra reddito rispetto al rendimento normale del patrimonio, ma in termini di valore aggiunto rispetto al costo del capitale investito.

Nonostante lo stretto collegamento con i metodi misti patrimoniali – reddituali, si è ritenuto opportuno trattare questo metodo all'interno del metodo finanziario in quanto l'avviamento non è calcolo su base reddituale e quindi come sommatoria dei sovra redditi attesi attualizzati, ma viene calcolato su base finanziaria, e quindi come sommatoria dei valori attuali dei singoli EVA.

La valutazione aziendale tramite l'utilizzo del metodo EVA può essere rappresentata come segue⁸⁹:

$$W = CIR + MVA + TV - D$$

Dove:

W = valore dell'azienda

CIR = Capitale Investito netto rettificato

MVA = Market Value Added

TV = Terminal Value

D = valore dei debiti finanziari netti, i quali devono essere sottratti per giungere al valore aziendale. In caso contrario si giungerebbe alla determinazione dell'Entreprise Value.

⁸⁹ Nizzola Maurizio, "Valutazione d'azienda: metodi e casi pratici", Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna 2020

Il Market Value Added o “Valore Aggiunto di mercato” è considerato come l’indice corrispondente all’EVA dal punto di vista del mercato. Esso assume una connotazione di indicatore esterno della capacità aziendale di creare ricchezza nel tempo.

Approfondendolo dal punto di vista matematico, il MVA, si ottiene attualizzando gli EVA futuri per i successivi esercizi, con il tasso di attualizzazione pari al Costo medio ponderato del capitale (WACC):

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

Esprimendo questo indicatore in termini assoluti, esso risulta dalla differenza tra il market value e il capitale investito:

$$MVA = MV - C$$

Nonostante esso rappresenti un calcolo intermedio per l’utilizzo del metodo EVA, potrebbe anche essere utilizzato come metodo di valutazione d’azienda, ma presenta alcuni limiti legati alla stretta correlazione con le quotazioni di borsa che ne influenzano il risultato. Quindi, essendo influenzato dalle attese sulle performance future d’impresa, il valore ottenuto attraverso questo metodo, varia con il variare delle determinanti che impattano su queste aspettative e di conseguenza non si ottengono dei valori attendibili e costanti nel tempo. Oltre a questo primo limite, ne sussiste un secondo attiene alla sua applicabilità alle imprese non quotate sui mercati regolamentati. Essendo il metodo legato alle quotazioni di borsa, risulta essere non utilizzabile per le imprese non quotate, che oltre tutto rappresentano gran parte del tessuto imprenditoriale italiano.

Il Terminal Value, invece, è rappresentato dalla seguente formula:

$$TV = \frac{EVA_n}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^{n-1}}$$

Quindi la formula per la valutazione d’azienda tramite il metodo EVA, con esplicitazione di tutte le componenti, è pari a:

$$W = CIR + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_n}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^{n-1}} - D$$

Dove:

CIR = valore del capitale investito netto rettificato

EVA = valore aggiunto rispetto al costo del capitale, determinato con la formula precedentemente analizzata

WACC = costo medio ponderato del capitale

n = numero di anni di prevedibile durata dell'azienda

g = fattore di crescita degli EVA ipotizzato oltre la durata prevista

Il metodo EVA rispetto al DCF è da preferirsi nel caso di imprese multibusiness perché permette di quantificare il contributo di ogni singola area strategica d'affari (ASA). Il metodo EVA suggerisce di cancellare i progetti d'investimento e di razionalizzare le linee che generano EVA negativi, a livello di singolo business, mentre a livello corporate giustifica l'uscita da quei settori a scarso rendimento. Questa visione semplicistica perché non tiene in considerazione la possibile interazione tra le aree strategiche d'affari di una azienda, per cui l'abbandono di un'ASA potrebbe creare delle ripercussioni negli altri settori aziendali. Nonostante questo, va sottolineato che il metodo EVA completa l'analisi effettuata tramite il Discounted Cash Flow, andando ad apprezzare la quantità e l'origine del valore.

5. LA VALUTAZIONE D'IMPRESA ATTRAVERSO I METODI EMPIRICI

5.1. Il metodo dei multipli

Secondo i Principi Italiani di Valutazione “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.”⁹⁰

I metodi empirici, quindi, si fondano sul presupposto di determinazione del rapporto presente tra prezzo e una o più grandezze delle aziende comparabili; tale rapporto successivamente verrà moltiplicato per le stesse grandezze dell’azienda oggetto di valutazione.

L’approccio per la determinazione di tali moltiplicatori, come suggerito dal PIV III.1.38 può essere di due tipologie: l’approccio delle società comparabili o l’approccio delle transazioni comparabili.

I metodi di mercato, originariamente diffusi nei mercati anglosassoni dove il numero elevato di società e transazioni legate all’attività di fusione e acquisizione ne favoriva l’utilizzo, sono diventati sempre più diffusi grazie alla loro semplicità. Nonostante questo loro connotato di semplicità, non sono mancate le critiche al metodo, in quanto si tratta di un metodo basato sui prezzi e non su valori e di conseguenza si trova ad essere influenzato dall’andamento del mercato borsistico, dalla necessità di vendere o comprare una partecipazione a prezzi più alti/bassi del valore congruo e così via. Un altro aspetto critico riguarda l’effettiva confrontabilità del campione di aziende preso in riferimento, che molto spesso non è così

⁹⁰ www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.38

agevole da riscontrare nel mercato in quanto le aziende non potranno mai presentare delle caratteristiche perfettamente comparabili; quindi, è fondamentale basare la comparabilità su alcuni fattori significativi come ad esempio, il settore, il livello di indebitamento, la dimensione dell'azienda, il posizionamento strategico etc.

L'esperto che decide di impiegare questi metodi, dunque, deve essere consapevole che la loro semplicità può nascondere numerose insidie che possono condurre a risultati forvianti, dovuti al fatto che non esistono aziende perfettamente paragonabili con quella oggetto di valutazione. Ed è proprio in questi termini che si può incorrere, quindi, in errori legati all'utilizzo di falsi comparabili.

In entrambi i casi, che siano società o transazioni comparabili, il metodo di valutazione si fonda su due assunti: il primo è che esistono parametri di performance che presentano una diretta proporzionalità con il valore dell'impresa e che tale correlazione tende ad essere omogenea per le imprese appartenenti allo stesso settore e che sono comparabili secondo dimensione, profitability, debt-to equity e altri parametri.⁹¹

Un altro aspetto da considerare è che anche questi metodi, come quelli di flusso, possono essere espressi attraverso due metriche: Equity side e Asset side.

Attraverso l'Equity side, detto anche levered in quanto è rappresentato al netto della struttura finanziaria, si determina direttamente il valore del patrimonio netto aziendale, per cui al numeratore è richiesta una misura espressiva del valore azionario o delle quote di capitale sociale.

Con la metrica Asset side, invece, al numeratore si inserisce l'Enterprise Value e quindi si è ispirati ad un approccio unlevered. Per determinare il valore, poi, si sottrae dall'importo individuato l'ammontare della Posizione Finanziaria Netta.

La scelta per l'utilizzo di una o dell'altra metrica, deve considerare quanto la gestione operativa contribuisca all'ottenimento dei risultati economici aziendali e quanto la gestione finanziaria sia scomponibile rispetto alla gestione operativa.

⁹¹ www.studiofazzini.it – Valutazione d'azienda. Il metodo dei moltiplicatori e la scelta del peer group

Da ciò ne deriva che l'ottica asset verrà prediletta nel caso in cui la gestione operativa contribuisca primariamente all'ottenimento dei margini aziendali e se essa è facilmente scomponibile dalla gestione finanziaria. In questi casi, quindi, si fa riferimento principalmente alla valutazione di imprese non quotate, operanti ad esempio nel settore industriale, commerciale e di servizi.

Se, invece, la gestione finanziaria assume un ruolo fondamentale nella definizione dei margini aziendali ed è più difficile procedere alla scomposizione delle due gestioni, si applicherà l'ottica equity, che viene quindi principalmente messa in pratica con riferimento alle imprese finanziarie come banche ed assicurazioni.

Non esistendo una perfetta comparabilità nel mercato, come già accentato, sarà necessario considerare la possibilità di rettificare i valori del rapporto del multiplo, con lo scopo di tenere in considerazione le eventuali differenze tra la società oggetto di valutazione e le società considerate per la determinazione del campione.

Solitamente tali rettifiche hanno una maggiore rilevanza nei confronti dei multipli calcolati in ottica asset, questo dovuto dal fatto che i multipli in ottica equity considerano più variabili.

Effettuando un confronto di applicabilità del metodo rispetto ad altri metodi, possiamo riportare quanto segue "un recente sondaggio sulle principali pratiche valutative nel mondo professionale segnala che oltre il 90% degli operatori ricorre ai multipli come tecnica valutativa e una percentuale inferiore impiega i metodi fondati sui flussi, quali il discounted cash flow (DCF). Tale evidenza segnala la presenza di un gap tra la pratica e la prevalente teoria di valutazione, imposta da Modigliani e Miller (1961), che dimostrano che il valore di un'impresa è pari al valore attuale dei flussi di cassa prospettici."⁹²

È chiaro che questa differenza di applicabilità deriva dal fatto che il Discounted Cash Flow, nonostante sia teoricamente convincente, nella pratica richiede numerose ipotesi per procedere alla stima; ipotesi, che, come abbiamo già visto, possono rendere molto "fragile" il valore aziendale ottenuto.

