



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea  
in Amministrazione, Finanza  
e Controllo

Tesi di Laurea Magistrale

**LA VALUTAZIONE D'AZIENDA:  
APPROCCI TEORICI E  
APPLICAZIONI PRATICHE**

IL CASO DI RP MANAGEMENT SRL

**Relatrice**

Ch. Prof. Maria Silvia Avi

**Laureando**

Samuel Monico

Matricola

878897

**Anno Accademico**

2023 / 2024



# INDICE

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>- 9 -</b>
<b>CAPITOLO 1 – LA VALUTAZIONE AZIENDALE .....</b>	<b>- 11 -</b>
1.1 INTRODUZIONE ALLA MATERIA .....	- 11 -
1.2 LA FINANZA IN AZIENDA .....	- 13 -
1.2.1 <i>IL RUOLO DEL DIRETTORE FINANZIARIO IN AZIENDA</i> .....	- 13 -
1.2.2 <i>IL CORPORATE FINANCE CIRCUIT</i> .....	- 15 -
1.3 I PROGETTI DI INVESTIMENTO .....	- 17 -
1.4 IL RENDICONTO FINANZIARIO E I FLUSSI FINANZIARI .....	- 21 -
1.5 LA CONFIGURAZIONE DEL CAPITALE E DELLE SINERGIE .....	- 26 -
1.6 IL COSTO DEL CAPITALE .....	- 30 -
1.6.1 <i>STRUTTURA FINANZIARIA CON MODIGLIANI E MILLER</i> .....	- 30 -
1.6.2 <i>IL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE</i> .....	- 36 -
1.7 LE FASI DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE .....	- 37 -
1.8 ESG: QUANTO PESA LA SOSTENIBILITÀ NELLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE? .....	- 41 -
<b>CAPITOLO 2 – OPERAZIONI STRAORDINARIE .....</b>	<b>- 49 -</b>
2.1 INTRODUZIONE .....	- 49 -
2.2 LA FUSIONE .....	- 51 -
2.2.1 <i>RAPPORTO DI CAMBIO</i> .....	- 53 -
2.2.2 <i>PROCEDIMENTO DI FUSIONE</i> .....	- 56 -
2.2.3 <i>RETTIFICHE DI FUSIONE</i> .....	- 58 -
2.2.4 <i>FUSIONE INVERSA</i> .....	- 59 -
2.3 LA SCISSIONE .....	- 60 -
2.3.1 <i>PROCESSO DI SCISSIONE</i> .....	- 63 -
2.3.2 <i>SESSIONE MEDIANTE SCORPORO</i> .....	- 65 -
2.4 IL CONFERIMENTO D’AZIENDA .....	- 66 -
2.5 LA CESSIONE DI AZIENDA .....	- 72 -
2.6 L’AFFITTO D’AZIENDA .....	- 75 -
2.7 IL LEVERAGED BUY-OUT (LBO) .....	- 78 -
2.7.1 <i>VARIANTI DEL LEVERAGED BUY-OUT: MBO E WBO</i> .....	- 81 -
2.7.2 <i>STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO E VALUTAZIONE INDICATORI DI RIFERIMENTO SOCIETÀ TARGET</i> .....	- 82 -
2.8 LE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) .....	- 84 -
2.8.1 <i>PIANIFICAZIONE E TEMPISTICHE IPO</i> .....	- 86 -
<b>CAPITOLO 3 – MODELLI DI VALUTAZIONE .....</b>	<b>- 91 -</b>
3.1 PROSPETTIVE NELLA VALUTAZIONE .....	- 91 -

3.2	VALUTAZIONI ASSOLUTE .....	- 93 -
3.2.1	METODO PATRIMONIALE.....	- 93 -
3.2.2	METODO REDDITUALE .....	- 96 -
3.2.3	METODI BASATI SUL CONCETTO DI ECONOMIC PROFIT .....	- 100 -
3.2.4	METODO FINANZIARIO: <i>DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)</i> .....	- 104 -
3.3	VALUTAZIONI RELATIVE: METODO COMPARATIVO.....	- 107 -
<b>CAPITOLO 4</b>	<b>- DISCOUNTED CASH FLOW .....</b>	<b>- 111 -</b>
4.1	INTRODUZIONE DEI DCF.....	- 111 -
4.2	APV: SCOMPOSIZIONE VALORE <i>LEVERED</i> ED <i>UNLEVERED</i> .....	- 113 -
4.3	IL MODELLO SINTETICO .....	- 115 -
4.3.1	<i>EFFETTO NEGATIVO DELL'INDEBITAMENTO</i> .....	- 122 -
4.4	IL MODELLO ANALITICO .....	- 125 -
4.4.1	<i>I MODELLI DCF COME STRUMENTO PER VALUTARE L'EFFICACIA DELLE STRATEGIE DI RISANAMENTO</i> ....	- 129 -
4.5	MODELLO A PIÙ STADI.....	- 133 -
4.6	CONCLUSIONI .....	- 134 -
<b>CAPITOLO 5</b>	<b>- METODO DEI MULTIPLI DI BORSA.....</b>	<b>- 135 -</b>
5.1	INTRODUZIONE AI MULTIPLI .....	- 135 -
5.2	I MULTIPLI: METODO COMPARATIVO .....	- 136 -
5.3	PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE.....	- 144 -
5.4	CRITICITÀ E RISOLUZIONI DELLE DIFFORMITÀ .....	- 146 -
5.4.1	<i>CRITICITÀ DI COMPARABILITÀ</i> .....	- 146 -
5.4.2	<i>CRITICITÀ DEL SINGOLO MULTIPLO</i> .....	- 155 -
5.5	CONCLUSIONI .....	- 158 -
<b>CAPITOLO 6</b>	<b>- IL CASO RP MANAGEMENT SRL: .....</b>	<b>- 161 -</b>
6.1	PRESENTAZIONE DELL'AZIENDA .....	- 161 -
6.2	VALUTAZIONE AZIENDALE NEL PRATICO.....	- 163 -
6.2.1	<i>UTILIZZO DEL METODO DEI DISCOUNTED CASH FLOW</i> .....	- 170 -
6.2.2	<i>UTILIZZO DEL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA</i> .....	- 175 -
6.2.1	<i>CONCLUSIONI</i> .....	- 183 -
<b>CONCLUSIONI</b> .....		<b>- 189 -</b>
<b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA CITATA E CONSULTATA</b> .....		<b>- 191 -</b>
<b>RINGRAZIAMENTI</b> .....		<b>- 197 -</b>

# INDICE DELLE FIGURE

FIGURA 1: CORPORATE FINANCE CIRCUIT - CIRCUITO DELLA FINANZA AZIENDALE .....	- 15 -
FIGURA 2: VALORE ATTUALE NETTO .....	- 17 -
FIGURA 3: VALORE ATTUALE MODIFICATO .....	- 18 -
FIGURA 4: INDICE DI REDDITTIVITÀ .....	- 19 -
FIGURA 5: TASSO INTERNO DI RENDIMENTO .....	- 19 -
FIGURA 6: RENDIMENTO MEDIO CONTABILE .....	- 20 -
FIGURA 7: RENDICONTO FINANZIARIO ANALITICO .....	- 25 -
FIGURA 8: RENDICONTO FINANZIARIO SINTETICO .....	- 26 -
FIGURA 9: CONFIGURAZIONE DEL VALORE SINERGICO .....	- 29 -
FIGURA 10: I° PROPOSIZIONE M&M .....	- 33 -
FIGURA 11: GRAFICO - I° PROPOSIZIONE M&M .....	- 33 -
FIGURA 12: II° PROPOSIZIONE M&M .....	- 34 -
FIGURA 13: GRAFICO - I° PROPOSIZIONE M&M .....	- 34 -
FIGURA 14: I° PROPOSIZIONE M&M CON TASSAZIONE .....	- 35 -
FIGURA 15: II° PROPOSIZIONE M&M CON TASSAZIONE .....	- 35 -
FIGURA 16: COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE .....	- 36 -
FIGURA 17: COSTO DELL'EQUITY SECONDO IL CAPM .....	- 36 -
FIGURA 18: COSTO DEL DEBITO SEMPLIFICATO .....	- 37 -
FIGURA 19: FASI DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE .....	- 41 -
FIGURA 20: PRESSIONI CONVERGENTI .....	- 45 -
FIGURA 21: RELAZIONE TRA RATING ESG E PERFORMANCE DI MERCATO .....	- 46 -
FIGURA 22: GLOBAL PERFORMANCE OF ESG RATINGS PORTFOLIOS: CUMULATIVE RETURN IN 2013- 2021 HORIZON .....	- 47 -
FIGURA 23: PRIMA FORMULA PER CALCOLO RC .....	- 53 -
FIGURA 24: SECONDA FORMULA PER CALCOLO RC .....	- 54 -
FIGURA 25: ESEMPLIFICAZIONE RC FUSIONE PER INCORPORAZIONE .....	- 54 -
FIGURA 26: ESEMPLIFICAZIONE RC FUSIONE PER UNIONE .....	- 55 -
FIGURA 27: AUMENTO DI CAPITALE FUSIONE NON TOTALITARIA .....	- 60 -
FIGURA 28 - VANTAGGI AFFITTO D'AZIENDA .....	- 77 -
FIGURA 29 – RISCHI AFFITTO D'AZIENDA .....	- 77 -