⁹² Corbella Silvano, Liberatore Giovanni, Tiscini Riccardo, "Manuale di valutazione d'azienda", McGraw-Hill Education, Milano 2020

Ora procediamo ad un'analisi più dettagliata delle due metriche, Equity e Asset side.

5.1.1. Multipli equity side

Attraverso l'approccio Equity – side, possiamo determinare l'Equity value direttamente mediante l'impiego di una misura cosiddetta "Levered", configurando di fatto il calcolo del multiplo come:

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Equity Value}}{\text{Misura di performance Levered}}$$

Quindi, si assume, attraverso quest'ottica, che il valore di mercato del capitale di rischio sia funzione di un certo margine, flusso o stock spettante agli azionisti.

I multipli in ottica Equity – side più utilizzati sono:

- Price/Earnings è il multiplo di mercato maggiormente impiegato. Esso si fonda sulla correlazione tra il valore dell'impresa e gli utili netti.

Il rapporto prezzo di borsa/utile netto per azione valuta la convenienza di un'azione e indica quante volte il mercato moltiplica gli utili aziendali.

È un multiplo facile da calcolare in quanto sia il prezzo che gli utili sono dati facilmente disponibili.

Esistono tre principali limiti attinenti a questo multiplo e tutti concernenti l'utile. Infatti, l'utile, in primis, è significativamente influenzato dalle politiche di bilancio, questo dovuto dal fatto che ogni società può essere soggetta a differenti livelli di costi non monetari, standard contabili o ancora modelli di business e così via; poi è condizionato anche dalla struttura finanziaria ed infine è influenzato anche dal tax rate.⁹³

Allo stesso tempo però, il valore del multiplo può essere manovrato anche dalle componenti straordinarie rilevanti per qualche imprese comparabile. In questi casi si procede all'applicazione del cosiddetto *P/E adjusted*, cioè il multiplo privo di elementi straordinari difficilmente ripetibili, ottenuto attraverso il ricalcolo dell'utile. Questo

⁹³ www.fazzinistudio.it – Valutazione d'azienda. Multipli Equity – side.

ricalcolo avviene sommando gli oneri straordinari e sottraendo invece i proventi straordinari dall'utile.⁹⁴

La significatività del multiplo in questione è comunque condizionata dal grado di efficienza dei mercati finanziari in cui si formano i valori che contribuiscono a determinarlo.

La formula è la seguente:

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Price}}{\text{Earnings Per Share}} = \frac{P}{E}$$

In ogni caso, la configurazione degli Earnings Per share può essere di tre tipologie:

- Utili current: sono gli utili del periodo considerato, cioè quelli indicati nel bilancio di chiusura dell'esercizio;
- Utili trailing: configurano gli utili relativi agli ultimi quattro mesi. Vengono utilizzati per disporre di una visione più aggiornata della società, in quanto basarsi solo sul risultato di bilancio dell'esercizio precedente potrebbe essere fuorviante poiché i dati potrebbero non riflettere l'evoluzione recente del business;
- Utili forward: implica l'utilizzo di aspettative degli utili per i quattro mesi successivi.

Una rettifica tipica, applicabile ai multipli equity side, riguarda la considerazione della prospettiva di crescita degli utili nel tempo. Questa "evoluzione" del multiplo permette di contestualizzare il significato del multiplo P/E, in particolare si rileva utile per individuare le azioni sopra o sottovalutate sulla base del tasso di crescita atteso per gli Earnings Per Share.

Questo multiplo, chiamato PEG Ratio, viene individuato come:

$$\text{PEG Ratio} = \frac{P/E}{(g \times 100)}$$

⁹⁴ Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Scip Alex, "Analisi e valutazione finanziaria d'impresa", G. Giappichelli Editore, Torino 2021

Di conseguenza se P/E è maggiore del tasso di crescita e quindi il multiplo PEG Ratio è maggiore di uno, le azioni possono essere considerate sopravvalutate, e viceversa, se il multiplo PEG Ratio è minore di uno e cioè P/E è minore del tasso di crescita, le azioni possono considerarsi sottovalutate.

Per sopravvalutazione e sottovalutazione si intende che all'investitore è richiesto di pagare un prezzo, rispettivamente, più che proporzionale o conveniente rispetto alla crescita degli utili.

Occorre considerare che, nel calcolo del PEG Ratio, la stima del tasso di crescita atteso dipende da vari fattori ed è più complessa nei periodi di maggiore volatilità del mercato perché potrebbe non esserci una correlazione tra i risultati attesi e quelli storici. Inoltre, nel calcolo del P/E gli utili, come abbiamo visto, possono configurarsi come current, trailing o forward. Le prime due configurazioni sono da preferirsi perché con gli utili forward si rischia di considerare due volte la crescita attesa, sia negli utili che nel tasso di crescita.

- Price/Free Cash Flow to Equity mette a confronto il Prezzo e l'attitudine a generare flussi di cassa positivi.

Questo multiplo presenta il limite principale riscontrabile nella volatilità nel corso del tempo del FCFE, il quale quindi non presenta la stessa stabilità degli Earnings. Proprio per questa ragione, nonostante il Cash flow sia una misura di performance neutra perché non è influenzata dalle politiche di bilancio e sia anche oggettiva perché i dati utilizzati per la misura del valore sono dati certi, non trova la stessa applicabilità rispetto agli altri multipli economici.

La formula del Price/FCFE è:

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Prezzo}}{\text{Free Cash Flow to Equity}}$$

- Price/Book Value è un multiplo che confronta il Market Value dell'Equity con il suo Book Value; quindi, misura il valore sulla base del valore contabile del patrimonio netto per azione.

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Price}}{\text{Book Value of Equity per Share}} = \frac{P}{BV}$$

Dato che ogni settore presenta una diversa struttura finanziaria, è chiaro che la congruità del multiplo dovrà essere giudicata confrontandolo con i comparables del settore.

Questo multiplo è prevalentemente applicato per la valutazione delle imprese finanziarie come banche ed assicurazioni, proprio per il fatto che il capitale proprio assume una rilevanza non indifferente anche a livello regolamentare. Infatti, più l'impresa è capitalizzata e più il prezzo dovrebbe crescere, anche in funzione di una maggiore stabilità.

È possibile implementare anche una variante di questo metodo, in modo tale da evitare che, soprattutto per le imprese finanziarie, sia presente un'eccessiva influenza degli asset intangibili. Quindi, si applica la versione che prevede al denominatore il cosiddetto Tangible Book Value (TVB), cioè il patrimonio netto per azione al netto delle immobilizzazioni immateriali.

5.1.2. Multipli asset side

I multipli calcolati con l'approccio Asset – side si basano sul presupposto che il rapporto per il calcolo del multiplo avviene tra il valore patrimoniale del capitale operativo investito dell'impresa, cioè l'Enterprise Value e una grandezza economica di performance operativa, come possono essere il margine operativo lordo, il reddito operativo oppure i ricavi.

Quindi:

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Misura di performance Unlevered}}$$

È sempre fondamentale ricordare che se si vuole giungere all'Equity Value è necessario sottrarre dal valore del multiplo, determinato con la formula sopra riportata, la Posizione Finanziaria Netta.

Esistono diverse configurazioni dei multipli Asset – side a seconda del livello di misurazione della performance economica impiegato al denominatore:

- EV/Ricavi è un multiplo molto utile, in quanto i ricavi rappresentano un parametro rilevante nella selezione del campione da considerare; quindi, un multiplo che si basa su tale grandezza presenta una buona capacità interpretativa del valore aziendale. Nonostante ciò, potrebbe risultare molto limitativo affidare la valutazione aziendale esclusivamente a questo multiplo, in quanto i ricavi non forniscono delle informazioni sufficienti sull'attitudine dell'impresa a generare Cash Flow, sulla sua capacità di far fronte alla obbligazione e in generale sull'efficienza aziendale.

Anche se è il multiplo più intuitivo perché fornisce l'idea di quanto costi "comprare il fatturato", non è in grado di fornire autonomamente un riscontro sul valore aziendale poiché non riesce a cogliere la complessità aziendale, ma può essere utilizzato come multiplo di secondo livello e quindi andare a fornire un riscontro ad un altro moltiplicatore a cui viene affidata la valutazione principale.

In formula, il multiplo si presenta come:

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Sales}}$$

Solitamente è implementato per la valutazione delle start-up che presentano margini economici e cash flow negativi e che non hanno prospettive di invertire questa tendenza nel breve periodo. Esso viene impiegato perché molto spesso i ricavi sono l'unica misura di performance utilizzabile per questa tipologia di società.

- Il multiplo più ampiamente adoperato nella tecnica valutativa è quello che utilizza come grandezza di performance economica il margine operativo lordo. Il suo largo impiego deriva dal fatto che tale multiplo non è influenzato dalle politiche contabili poiché è calcolato al lordo dei costi non monetari quali, ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni.

Questo suo vantaggio di essere un moltiplicatore relativamente neutro, allo stesso tempo costituisce un limite in quanto l'EV/EBITDA potrebbe causare una sotto o

sopravalutazione in funzione dell'ammontare degli ammortamenti poiché non considera gli investimenti effettuati.

La formula è la seguente:

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$$

L'EBITDA è una misura di performance sempre più utilizzata perché "fornisce informazioni sintetiche tanto sulla capacità di investimento quanto di servizio al debito"⁹⁵, inoltre, si dimostra molto utile sia per la valutazione delle aziende in perdita perché nonostante il disequilibrio economico esso è un valore positivo, che per le imprese che minimizzano l'impostazione fiscale aumentando il debito finanziario per sfruttare i benefici fiscali.