FIGURA 30 - INDICATORI UTILI PER LA VALUTAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ FINANZIARIA DELLA SOCIETÀ	
TARGET.....	- 83 -
FIGURA 31 - FASI OFFERTA PUBBLICA INIZIALE .....	- 89 -
FIGURA 32 - CAPITALE ECONOMICO METODO PATRIMONIALE SEMPLICE .....	- 95 -
FIGURA 33 - TABELLA RIASSUNTIVA NOMALIZZAZIONE REDDITO .....	- 98 -
FIGURA 34 - CALCOLO NOPAT .....	- 100 -
FIGURA 35 - ECONOMIC VALUE ADDED .....	- 101 -
FIGURA 36 - MARKET VALUE ADDED .....	- 102 -
FIGURA 37 - METODO DELLA CAPITALIZZAZIONE LIMITATA DEL PROFITTO MEDIO.....	- 103 -
FIGURA 38 - METODO DELLA CAPITALIZZAZIONE ILLIMITATA DEL PROFITTO MEDIO .....	- 104 -
FIGURA 39 - CALCOLO FCFO E FCFE .....	- 104 -
FIGURA 40 - FORMULA GENERICA CAPITALE ECONOMICO .....	- 105 -
FIGURA 41 - FORMULA BASE MULTIPLO .....	- 107 -
FIGURA 42 - MODELLO FTE .....	- 111 -
FIGURA 43 - MODELLO WACC.....	- 112 -
FIGURA 44 – VALORE LEVERED .....	- 113 -
FIGURA 45 – MODELLO APV .....	- 114 -
FIGURA 46 - FLUSSI FINANZIARI IN IPOTESI STEADY STATE.....	- 116 -
FIGURA 47 - FORMULE MODELLI STEADY STATE .....	- 117 -
FIGURA 48 - CREAZIONE VALORE OTTICA WACC.....	- 117 -
FIGURA 49 - CREAZIONE VALORE OTTICA FTE .....	- 118 -
FIGURA 50 - CREAZIONE VALORE OTTICA APV.....	- 118 -
FIGURA 51 - FLUSSI FINANZIARI IN IPOTESI STEADY GROWTH .....	- 120 -
FIGURA 52 - FORMULE MODELLI STEADY GROWTH .....	- 120 -
FIGURA 53 – FORMULA RITENZIONE UTILI.....	- 121 -
FIGURA 54 - TASSO DI CRESCITA G .....	- 121 -
FIGURA 55 – CALCOLO ROE .....	- 122 -
FIGURA 56 – FORMULA COSTI DEL DISSESTO .....	- 124 -
FIGURA 57 – FORMULA ATP STEADY STATE CON COSTI DEL DISSESTO.....	- 124 -
FIGURA 58 – FORMULA ATP STEADY GROWTH CON COSTI DEL DISSESTO.....	- 124 -
FIGURA 59 - FORMULE STEADY STATE CON TERMINAL VALUE.....	- 126 -
FIGURA 60 - FORMULE STEADY GROWTH CON TERMINAL VALUE .....	- 127 -
FIGURA 61 - CONFRONTO TRA STRATEGIE DI RISANAMENTO AZIENDALE.....	- 132 -

FIGURA 62 - I MULTIPLI DI MERCATO .....	- 141 -
FIGURA 63 - MODELLO DI GORDON_1 .....	- 147 -
FIGURA 64 - MODELLO DI GORDON_2 .....	- 148 -
FIGURA 65 - MULTIPLI EQUITY VALUE MAPS_1 .....	- 151 -
FIGURA 66 - MULTIPLI EQUITY VALUE MAPS_2 .....	- 151 -
FIGURA 67 – REGRESSIONE MULTIPLI EQUITY VALUE MAPS .....	- 151 -
FIGURA 68 - MULTIPLI ASSET VALUE MAPS_1 .....	- 152 -
FIGURA 69 - MULTIPLI ASSET VALUE MAPS_2 .....	- 152 -
FIGURA 70 – REGRESSIONE MULTIPLI ASSET VALUE MAPS.....	- 152 -
FIGURA 71 - MULTIPLI UNLEVERED .....	- 154 -
FIGURA 72 - ROSAPETRA SPA RESORT .....	- 163 -
FIGURA 73 - STATO PATRIMONIALE RP .....	- 164 -
FIGURA 74 – CONTO ECONOMICO RP .....	- 165 -
FIGURA 75 – BUDGET PREVISIONALE 23-27 .....	- 166 -
FIGURA 76 – SP PROSPETTICO 23-27 .....	- 168 -
FIGURA 77 – CE PROSPETTICO 23-27 .....	- 169 -
FIGURA 78 – RF PROSPETTICO 23-27 .....	- 170 -
FIGURA 79 - TABELLA BETA (FONTE: DAMODARAN) .....	- 171 -
FIGURA 80 - TASSI EURIBOR .....	- 172 -
FIGURA 81 - TABELLA MULTIPLO EV/SALES (FONTE: DAMODARAN) .....	- 176 -



## INTRODUZIONE

Alla base di questo elaborato vi è la valutazione d'azienda, la quale è sempre più oggetto di studio sia nel mondo accademico sia nella prassi aziendale, poiché consente ai potenziali investitori di comprendere e concretizzare il valore dell'azienda su cui intendono investire. Dal momento che il valore dell'azienda, comunemente chiamato Enterprise Value, non si basa solamente sull'analisi storica dei documenti aziendali, è compito del processo valutativo comprendere il valore corrente degli asset aziendali, andando così a stimare l'Equity Value, e quindi il valore del capitale economico.

Lo studio che sta alla base del mio lavoro, verte proprio su che cosa sia la valutazione d'azienda, con una spiegazione dettagliata dei modelli di valutazione utilizzabili, applicata al caso pratico RP Management, società di gestione dell'hotel Rosapetra Spa Resort di Cortina d'Ampezzo.

L'analisi della materia esaminata presuppone la conoscenza di più nozioni economiche, dalla ragioneria generale alla finanza aziendale, piuttosto che la statistica o la strategia d'impresa.

L'elaborato è suddiviso in sei capitoli, i quali si sviluppano con una fase introduttiva ed entrano progressivamente nello specifico della materia, fino a giungere alla conclusione del lavoro con il caso pratico, personalmente svolto.

Il primo, è un capitolo introduttivo sulla valutazione, dove andrò a spiegare tutta una serie di nozioni utili per la stesura dell'elaborato al fine di comprendere maggiormente le tematiche trattate. Nello specifico andrò a studiare il ruolo della finanza e del direttore finanziario all'interno dell'azienda, la valutazione dei progetti di investimento, l'importanza dei flussi finanziari, principalmente quelli che servono per la valutazione in esame, la configurazione del capitale economico e le fasi del processo valutativo. Il capitolo si conclude con una questione che negli ultimi anni è diventata di fondamentale importanza per le aziende: la sostenibilità e il rispetto dei principi ESG.

Il secondo capitolo verte sulle operazioni per le quali diviene essenziale valutare il capitale economica di un'azienda, ovvero tutte le operazioni straordinarie. Tra le quali troviamo la fusione, la scissione, il conferimento d'azienda, la cessione d'azienda, il *leveraged buyout* ed infine l'offerta pubblica.

Nel terzo capitolo andrò a spiegare ed analizzare i possibili modelli di valutazione che si possono utilizzare dal momento che si vuole valutare un'azienda.

Il quarto e il quinto capitolo sono invece il cuore pulsante dell'elaborato. Quest'ultimi infatti, descrivono nello specifico i due metodi valutativi più utilizzati nella prassi valutativa. Rispettivamente troviamo il metodo finanziario dei discounted cash flow e il metodo dei multipli di borsa.