Questa misura di performance, nonostante il crescente utilizzo, non è una grandezza prevista dagli standard contabili e valutativi e di conseguenza esiste una certa discrezionalità nel suo calcolo che la rende criticabile. Possiamo racchiudere lo scetticismo professionale in tre aspetti:

1. L'EBITDA è, per le imprese con elevata leva operativa, sensibile alla variazione dei ricavi;
 2. L'EBITDA non tiene conto dell'intensità del capitale delle imprese, con la conseguenza che tende a sottostimare il fabbisogno di investimento e sovrastimare quanto l'impresa è in grado di distribuire ai finanziatori;
 3. L'EBITDA non riflette adeguatamente l'incidenza della gestione tributaria, infatti due imprese che presenta la medesima struttura del capitale e stesso Ebitda, possono avere un'impostazione fiscale differente.
- Un multiplo, considerato come una valida alternativa rispetto all'EV/EBITDA, che fornisce una valutazione più "completa" è quello che considera come misura della performance il valore dell'EBIT. È una valutazione più completa perché vengono

⁹⁵ Corbella Silvano, Liberatore Giovanni, Tiscini Riccardo, "Manuale di valutazione d'azienda", McGraw-Hill Education, Milano 2020

considerati anche gli effetti dei costi non monetari e si tiene conto anche degli investimenti effettuati, di conseguenza valuta il business sulla base dell'operating profit.

Allo stesso tempo però questo multiplo, a differenza di quello precedente, presenta il difetto di essere più influenzato dalle politiche di bilancio.

Il multiplo è esponibile come:

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}}$$

Solitamente questo multiplo viene utilizzato per le società il cui attivo è caratterizzato da una presenza preponderante di immobilizzazioni materiali.

- Anche per l'ottica asset, come per quella equity, è previsto un multiplo che impiega al denominatore i flussi di cassa, che in questo caso sono rappresentati dal Free Cash Flow.

La formula è la seguente:

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Free Cash Flow}}$$

E anche in questo caso, pur essendo i flussi di cassa una misura di performance neutra perché non è influenzata dagli standard contabili e oggettiva perché si basa su dati certi, presenta una certa volatilità nel corso del tempo, ed è proprio per questo motivo che trova minore applicazione rispetto all'utilizzo di EBIT o EBITDA al denominatore.

5.2. I coefficienti moltiplicatori

Come abbiamo accennato nell'introduzione di questo argomento, i valori del multiplo utilizzato per l'applicazione del suddetto metodo possono essere calcolati mediante l'utilizzo di due tipologie di coefficienti moltiplicatori: le società comparabili oppure le transazioni comparabili.

Secondo i PIV, “i multipli costituiti nel primo modo sono molto più affidabili, derivando da dati ufficiali. Inoltre, si riferiscono ad operazioni omogenee: i contratti di Borsa. I prezzi derivanti da negoziazioni confrontabili sono spesso eterogenei per natura, condizioni e tempi di rilevazione. Pongono inoltre il problema del passaggio dal prezzo della quota di capitale negoziata al presumibile prezzo dell’intera azienda. Sotto il profilo del contenuto informativo, va inoltre ricordata la differente attitudine delle due fonti a catturare i premi di liquidità (nel primo caso) ed i premi per il controllo (secondo caso)”⁹⁶

Quindi per calcolare l’Enterprise Value della società target è necessario moltiplicare il multiplo di mercato individuato con la stessa misura di performance della società target, utilizzata per il calcolo del multiplo, sul presupposto che la correlazione tra EV e misura di performance sia la stessa per la società target che per il peer group.

In termini matematici, la relazione è esprimibile secondo quanto segue:

$$\frac{W_E}{K_t} = \left(\frac{P}{K}\right)$$

da cui si giunge a:

$$W_E = \left(\frac{P}{K}\right) \times K_t$$

dove:

W_E = valore dell’azienda target

K_t = grandezza espressiva del valore dell’azienda target

P = prezzo di mercato delle aziende comparabili

K = grandezza espressiva del valore delle aziende comparabili

(P/K) = multiplo medio di mercato di un campione di aziende comparabili

La differenza tra le due tipologie di coefficienti è che nel caso delle società comparabili il multiplo è individuato sulla base del valore del mercato delle società quotate similari; mentre, per le transazioni comparabili il multiplo è calcolato considerando i prezzi registrati in operazioni aventi ad oggetto realtà affini.

⁹⁶ www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.38 – *Commento*

Analizziamo dapprima il metodo che prevede l'impiego di società comparabili.

Innanzitutto, mediante questo metodo si stima il valore economico di una azienda, quotata o non quotata, attraverso la valutazione di un campione di società quotate. Questo significa che la valutazione parte da dei valori noti e osservabili, attraverso i quali è possibile determinare, mediante l'applicazione del multiplo, anche il valore di una società non quotata.

Per poter procedere all'applicazione del metodo il primo passo è individuare un paniere di società simili a quella oggetto di valutazione. Successivamente per le singole società considerate nel campione si stimerà il multiplo che meglio si addice al caso attraverso una delle formule precedentemente trattate (P/E, P/BV, EV/Sales, EV/EBIT, EV/EBITDA etc.), poi sarà necessario procedere ad una media, che può essere semplice oppure ponderata, dei multipli calcolati per le singole società, in modo tale da ottenere un multiplo medio. Infine, per stimare il valore dell'azienda target si procederà a moltiplicare il multiplo medio del settore per la corrispondente misura di performance della società oggetto di valutazione.

Il passaggio più importante, che è anche quello più ostico da affrontare, è l'individuazione delle società da inserire nel paniere. La scelta di tale campione prevede l'esame di diverse variabili che possono avere sia carattere quantitativo che qualitativo. Esiste un'impossibilità oggettiva di identificare delle società che siano omogenee sotto tutti i profili, per cui è necessario procedere alla determinazione di alcuni elementi che possono essere ritenuti significativi per l'individuazione del paniere di società. I parametri che possono essere individuati come significativi sono:

- Settore;
- Ambito territoriale;
- Posizionamento strategico;
- Appartenenza ad un gruppo;
- Periodo temporale di riferimento;
- Dimensione e misura di performance;
- Livello di indebitamento;
- Regime fiscale.

Per quanto attiene al settore di appartenenza è logico supporre che chi opera nello stesso contesto presenti un rischio operativo analogo, ma d'altro canto è necessario tenere in considerazione che i confini tra i settori non sono del tutto netti e possono presentare delle sfumature che devono essere considerate nell'elaborazione del metodo.⁹⁷

L'estensione dell'ambito territoriale impatta notevolmente sulla dimensione del campione poiché esistono business che su base nazionale presentano un numero modesto di comparables e quindi risulta consigliabile, se le caratteristiche della società lo consentono, fare riferimento ad un contesto geografico più ampio. È chiaro che questo ampliamento, però, non è logico effettuarlo nei confronti di aree che presentano delle difformità in termini legislativi, di mercato e macroeconomici. È necessario tenere sempre presente che ampliando il campione a livello internazionale, quest'ultimo sarà comunque rappresentato da un minore grado di affidabilità rispetto alla considerazione di società esclusivamente appartenenti al mercato domestico.

Anche il posizionamento strategico è un parametro rilevante ma che non è di semplice determinazione in quanto non esistono grandezze in grado di esprimerlo in termini quantitativi. In generale, si procede al confronto in termini di clienti e fornitori, di canali di approvvigionamento e di sbocco e quelli distributivi, delle caratteristiche produttive etc.

La considerazione del periodo temporale di riferimento deve essere la medesima richiesta per la valutazione della società target. La scelta solitamente avviene tra multipli storici o multipli leading. Solitamente si prediligono i multipli leading nel caso in cui sussistano delle buone possibilità di riuscita dell'operazione oppure delle discontinuità rispetto al passato; mentre se si utilizzano quelli storici è necessario considerare la volatilità dei mercati poiché potrebbe influire sulla determinazione del valore.

⁹⁷ In questo ambito possiamo fare riferimento, ad esempio, alle società cosiddette "di lusso". Non è infrequente che esse vengano raggruppate in un comparto trasversale che accoglie imprese operanti sia nel settore della moda che dei gioielli che delle automobili etc. Questo avviene sul presupposto non tanto che ci sia un'omogeneità dell'output quanto quella della clientela target.

La dimensione costituisce un fattore discriminante per la scelta delle società da includere nel paniere perché si può riflettere su diversi aspetti fondamentali delle società come, ad esempio, la struttura dei costi, l'accesso al credito, le politiche commerciali e così via.

Anche il livello di indebitamento costituisce un fattore rilevante, in quanto il medesimo rapporto Debito/Equity sottintende una politica finanziaria simile e di conseguenza un sistema di rischio abbastanza omogeneo.

Nonostante tutte queste considerazioni, il rischio più rilevante in questa fase è la possibile carenza di aziende realmente comparabili rispetto a quella target, con la conseguenza di inclusione nel campione di aziende non confrontabili in quanto presentano caratteristiche diverse.

È chiaro che se il campione risulta scarso è necessario procedere al suo ampliamento. Questa operazione è possibile attraverso, ad esempio, l'inclusione dell'analisi internazionale, come abbiamo visto in precedenza, oppure un'alternativa per l'allargamento del campione è l'analisi intersettoriale, questo perché il presupposto della comparabilità risiede nel riconoscimento di un medesimo profilo di rischio e di rendimento tra le due imprese e questi due presupposti potrebbero riscontrarsi anche nel caso di settori differenti rispetto a quello in cui opera l'azienda oggetto di valutazione.