Il sesto ed ultimo capitolo è interamente pratico, il quale è dedicato alla valutazione del capitale economico di RP Management. Inizierò con una breve descrizione dell'hotel in questione e successivamente andrò a stimare il suo equity value, dapprima mediante il metodo dei discounted cash flow, seguito dal metodo dei multipli di borsa, teoricamente spiegati nei due capitoli precedenti. In coda alla valutazione ci sarà una breve conclusione con alcune considerazioni.

# CAPITOLO 1 – LA VALUTAZIONE AZIENDALE

## 1.1 INTRODUZIONE ALLA MATERIA

La **valutazione aziendale** consiste in un processo di stima finalizzato a determinare il valore economico di un'impresa, chiamato anche capitale economico o equity value (EV). Un procedimento che risulta fondamentale sicuramente nell'ambito di acquisizioni o fusioni aziendali, cessioni, quotazioni in borsa e in generale per ogni operazione straordinaria (che affronteremo nel capitolo successivo).

Un'adeguata valutazione fornisce informazioni cruciali per investitori ed eventuali stakeholder per poter prendere decisioni adeguate ed è per questo motivo che una periodica stima del valore del capitale economico rappresenta uno strumento fondamentale per monitorare la variazione del valore del capitale derivante dalla gestione.

Stimare l'equity value può rappresentare, inoltre, un valore aggiunto per la gestione, se affiancata ai risultati di bilancio, che talvolta, presi singolarmente non sono sufficienti a plasmare lo stato di salute della società e la concretezza delle sue performance correnti e future.

La valutazione di un'azienda deve ispirarsi a delle specifiche caratteristiche, infatti, secondo Guatri, “la valutazione di un'azienda si ispira a concetti, criteri e metodi ai quali si chiede di esprimere una misura dotata nel più alto grado possibile delle seguenti caratteristiche:

- **Razionalità:** nel senso che essa deve derivare da un processo logico, chiaro e convincente; e come tale largamente condivisibile. Ciò significa la traduzione in una formula valutativa dotata di tali caratteristiche;
- **Dimostrabilità:** nel senso che deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati controllabili;
- **Neutralità:** nel senso di escludere scelte meramente soggettive, arbitrarietà immotivate, decisioni non disinteressate e perciò influenzanti senza ragione i risultati delle stime;

- **Stabilità:** nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari”.<sup>1</sup>

Pertanto, la valutazione aziendale, dovrà derivare da un processo chiaro e logico, dimostrabile attraverso grandezze e formule oggettive, l’obiettivo e quindi privo di variabili soggettive ed infine bisognerà evitare oscillazioni, le quali possono rappresentare un rischio. Tali caratteristiche non devono assolutamente mancare nelle fasi del processo di stima dell’equity value.

In aggiunta alle considerazioni precedentemente elencate, *l’Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers*<sup>2</sup>, interviene introducendo alcuni principi a cui dovrebbe ispirarsi ulteriormente un valutatore d’azienda per condurre ad un efficace risultato.

- Principio della **relatività** del valore: la valutazione giunge a risultati differenti in relazione alla finalità perseguite e alle diverse occasioni;
- Principio della **generalità** del valore: deve essere effettuata una stima “oggettiva”, indipendentemente dalle motivazioni o dalle caratteristiche dei soggetti coinvolti in una particolare occasione di valutazione o situazione economica, ovvero una stima che, in normali condizioni di mercato, sia valida per qualunque potenziale acquirente;
- Principio della **composizione**: il valore aziendale deve sempre rappresentare di una componente patrimoniale e di una reddituale, opportunamente ponderate;
- Principio della **separazione tra valore e prezzo**: a causa della diversa natura che caratterizza i due valori.

Quest’ultimo principio risulta di particolare importanza in quanto spesso i due termini vengono confusi, perciò vediamo come sia doveroso distinguere il valore dal prezzo. L’imprenditore ed economista statunitense Warren Edward Buffett sintetizza tale differenza in un semplice motto:

*“Price is what you pay. Value is what you get”*

---

<sup>1</sup> Luigi Guatri “Trattato sulla valutazione delle aziende” (1998) EGEA – Milano, p. 38

<sup>2</sup> Abbreviata con U.E.C., in italiano Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, è un’unione di associazioni di organismi professionali specializzati in economia aziendale.