Con il metodo delle transazioni comparabili, invece, i valori dei multipli vengono ricavati dalle recenti transazioni effettuate nello stesso settore di operatività dell'impresa target, qualunque sia la forma prediletta per la transazione.

Anche attraverso questo metodo, come quello delle società comparabili, i passaggi sono i medesimi: scelta delle transazioni comparabili, scelta dei multipli significativi, calcolo dei moltiplicatori per le singole transazioni comparabili e successivamente si procede alla media di tali multipli e all'applicazione della media alla misura di performance della società oggetto di valutazione.

Anche in questo caso la formazione del campione, sul quale calcolare il multiplo medio, richiede l'analisi di diverse variabili sia di tipo quantitativo che di tipo qualitativo, e più precisamente sarà necessario valutare:

- Settore;
- Ambito territoriale;
- Periodo temporale di riferimento;
- Tipologia di transazione;
- Oggetto della transazione;
- Parametri dimensionali.

Si parte sempre dall'analisi del settore, oltre a valere ciò che vale per le società comparabili, poiché bisogna prestare attenzione in quanto i confini tra gli ambiti economici contigui non sono poi così netti, esiste una discrepanza tra i due metodi con riferimento ai soggetti coinvolti. Infatti, nell'ambito delle transazioni comparabili i soggetti coinvolti sono tre, la società target, l'acquirente e il venditore, a differenza del caso delle società comparabili in cui esiste un unico soggetto che è la società quotata.

Il prezzo della transazione, di conseguenza, è legato alle specifiche condizioni dell'acquirente e del venditore e dunque potrebbe allontanarsi dal valore economico dell'impresa valutata in ipotesi stand-alone. A riguardo i Principi Italiani di Valutazione suggeriscono di avere cautela in quanto "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."⁹⁸

Anche l'ambito territoriale presenta le sue peculiarità poiché le transazioni, soprattutto quelle di maggiori dimensioni, avvengono a livello transfrontaliero e questo porta alla conseguenza che possono esistere contemporaneamente più ordinamenti che influenzano i tecnicismi, sia sotto il profilo giuridiche che economico-aziendale.

Come per le società comparabili, anche per le transazioni ci deve essere una corrispondenza temporale tra la transazione e la data di riferimento della valutazione, e normalmente si preferisce adottare un orizzonte temporale ristretto vicino alla data di valutazione, ma i Principi Italiani di Valutazione prendono atto del fatto che non sempre è possibile considerare una transazione ravvicinata e quindi prevedono che "in assenza di transazioni

⁹⁸ www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.40 – *Commento*

rilevanti in tempi ravvicinati è possibile fare uso di transazioni realizzate lungo un arco temporale più ampio, purché sia possibile aggiornare il paradigma valutativo di mercato sulla base di variabili cosiddette *momentum* (ovvero variabili cicliche che consentono di cogliere la fase di contesto nella quale è avvenuta la transazione, quali potrebbero essere: il livello di tassi di interesse, la performance degli indici di borsa delle società quotate dello specifico settore ecc.)”⁹⁹

Con riferimento alla tipologia di transazione si rinvia, oltre che alle molteplici soluzioni tecniche, anche alla tipologia di pagamento e al livello di controllo conseguito.

Fondamentale è quest’ultimo punto, poiché il valore dell’operazione e di conseguenza anche il valore del multiplo, possono essere condizionati dall’applicazione di eventuali premi di maggioranza e di sconti di minoranza in base al fatto che si stia acquistando o meno una quota di controllo.

Un altro aspetto fondamentale attiene al livello di “prossimità” delle parti correlate in quanto, un’operazione tra soggetti indipendenti è più probabile che esprima un prezzo di mercato attendibile, a differenza di un’operazione tra parti correlate che potrebbe non fornire un prezzo del tutto rappresentativo, soprattutto se le parti non sono sottoposte ad una Autorità di vigilanza.

Anche l’oggetto della transazione è un aspetto da considerare, in quanto la transazione può riferirsi ad una società oppure ad un ramo d’azienda. È necessario prestare attenzione perché utilizzare i dati di una transazione riferita a rami d’azienda per valutare il valore di un’azienda potrebbe essere fuorviante perché i dati sono riferiti a specifici asset e non ad un’azienda vera e propria.

Per quanto attiene i parametri dimensionali, è necessario che vi sia una sostanziale omogeneità tra la società target e la transazione comparabile poiché sappiamo che i parametri dimensionali possono influenzare i valori considerabili per l’applicabilità del multiplo.

La costruzione del paniere di società o di transazioni comparabili, oltre agli aspetti peculiari visti per ciascuno di essi, dovrebbe presentare un buon livello di omogeneità anche con

⁹⁹ www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.38 – *Commento*

riferimento al valore dei multipli, nella prospettiva di giungere successivamente ad una sintesi significativa da utilizzare per la valutazione della società oggetto di indagine.

Quest'omogeneità può essere considerata in relazione:

- Alla dispersione dei valori rispetto alla media o alla mediana;
- Alla correlazione che esiste tra più moltiplicatori e una grandezza ritenuta significativa.

Con riferimento al primo aspetto, si può considerare un campione omogeneo quanto è più modesta la dispersione dei valori rispetto alla media o mediana. Anche i Principi Italiani di Valutazione si esprimono a riguardo, confermando che “In linea di principio i moltiplicatori più affidabili sono quelli che presentano una minore dispersione (misurata dal coefficiente di variazione = deviazione standard/media)”¹⁰⁰

Per quanto riguarda la correlazione tra moltiplicatori e grandezza significativa, questo punto è trattato anche dai Principi Italiani di Valutazione, i quali ritengono che lo strumento più utile per individuare il paradigma valutativo sia la costruzione di regressioni (value map) che permettano il collegamento tra il livello del moltiplicatore e la dinamica di un driver sottostante.

La costruzione di questa value map per la definizione del campione di società o transazioni comparabili è un passaggio importante per svincolare la valutazione da scelte aleatorie e soggettive che possono influire sulla determinazione del valore della società target.

Questa regressione può rivelarsi anche uno strumento per verificare il posizionamento dell'azienda target rispetto al campione di riferimento.

Quindi, questo secondo livello di verifica di omogeneità serve a verificare quale multiplo si presta meglio ad interpretare le dinamiche del valore.

Parlando di differenze tra i due approcci per la determinazione dei moltiplicatori, possiamo fare riferimento ad una fondamentale diversità in termini di applicabilità attinente al fatto che non sempre le informazioni riguardanti le transazioni sono disponibili perché potrebbero

¹⁰⁰ www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.38 – *Commento*

anche essere mantenute riservate, al contrario dei prezzi di borsa che vengono calcolati quotidianamente e che sono quindi sempre disponibili.

Un'altra differenza molto importante è che nel caso si faccia riferimento al trasferimento del controllo di una società, i multipli ricavati attraverso le transazioni comparabili incorporano il premio per il controllo, cosa che invece non avviene nel caso delle società comparabili perché i prezzi di borsa vengono calcolati con riferimento al singolo titolo e quindi a quote di minoranza.

5.3. La regola del pollice

Si tratta di un'applicazione estrema dei metodi diretti poiché prescindono dai valori intrinseci dell'impresa e si basano esclusivamente sull'esperienza degli operatori economici e sul mercato. Proprio per il fatto che non hanno solide basi concettuali e metodologiche, ma riflettono opinioni e comportamenti di operatori esperti del settore in cui l'impresa oggetto di valutazione opera, molti cultori della materia sono fortemente critici a riguardo, ritenendo questi metodi "un insieme di formule senza senso e senza un costrutto logico"¹⁰¹. Sono così tanto criticati che le associazioni professionali di alcuni paesi ne proibiscono l'uso all'interno del loro codice etico.

Nonostante questo sono dei metodi molto diffusi per le piccole e piccolissime realtà come ad esempio nel caso di imprese familiari, attività commerciali, negozi e punti di vendita, aziende di servizi etc., dove l'applicazione delle classiche metodologie risulterebbe non opportuna ed eccessivamente dispendiosa, come quando, ad esempio, i metodi analitici risultano contraddittori e incerti oppure quando risulta controversa la ripartizione degli utili o ancora quando dai dati non emerge con chiarezza il trend.

Volendo attribuire una definizione a questi metodi, possiamo dire che la *Rule of thumb*: "è un strumento di formazione di prezzo ispirato dal mercato, basato su di una opinione

¹⁰¹ Nizzola Maurizio, "Valutazione d'azienda: metodi e casi pratici", Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna 2020

collettiva diffusa in un settore specifico o in altri similari, indicante per quanto un'azienda può essere venduta o comprata.”¹⁰²

Le regole del pollice sono metodi di estrema semplicità perché non richiedono conoscenze approfondite di valutazione e di conseguenza supera il problema della non trasparenza dell'informativa di bilancio nelle imprese di dimensioni modeste.

Si tratta di moltiplicatori che si applicano ad alcune grandezze dell'azienda target, e possono essere raggruppati in quattro classi:

- a. Multipli o percentuali delle vendite di un certo periodo;
- b. Multipli o percentuali dei profitti netti, soggetti a normalizzazione;
- c. Multipli per unità (ad esempio automobili disponibili per un'azienda di noleggio oppure il numero delle camere o dei posti letto per gli alberghi, residenze assistenziali od ospedali privati o ancora il numero medio di pasti serviti per attività di ristorazione al pubblico etc.);
- d. Multipli degli utili o delle vendite maggiorati delle attività, come ad esempio rimanenze, il saldo tra crediti e debiti o una quota di utili futuri per i servizi professionali.

Si può comprendere facilmente, che nonostante la loro semplicità e la loro diretta derivazione dal mercato, non mancano le critiche dovute al fatto che non sono regole valutative riconosciute e che probabilmente sono applicabili solo alle piccole realtà, ma nonostante tutto ciò, sono metodi che comunque trovano un loro riscontro applicativo, soprattutto da parte di coloro che lavorano nello specifico ramo di attività.

¹⁰² Guatri Luigi, *“Trattato sulla valutazione delle aziende”*, E.G.E.A., Milano 1998

6. TEORIA VS REALTÀ: “INTERVISTE AI COMMERCIALISTI”

In quest’ultimo capitolo si desidera riportare delle interviste effettuate ad alcuni commercialisti situati nella zona nord-est del Veneto e del Friuli Venezia – Giulia e più precisamente nella zona del Portogruarese e del Pordenonese.

Queste interviste sono state svolte con lo scopo di comprendere se ciò che è previsto dalla teoria, poi effettivamente viene applicato anche nella pratica, oppure se ci sono delle differenze tra queste due dimensioni.

Lo svolgimento di quest’indagine ha coinvolto sette commercialisti e una società di consulenza. L’intervista non si è basata su un questionario ma solamente sull’esposizione da parte dei soggetti coinvolti di quelli che sono stati i metodi applicati per i casi di valutazione d’azienda svolti, cercando anche di comprendere quali fossero le ragioni sottostanti alla decisione di applicare il metodo utilizzato piuttosto che un altro.

Dagli incontri effettuati, per quanto riguarda le interviste ai commercialisti, si è riscontrato che le valutazioni svolte sono rappresentate dai seguenti casi:

- recesso di un socio, con la conseguente necessità di procedere ad una valutazione per la cessione o acquisizione delle quote;
- trasformazione di una società e i casi riscontrati riguardavano il passaggio da società di persone a società di capitali;
- cessione d’azienda;
- cessione di un ramo d’azienda;
- rivalutazione dei marchi d’impresa.

Invece, durante il colloquio con il dipendente della società di consulenza, il quale si occupa in particolare del monitoraggio delle performance aziendali, sono stati trattati due casi di valutazione d’azienda attinenti entrambi alla richiesta di un finanziamento da parte di un fondo private equity.

Tralasciando per un momento i casi esposti dalla società di consulenza, quelli esposti dai commercialisti prevalentemente sono sulla stessa linea d’onda, poiché il tessuto economico

è prevalentemente formato da società di media – piccola dimensione, ma soprattutto si tratta di aziende non quotate.

Trattandosi di società tradizionali, la conseguenza logica, è rappresentata dal fatto che i metodi applicati, per la maggior parte dei casi, sono metodi tradizionali della cultura europea – italiana, cioè quelli patrimoniali, reddituali e misti patrimoniali–reddituali.

Prima di procedere alla spiegazione dei casi specifici, ogni intervistato è partito dal presupposto che per decidere quale metodo applicare è necessario comprendere la motivazione alla base della valutazione e soprattutto che cosa deve essere peritato, perché la tipologia di azienda influisce molto sulla decisione del metodo applicabile. Anche la teoria, come abbiamo già visto nel Capitolo 1, sostiene che non esista il metodo perfetto per la singola fattispecie operativa, ma è necessario effettuare una scelta considerando la tipologia di azienda, la sua condizione economica e ambientale, le prospettive operative e di sviluppo e altre caratteristiche specifiche, oltre al mercato in cui opera l'azienda e le finalità per cui la stessa valutazione è stata richiesta. Quindi, sotto questo profilo non si è riscontrato nessun scostamento tra la teoria e la pratica applicativa.

Procediamo ora all'analisi delle diverse tipologie di valutazione trattate durante le interviste.

Con riferimento ai casi di recesso del socio, sono stati trattati due differenti prospettive: una attinente ad una società inattiva, costituita circa quarant'anni fa, partita con una decina di soci e successivamente con l'entrata degli eredi i soci si sono moltiplicati e attualmente sono circa una quarantina; mentre l'altro caso prevede una società costituita da due soci, con quote al 50% l'uno e un socio è receduto e ha venduto la parte di quota ad un dipendente.

Nel primo caso, si tratta di un'azienda di costruzioni che dispone di un terreno edificabile in una zona balneare, la quale esiste, ha partita IVA, è iscritta nel registro delle imprese, ma non ha mai avviato la sua attività per disguidi con il comune, in quanto quest'ultimo non rilasciava le necessarie concessioni per poter procedere con l'avvio dell'attività. Il metodo applicato, dovuto al vincolo dell'inattività, è quello patrimoniale, poiché l'azienda dispone di un solo complesso aziendale che costituisce la gran parte del valore dell'azienda e scaturisce solo alcuni costi di funzionamento, ma non esistono crediti, debiti, ricavi o costi di altro genere,

per cui il metodo patrimoniale è quello che meglio si prestava ad essere utilizzato per il caso specifico.

Nell'altro caso invece, essendoci il recesso di un socio e la cessione delle quote al dipendente, e trattandosi di un'officina costituita da 25 anni e che gode di un buon nome e di una buona reputazione, la valutazione è stata effettuata considerando il metodo misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma dell'avviamento. Data la tipologia di attività svolta la valutazione delle poste patrimoniali risultava fondamentale, ma affianco ad esse doveva essere presente anche una valutazione dell'avviamento poiché il dipendente che è subentrato nell'azienda potrà godere, almeno per un paio di anni, del nome dell'officina. Quindi, è chiaro che per il caso specifico il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento era quello che meglio si prestava alla determinazione del valore per la finalità della valutazione.

La differenza tra i due casi appena analizzati, quindi, risiede nel solo vincolo dell'inattività prevista dal primo caso, che fa preponderare la scelta verso il metodo patrimoniale.

Le valutazioni attinenti alla trasformazione delle società riguardano entrambe il passaggio da una società di persone ad una società di capitali. In un caso si partiva da una S.n.c. e nell'altro da una S.a.s. ed in entrambi si giungeva alla configurazione di una S.r.l.

In questi casi i commercialisti hanno adottato due differenti approcci: uno ha applicato il metodo patrimoniale – reddituale mentre l'altro ha applicato il solo metodo patrimoniale.

La scelta del metodo misto patrimoniale – reddituale risiede nel fatto che trattandosi di una trasformazione di società, si trasformano anche le responsabilità dei soci nei confronti delle obbligazioni sociali, per cui è necessario effettuare una valutazione che vada a valorizzare la presenza del patrimonio effettivamente disponibile a garanzia dei soci. L'intervistato ha specificato che non utilizza mai il solo metodo patrimoniale o il metodo reddituale, in quanto, secondo lui, andare a considerare la sola componente patrimoniale senza tenere in considerazione la redditività di tale patrimonio oppure considerare il solo reddito ma senza comprendere da dove deriva, è una valutazione che non permette di ottenere una visione completa del quadro aziendale.

Per l'altra trasformazione che coinvolge una S.n.c., l'intervistata ha dichiarato che non esiste molta possibilità di scelta tra i vari metodi, in quanto la trasformazione e in particolare quella da società di persone a società di capitali, è regolamentata dal Codice civile all'art. 2500-ter¹⁰³. Essendo l'articolo vincolante, e prevedendo che la valutazione debba avvenire secondo i valori attuali degli elementi attivi e passivi, il metodo applicabile è quello patrimoniale.

In particolare, nel caso in oggetto, è stato applicato il metodo patrimoniale semplice in quanto non erano presenti degli intangibles.

Nonostante il vincolo dettato dal Codice civile, il commercialista nel primo caso analizzato, non ritenendo esaustivo il solo metodo patrimoniale, ha deciso di applicare il metodo misto, in modo tale da offrire ai terzi un quadro più completo della situazione aziendale, comunque rispettando quanto affermato dal Codice civile, perché la valutazione patrimoniale, anche con il metodo misto, avviene considerando i valori correnti del patrimonio.

Un altro caso che è stato esaminato riguardava l'acquisizione di un'azienda italiana da parte di un'azienda straniera e quotata. Nonostante il commercialista abbia affermato che i metodi maggiormente applicati sono quelli patrimoniali e misti patrimoniali – reddituali, in questo caso è risultato necessario effettuare la valutazione attraverso il metodo dei multipli, e più precisamente si è applicato il multiplo al valore del MOL (Margine Operativo Lordo) e successivamente si è sottratto il valore della Posizione Finanziaria Netta.

L'utilizzo del metodo dei multipli si è reso necessario proprio per il fatto che la controparte acquisitrice era una società straniera, e quindi si è dovuto applicare un metodo tradizionale, che potesse soddisfare la controparte.

Dall'intervista presso tale commercialista è emerso che i metodi più frequentemente applicati sono quelli tradizionali, ma che comunque sfruttano il metodo dei multipli come

¹⁰³ www.gazzettaufficiale.it – art 2500-ter Codice Civile:

“1. Salvo diversa disposizione del contratto sociale, la trasformazione di società di persone in società di capitali è decisa con il consenso della maggioranza dei soci determinata secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili; in ogni caso al socio che non ha concorso alla decisione spetta il diritto di recesso.

2. Nei casi previsti dal precedente comma il capitale della società risultante dalla trasformazione deve essere determinato sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo e deve risultare da relazione di stima...”

controllo, per verificare che ci sia una corrispondenza tra il valore risultante dai metodi tradizionali e quello derivante dal mercato. La motivazione alla base dell'utilizzo del metodo dei multipli solo con funzione di controllo deriva dal fatto che essi, come cita la teoria, si prestano maggiormente ad essere utilizzati per le società quotate, poiché costruire un campione da cui derivare il multiplo risulta molto difficile, anche se non impossibile, per quanto riguarda le società non quotate.

Analizzando, invece, il caso del conferimento del ramo d'azienda, si è trattato di un conferimento inerente al ramo "rosticceria e gastronomia". In questo caso il commercialista ha deciso di adottare un metodo patrimoniale poiché si è voluto evitare un artificioso gonfiamento patrimoniale del netto della società, dato che i terzi hanno come unica garanzia il solo patrimonio societario. Considerando anche le finalità per cui è stata richiesta la valutazione, il solo metodo era quello patrimoniale poiché permette di individuare e valutare i differenti elementi oggetto di conferimento.

In particolare, è stato adottato un metodo semplice dato che l'operazione è avvenuta in continuità e neutralità di valori fiscali, e quindi non realizza plusvalenze o minusvalenze.

Per quanto concerne la rivalutazione dei marchi, la valutazione è stata richiesta dall'azienda con lo scopo di poter usufruire della "rivalutazione dei beni d'impresa" prevista dall'articolo 110 del D.L. n. 104/2020. Nell'analizzare il metodo applicabile al caso concreto, il commercialista ha escluso i metodi basati sui costi poiché risultava difficile ricostruire tutti i costi sostenuti nel tempo e anche per la difficoltà di individuare la quota di costi effettivamente sostenuti per la creazione e l'affermazione dei marchi. Di conseguenza, è stato ritenuto opportuno applicare il Royalty Rates Method che permette di stimare i marchi attraverso il valore attuale dei corrispettivi ricavabili da una controparte che intende avvalersi del bene per la sua vita residua.

Un altro caso affrontato da un altro commercialista era attinente alla valutazione di un'azienda industriale produttrice d'acqua. La valutazione è stata effettuata con il metodo misto patrimoniale – reddituale e successivamente è stata riscontrata con il metodo dei multipli, il quale restituiva un valore sostanzialmente in linea con quello del metodo principale. Il commercialista ha affermato di aver optato per una media aritmetica tra i risultati dei due metodi, questo per il semplice fatto che, anche se poteva utilizzare uno dei

due poiché i valori erano in linea, ha preferito non dare prevalenza ad un metodo piuttosto che all'altro.

Infine, per quanto riguarda i due casi proposti dalla società di consulenza, il metodo utilizzato è stato quello finanziario. È stato considerato il metodo migliore poiché, nei casi di richiesta di un finanziamento da parte di un fondo private equity, è in grado di far comprendere quanto denaro l'investimento renderà al fondo nel periodo previsto per il piano.

La differenza tra i due casi risiede nel fatto che in uno si trattava di un'azienda di più piccola dimensione, con un business già avviato e la valutazione è stata richiesta perché la società doveva trasferirsi in un'altra sede per ampliarsi. In questo caso l'analisi è stata condotta considerando un periodo e il Terminal Value. È stata fatta anche una comparazione con il metodo reddituale, ma secondo l'intervistato tale metodo "spesso è influenzato e rischia di portare l'azienda ad essere valutata eccessivamente rispetto a quella che è la realtà, perché il metodo reddituale non considera molte variabili".

Nel secondo caso, invece, si trattava di un'idea di costruzione di un resort abbastanza importante in termini di dimensioni, quindi di un business capital intensive. In questo caso il finanziamento era stato richiesto per poter avviare l'attività e la valutazione è stata eseguita secondo il metodo degli EVA adottando due periodi (1-6 anni e 6-8 anni) al quale si è aggiunto il Terminal Value.

La scelta dell'utilizzo dei metodi finanziari risiede nel fatto che nei casi trattati, cioè casi in cui qualcuno deve immettere capitale nella società, i soggetti che apportano tale capitale devono avere una garanzia che questo gli ritorni, e il capitale ritorna attraverso la distribuzione degli utili che può avvenire solo se è presente la cassa; quindi, l'intervistato ritiene che il metodo finanziario sia quello più adatto.

Anche la società di consulenza nella sua esperienza ha provato ad utilizzare il moltiplicare degli EBITDA, ma sempre trattando aziende di piccole e medie dimensioni, hanno riscontrato delle difficoltà nella ricerca di aziende simili ma quotate. Comunque, è stato confermato che il metodo dei multipli è utile come parametro per essere sicuri che il valore risultante dalla valutazione sia attendibile, quindi viene utilizzato come verifica.

È stata posta anche una domanda specifica attinente alla valutazione proprio di uno studio commercialista.

In questo caso si è riscontrato un fronte comune tra gli intervistati poiché tutti hanno affermato che la parte patrimoniale è davvero poco rilevante, e la valutazione di uno studio commercialista deve basarsi soprattutto sul suo Nome e sul pacchetto clienti, quindi, il metodo favorito è quello reddituale.

In linea generale quindi, i metodi prediletti sono quelli tradizionali: metodo patrimoniale, metodo reddituale e metodo misto patrimoniale – reddituale, con una maggiore preponderazione verso il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento in quanto consente di stimare sia il patrimonio a valori correnti, sia la maggiore redditività rispetto alla media rappresentata dall'avviamento.

Solitamente i metodi dei multipli vengono applicati non come metodo principale ma come metodo di controllo per verificare che ci sia coerenza tra la stima effettuata con i metodi tradizionali e quella derivante dal mercato.

Mentre, il metodo finanziario, è solitamente scartato dai commercialisti, in quanto non riescono a disporre dei dati fondamentali alla base della costruzione di tale metodo, dato proprio dal fatto che essendo il tessuto economico formato prevalentemente da aziende di medio o piccole dimensioni, e quindi queste difficilmente producono dei budget con una prospettiva di 3-5 anni, ma al massimo dispongono di budget che considerano le prospettive inerenti all'anno successivo.

Si è potuto notare una discrepanza tra quanto affermato dai dottori commercialisti intervistanti e quanto detto dal dipendente della società di consulenza: i commercialisti hanno tutti affermato che i metodi finanziari sono metodi che non applicano mai, mentre il dipendente della società di consulenza ha dichiarato che il metodo finanziario è il metodo che principalmente utilizza perché è quello che più si presta alla valutazione delle aziende ed è anche il metodo che i terzi apprezzano di più in termini di completezza delle informazioni fornite.

Quindi, nonostante magari anche i commercialisti ritengono che i metodi finanziari siano quelli che meglio si prestano ad una puntuale valutazione aziendale, nella pratica poi risulta

difficile applicarli proprio per la conformità della tipologia di aziende presenti nel territorio e per la mancanza dei dati richiesti per l'applicabilità di tale metodo.

Detto ciò, si può affermare che esiste una differenza tra quanto predisposto dalla teoria e quanto poi effettivamente realizzato nella pratica. In particolare, questa discrepanza attiene ai metodi finanziari, poiché la teoria elogia molto tali metodi, ma nella realtà, soprattutto italiana, essi non vengono messi in pratica per la maggior parte dei casi, ma vengono prediletti i metodi patrimoniali, reddituali e misti patrimoniali – reddituali. Questa differenza di applicabilità tra i metodi tradizionali e quelli di origine anglosassone deriva dal fatto che il nostro tessuto economico è rappresentato, per lo più, da piccole e medie imprese fortemente tradizionali; quindi, la conseguenza logica è che i metodi finanziari trovino minore applicazione. Nonostante il nostro tessuto imprenditoriale, sia rappresentato oltre che da piccole e medie imprese, da imprese non quotate, l'applicabilità del metodo dei multipli trova un riscontro con quanto predisposto dalla teoria, poiché anche la teoria afferma che questo metodo, che sia determinato attraverso le società comparabili oppure le transazioni comparabili, è maggiormente applicato per le imprese quotate perché è più facile determinare il campione di riferimento da cui ricavare il multiplo. Mentre per le società non quotate questo metodo può comunque essere applicato, ma come strumento di verifica per ottenere un riscontro che il valore aziendale risultate dal metodo principale sia in linea con il valore di mercato.

CONCLUSIONI

Come precisato all'inizio di tale tesi, lo scopo dell'elaborato era quello di analizzare i vari metodi per la valutazione d'azienda da un punto di vista teorico, per poi andare a comprendere attraverso delle interviste ai professionisti, se quello che effettivamente viene applicato nella realtà esecutiva, corrisponde a quanto dettato dalla componente testuale.

Inizialmente si è ritenuto necessario fornire un'infarinatura dei concetti fondamentali attinenti alle indicazioni di tipo normativo, fino ad arrivare a trattare delle varie configurazioni del costo del capitale, le quali sono state riprese nei successivi capitoli e paragrafi attinenti al metodo reddituale e al metodo finanziario.

Il passo successivo riguarda l'analisi dei vari metodi partendo innanzitutto dalla considerazione della valutazione dello stato aziendale con il classico metodo degli indici e dei flussi, attraverso il quale si può comprendere, in prima battuta, se l'azienda si trova in equilibrio in termini economici, patrimoniali e finanziari. Abbiamo anche compreso che questa analisi dello stato di salute dell'azienda però non può essere considerata come un metodo di valutazione, a meno che non venga abbinata ad uno dei metodi di valutazione previsti.

Successivamente sono stati trattati i vari metodi di valutazione d'azienda, andando a comprendere quali sono i punti di forza e quali i punti di debolezza. Inizialmente sono stati considerati i metodi patrimoniali e quelli reddituali, fino a sfociare nei metodi misti patrimoniali – reddituali che sono quelli maggiormente applicati in quanto permettono di conciliare la valutazione dei due aspetti fondamentali in un'azienda, cioè patrimonio e reddito, e allo stesso tempo permettono di superare i limiti insiti nei metodi se considerati singolarmente.

In questo caso, si è compreso come i metodi patrimoniali siano i metodi meno influenzati da valutazioni soggettive, in quanto si basa sull'applicazione di rettifiche al patrimonio netto contabile, in modo tale da giungere a quello rettificato, cioè espresso a valori correnti.

Con riferimento ai metodi reddituali, invece, si sono analizzati i vari aspetti analoghi a quelli dei metodi finanziari, e si è compresa anche la loro maggiore soggettività rispetto ai metodi patrimoniali, dettata dalla necessità di attualizzazione di flussi reddituali, ma allo stesso

tempo si è considerata la maggiore affidabilità del metodo reddituale perché contempla l'azienda come una singola entità.

L'analisi poi si è conclusa con la considerazione del metodo misto, comprendendo quanto possa essere utile considerare sia l'oggettività e la verificabilità delle stime caratteristiche del metodo patrimoniale che la razionalità del metodo reddituale, giungendo alla conclusione che sia da prediligere come metodo nei casi in cui i due metodi precedenti non siano sufficienti per ottenere un quadro completo della situazione aziendale.

Analizzati questi primi tre metodi, è stato approfondito il metodo finanziario, considerando le varie conformazioni in termini di equity o di asset, andando così ad indagare le due modalità di determinazione dei flussi di cassa e il tasso necessario da applicare per rispettare la coerenza tra cioè che si deve scontare e il tasso con cui viene scontato. Si è analizzata anche la componente di Terminal Value, componente fondamentale nel metodo finanziario, che considera il periodo successivo all'orizzonte temporale stimato in quanto un'azienda non termina quasi mai con la previsione temporale considerata. Si sono trattate anche le ipotesi in cui il metodo Discounted Cash Flow possa essere calcolato secondo un'ottica steady – state o steady – growth, andando a verificare come si procede alla determinazione delle varie componenti nel caso si ritenga necessario utilizzare una prospettiva piuttosto che l'altra.

All'interno del capitolo attinente al metodo finanziario è stato trattato anche un altro metodo, cioè quello degli EVA, che nonostante sia un metodo rientrante nella categoria degli Economic Profit, cioè metodi che stimano autonomamente l'avviamento, è stato affrontato in questa parte poiché si basa su una logica sottostante simile a quella del metodo finanziario, cioè attinente all'attualizzazione dei valori.

Dopo questi metodi, definiti metodi indiretti, sono stati illustrati i metodi diretti, cioè quelli il cui valore deriva dal mercato. In questo caso si sono analizzati, inizialmente, i multipli maggiormente utilizzati, considerando in modo distinto i multipli in ottica equity e quelli in ottica asset side, per poi concludere con l'analisi delle modalità di determinazione del campione dal quale vengono ricavati i vari multipli, comprendendo che la determinazione

del campione attraverso le società comparabili è maggiormente affidabile rispetto alla considerazione delle transazioni comparabili.

Dall'analisi di questo metodo si è compreso che esso meglio si presta per la valutazione di società quotate, in quanto è più facile costruire un campione di società/transazioni comparabili, rispetto alla sua applicazione nei confronti della valutazione di società non quotate, anche se questo non risulta impossibile.

Per concludere l'analisi dei vari metodi, è stato analizzato una tipologia di metodo di impostazione empirica, cioè la cosiddetta *Rule of Thumb*. Si tratta di moltiplicatori applicabili a delle grandezze dell'azienda target, considerati nei casi in cui per le aziende di piccole dimensioni, gli altri metodi analizzati non risultano opportuni, o la loro applicazione risulterebbe molto costosa.

Dopo la carrellata di metodi analizzati, si è dedicato l'ultimo capitolo alla considerazione dell'attuazione dei metodi da parte dei professionisti; quindi, si è cercato di spiegare cosa venga applicato realmente ai casi di valutazione aziendale.

Si è potuto riscontrare che, nonostante i vari casi analizzati, i metodi preponderanti sono quelli di più immediata attualizzazione, che prevedono l'impiego di dati ricavabili dalla contabilità, come ad esempio i metodi patrimoniali, reddituali e i metodi misti. Questa predisposizione all'applicazione di tali metodi deriva dal fatto, come abbiamo già più volte ripetuto, che il tessuto imprenditoriale italiano, e soprattutto quello della zona intervistata, è formato prevalentemente da imprese di media e piccola dimensione e fortemente tradizionali, che quindi non lasciano molto spazio nella scelta del metodo da applicare, se non quello di impostazione tradizionale.

Concludendo possiamo affermare che per quasi tutti i metodi c'è una coerenza tra la teoria e la pratica applicativa, tranne che per il metodo finanziario, il quale nella teoria è considerato il migliore, ma poi nella pratica italiana è difficilmente riscontrabile la sua applicabilità.

BIBLIOGRAFIA CITATA E CONSULTATA

Andrei Paolo, *“Valori storici e valori correnti nel bilancio di esercizio”*, Giuffrè Editore S.p.A., Milano 2004

Arditti Fred D., *“Risk and the Required return on Equity”*, The Journal of Finance, Vol 22, No. 1, 1967

Arditti Fred D., *“The weighted average cost of capital: some question on its definition, interpretation and use”*, The Journal of Finance, Vol 28, No. 4, 1973

AVI Maria Silvia, *“Il sistema informativo integrato, Vol. I. Analisi aziendali di natura economico-finanziaria: il bilancio come strumento di gestione”*, Il Edizione, Cafoscarina Editore, 2019

Balducci Daniele, *“La valutazione dell’azienda, sesta edizione”*, Edizioni Fag Milano, 2002

Bavagnoli Francesco, *“Una bussola per la valutazione d’azienda”*, Contabilità, Finanza e controllo, n.10, 2012

Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Scip Alex, *“Analisi e valutazione finanziaria d’impresa”*, G. Giappichelli Editore, Torino 2021

Berardi Marco, *“Gli Indici Di Bilancio Per La Valutazione D’Azienda – Approcci Teorici E Metodologici (Final Balance Index Analysis--Methods and Techniques).”* (2015)

Bini Mauro, Guatri Luigi, *“1: Principi e linee guida professionale”*, prima edizione, EGEA S.p.A., Milano 2002

Bocchino Umberto, *“Valutazione d’azienda – Valutazione d’azienda: riflessione sui criteri di stima”*, Guida alla Contabilità & Bilancio, n. 17, 2010

Buongiorno Massimo, *“La valutazione delle aziende con il metodo patrimoniale. Riflessioni successive all’introduzione dei Principi Italiani di Valutazione”*, Bilancio, vigilanza e controlli, n. nove, 2015

- Cappellotto Alberto, *“Strumenti per il controllo di gestione”*, CEDAM, Padova, 1993
- Caramiello Carlo, *“Il rendiconto finanziario. Introduzione alla tecnica di redazione”*, Giuffrè, Milano 1993
- Cescon Franco, *“L’analisi finanziaria nella gestione aziendale”*, UTET Libreria, Torino 1995
- Corbella Silvano, Liberatore Giovanni, Tiscini Riccardo, *“Manuale di valutazione d’azienda”*, McGraw-Hill Education, Milano 2020
- Damodaran A., *“Estimating risk free rates”*, Stern School of Business, New York, 1999
- De Rosa Bruno, *“L’equilibrio patrimoniale di un’azienda”*, Contabilità, Finanza e Controllo, n.1, 2010
- Di Marcantonio M., *“La stima del costo del capitale: dalla teoria al processo valutativo”*, G. Giappichelli, Torino 2017
- Elbannan M. A., *“The Capital Asset Pricing Model: An Overview of the Theory”*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 7, No. 1; 2015
- Erkilet G., Janke G., & Kasperzak R., *“How valuation approach choice affects financial analysts’ target price accuracy.”* *Journal of Business Economics* (2021): 1-39.
- Fazzini Marco, *“Business valuation: theory and practice”*, Palgrave Macmillan, Cham 2018
- Farber André, Roland L. Gillet, and Ariane Szafarz. *“A General Formula for the WACC: A Reply”* *International Journal of Business* 11.2 (2006)
- Fernandez Pablo, *“The Most Common Error in Valuations using WACC”*, (January 2, 2020)
- Fernandez Pablo, *“WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores (WACC: Definition and Errors)”*, February 13, 2016
- Frizzera Bruno, AVI Maria Silvia, *“BILANCIO RICLASSIFICATO e ANALISI per INDICI e FLUSSI”*, Il Sole24ORE, Trento, 2007

Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *“Il valore di un’azienda in base ai multipli”*, 2015

Girardi Claudio, Mengozzi Andrea, *“Valutazione d’azienda – Metodi innovativi di valutazione dell’azienda: metodo dell’“economic value added””*, Giuda alla Contabilità & Bilancio, n. 5, 2006

Guatri Luigi, *“Il nuovo metodo reddituale per la valutazione delle aziende: nuovi orientamenti”*, Egea, Milano 1996

Guatri Luigi, *“La valutazione delle aziende”*, Seconda edizione, Giuffrè Editore, Varese 1984

Guatri Luigi, *“Metodi di determinazione del reddito al fine della valutazione di aziende”* (1983): 1000-1008

Guatri Luigi, *“Trattato sulla valutazione delle aziende”*, E.G.E.A., Milano 1998

Li Wing Sun, *“Strategic Value Analysis: Business Valuation.” Strategic Management Accounting*. Springer, Singapore, 2018. 171-192

Linke C. M. & Kim M. K., *“More on the Weighted Average Cost of Capital: A Comment and Analysis”*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 9, No. 6, 1974

Luppi Ferruccio, *“Analisi dei bilanci aziendali”*, Giuffrè Editore, Milano 1994

Mancin Moreno, *“Le operazioni straordinarie d’impresa: normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS”*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano 2020

Marasca Stefano, *“I principali fattori di incertezza nella valutazione d’azienda: identificazione, analisi e modalità di gestione”*, Giuffrè 2014

Marcello R., & Pozzoli M., *“Critical issues when valuing small businesses.” Business Valuation OIV Journal 1.1 (2019): 47-56*

Mella Piero, *“INDICI DI BILANCIO, Logica e procedura dell’analisi”*, II Edizione, Pirola Editore, 1994

Menzana Giacomo, *“Valutazione d’azienda – Scelta del metodo di valutazione”*, Guida alla Contabilità & Bilancio, n. 20, 2008

Mian M. A., & Vélez-Pareja I., *“Applicability of the Classic WACC Concept in Practice”* (September 10, 2005). Latin American Business Review, Vol. 8, No. 2, pp.19-40, 2007

Miciuła I., Kadłubek M., & Stępień P., *“Modern methods of Business Valuation—case study and new concepts.” Sustainability* 12.7 (2020)

Myshkavets, Y., and D. Goncherenok. *“Determining company value using discounted cash flow method.”* (2020).

Navaroni M., *“La procedura delle analisi di bilancio”*, Economia Aziendale Online, Vol. 4, n. 4, 2013

Nizzola Maurizio, *“Valutazione d’azienda: metodi e casi pratici”*, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna 2020

Pattitoni P., Petracci B., & Spisni M., *“Il costo del capitale per l’imprenditore: una verifica empirica per l’Italia”*, Banca Impresa Società, Fascicolo 3, 2009

Pellati Giorgio, *“Metodo sintetico reddituale: valutazione delle azioni di una società”*, Guida alla contabilità & bilancio, n. 2, 2019

Pellati Giorgio, *“Stima del capitale con il metodo reddituale a due fasi”*, Guida alla contabilità & bilancio, n. 2, 2018

Pellati Giorgio, *“Valutazione di una società con il metodo reddituale a due fasi”*, Contabilità, Finanza e controllo, n. 7, 2014

Renzi Antonio, Vagnani Gianluca, *“Fabbisogno finanziario, equilibrio e redditività”*, G. Giappichelli, Torino 2016

Riva Angelo, *“Valutazione aziendale e strategia: criteri di valutazione e decisioni aziendali”*, ARACNE Editrice, Roma 2008

Roppo Alessandro, *“Metodo misto della stima autonoma dell’avviamento, con attualizzazione illimitata del sovra-reddito”*, Giuda alla contabilità & bilancio, n. 24, 2012

Roppo Alessandro, Censi Odoardo, Cantore Alessandra, *“Valutazione d’azienda e “unlevered discounted cash flow analysis””*, Giuda alla contabilità & bilancio, n. 3, 2011

Saksonova Svetlana, Neli Abramishivi, and Tatiana Papiashvili. *“Business valuation: classical and advanced methods.”* (2020)

Scarano Alfonso, Di Napoli Giuseppe, *“Calcolo del Terminal Value (TV) e rispetto delle condizioni di coerenza”*, Rivista Aiap n. 66, 2008

Smucker David K., *“Common Business Valuation Method and Related Topics”*, Journal of financial service professionals, 2020

Sostero U., Ferrarese P., Mancin M., Marcon C., *“L’analisi economico-finanziaria di bilancio”*, II edizione, A. Giuffrè Editore S.p.A, Milano 2016

Tami Alessandra, *“Flussi reddituali e flussi finanziari in situazioni di dinamismo ambientale”*, Giuffrè Editore, Milano 1989

Tentoni Alessandro, *“Valutazione d’azienda con il metodo dei multipli”*, Giuda alla contabilità & bilancio, n. 4, 2016

Teodori Claudio, *“La ricostruzione e l’interpretazione del rendiconto finanziario”*, G. Giappichelli Editore, Torino 2002

Vayas-Ortega G., Soguero-Ruiz C., Rojo-Álvarez J. L. & Gimeno-Blanes F. J., *“On the differential analysis of enterprise valuation methods as a guideline for unlisted companies assessment (I): Empowering discounted cash flow valuation.” Applied Sciences 10.17* (2020)

Weaver William C., *“Quantifying Risk When Using the Income Approach”*, Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Volume 3, Articolo 4, 2008

Wijaya E., & Ferrari A., *“Stocks Investment Decision Making Capital Asset Pricing Model (CAPM)”*, Jurnal Manajemen/Volume XXIV, No. 01, February 2020

SITOGRAFIA

www.bankpedia.org – Azienda

www.bankpedia.org – Equilibrio economico di un'azienda

www.borsaitaliana.it – Glossario finanziario: Attualizzazione dei flussi di cassa

www.borsaitaliana.it – Glossario finanziario: Return on investments

www.borsaitaliana.it – Il metodo DCF – Discounted cash flow

www.borsaitaliana.it – Metodo del Discounted Cash Flow (DCF)

www.borsaitaliana.it – I principali metodi di valutazione aziendale

www.fondazioneoiv.it – Missione e statuto

www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.24

www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.32

www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.35 – *Commento*

www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.37 – *Commento*

www.fondazioneoiv.it – PIV III.1.38 – *Commento*

www.gazzettaufficiale.it – Articolo 2423-bis Codice Civile

www.gazzettaufficiale.it – articolo 2425-ter Codice Civile

www.gazzettaufficiale.it – articolo 2426 Codice civile

www.gazzettaufficiale.it – art 2500-ter Codice Civile

<http://hdl.handle.net/10593/15961> - Tadeusz Stryjakiewicz, Michał Męczyński, and Krzysztof Stachowiak. "Role of creative industries in the post-socialist urban transformation." (2014).

www.ifrs.org – IAS 7 Statement of Cash Flow

www.ivcs.org – About

www.ivsc.org – IVS 105, paragrafo 50.21

www.ivsc.org – IVS 210, paragrafo 20.6

www.misterfisco.it - La valutazione di azienda con il metodo patrimoniale complesso, a cura del Prof. Fabio Banderali

www.misterfisco.it - La valutazione di azienda con il metodo reddituale, a cura del Prof. Fabio Banderali

www.rics.org – International Value Standard, paragrafo 60.2

www.rics.org – International Value Standard, paragrafo 60.3

www.studiofazzini.it – Valutazione d’azienda. I flussi di cassa attesi, il tempo e il rischio nel metodo DCF

www.studiofazzini.it – Valutazione d’azienda. Il metodo dei moltiplicatori e la scelta del peer group

www.studiofazzini.it – Valutazione d’azienda. Il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell’avviamento

www.studiofazzini.it – Valutazione d’azienda. Il metodo patrimoniale

www.studiofazzini.it – Valutazione d’azienda. Il tasso di attualizzazione: WACC e CAPM

www.studiofazzini.it – Valutazione d’azienda. Il Terminal Value (Valore Finale) nel metodo DCF

www.studiofazzini.it – Valutazione d’azienda. Multipli asset-side

www.studiofazzini.it – Valutazione d’azienda. Multipli equity-side

RINGRAZIAMENTI

A mamma e papà, per avermi dato la possibilità di intraprendere questo percorso e per avermi sostenuto anche nei momenti più difficili.

Un ringraziamento speciale alla mia mamma che mi ha supportato e sopportato in tutti questi anni. Grazie di essere stata la mia migliore ascoltatrice, soprattutto durante le sessioni. Voglio ringraziarti per avermi reso la donna che sono oggi. Dopo tutti i momenti passati, belli e brutti, posso dirlo: questo traguardo lo dedico soprattutto a te!

Alle mie nonne, che sono da sempre le mie prime sostenitrici. Grazie di avermi resa orgogliosa del mio percorso, perché vedere il vostro sorriso e la vostra gioia ad ogni piccolo traguardo non ha eguali.

A Riccardo, l'uomo che mi è stato accanto in questo percorso. Grazie per avermi sostenuto e amato anche durante i momenti di sconforto. Grazie per essere stato sempre presente, soprattutto con il tuo "ma siii, vedrai che l'esame è andato bene". Grazie per aver creduto in me, anche quando io non lo facevo.

Ai miei amici, a voi devo i momenti di spensieratezza anche durante i periodi più stressanti.

Ultimo, ma non per importanza, un ringraziamento speciale a mia sorella. A te che sei stata la mia consigliera (anche se non sempre ho fatto tesoro dei tuoi consigli), la lettrice della prima stesura dei capitoli. A te che nonostante tutto ci sei sempre stata, ti voglio bene.

Ringrazio tutti voi per aver reso il mio traguardo davvero speciale!

Ringrazio la Prof.ssa Maria Silvia AVI, per avermi guidato e supportato nella fase più importante del mio percorso.

Un ringraziamento anche a me stessa, per aver raggiunto questo traguardo importante, quando in passato non era nemmeno contemplato! Sei arrivata al capolinea, ora inizia una nuova esperienza e un nuovo mondo.