Pertanto, valore e prezzo talvolta non coincidono. Per **valore** di un'azienda, si intende l'ammontare a cui il capitale può essere acquistato o venduto. Esso è frutto di varie stime e non rappresenta un dato univoco, il quale può risultare divergente dal prezzo a causa di svariati fattori legati a formule (come ad esempio, previsioni di flussi di cassa o variazione dei tassi). Il **prezzo** è invece espresso dai mercati, calcolato anche in relazione alle condizioni soggettive di negoziazione, in linea generale, il prezzo lo fa il mercato perché è dato dall'incrocio tra domanda ed offerta.

## 1.2 LA FINANZA IN AZIENDA

### 1.2.1 IL RUOLO DEL DIRETTORE FINANZIARIO IN AZIENDA

La finanza aziendale rappresenta un ruolo fondamentale all'interno dell'impresa, essa infatti è incaricata al governo delle risorse di capitali aziendali, attuato regolando tutti i movimenti di acquisizione ed impiego di mezzi finanziari. Pertanto, la finanza in azienda si occupa di tutto ciò che riguarda il fattore produttivo denaro, il cui scopo principale è quello di **creare valore**, gestendo in maniera efficace ed efficiente le risorse dell'impresa in condizioni di economicità.

Dal punto di vista operativo il responsabile finanziario, o comunemente chiamato CFO<sup>3</sup>, è la figura che dovrebbe aiutare il CEO<sup>4</sup> nelle scelte strategiche, dandone una lettura in chiave finanziaria. Esso è chiamato a rispondere principalmente a due domande, alle quali corrispondono due diversi ambiti di attività:

- L'azienda dispone del denaro necessario affinché possa portare a compimento l'attività predisposta dal suo piano strategico?
- L'utilizzo che l'azienda fa del denaro è economicamente conveniente oppure sarebbe più opportuno implementare una diversa strategia?

Per quanto riguarda il **primo quesito**, si fa riferimento all'equilibrio tecnico dell'azienda, ovvero il cosiddetto vincolo di tesoreria. È necessario che il direttore finanziario preveda anticipatamente i potenziali flussi di cassa di entrata ed uscita dell'azienda, con

---

<sup>3</sup> Chief Financial Officer – Direttore finanziario

<sup>4</sup> Chief Executive Officer – Amministratore delegato

l'obiettivo di verificare che tale vincolo sia rispettato. Questo perché non si può far fronte a determinati impegni se non c'è sostanzialmente denaro nelle casse aziendali. Qualora il vincolo di tesoreria non fosse rispettato il direttore finanziario deve provvedere tempestivamente a recepire liquidità attraverso i mercati a sua disposizione, ossia mercati finanziari o mercati di capitali, evitando così spiacevoli episodi di insolvenza.

Da questo primo ambito di attività si possono delineare alcuni aspetti distintivi del CFO:

- Concentrarsi sui flussi di cassa in entrata e in uscita, piuttosto che sui flussi di reddito. Al direttore finanziario interessa quando il denaro viene movimentato, piuttosto di quando viene contabilizzato. Da questo viene meno anche l'esigenza di tener conto della competenza, in quanto fa fede il momento della manifestazione del flusso stesso.
- L'attenzione è orientata al futuro piuttosto che al passato. Esso focalizza l'attenzione su quelli che saranno i flussi di cassa futuri, in quanto da essi dipende la fattibilità dei piani e dei programmi aziendali.
- Forte collegamento anche alle attività dei responsabili di tutte le altre funzioni aziendali, in quanto, qualunque decisione presa da altri direttori, produce inevitabilmente effetti di natura finanziaria.
- Elevata competenza e conoscenza dei prodotti e degli operatori presenti sui mercati finanziari e dei capitali, sia dal punto di vista quantitativo, ma anche dal punto di vista qualitativo (come durata e flessibilità dei fabbisogni finanziari).

Per quanto riguarda invece il **secondo quesito**, diviene più complesso dare risposta, in quanto richiede la formulazione di giudizi di merito su cosa sia meglio fare e cosa invece sia meglio evitare. A tal proposito è competenza del CFO ricercare un adeguato benchmark di riferimento da porre come obiettivo minimo perseguibile.

L'obiettivo economico tradizionale del profitto non sembra essere sufficiente, in quanto, concentrando l'attenzione sul risultato economico si rischia di perdere di vista il fatto che anche il capitale proprio debba essere adeguatamente remunerato e non soltanto il capitale di debito. Infatti, contabilmente, troviamo tra i costi di conto economico soltanto gli oneri finanziari, i quali rappresentano la remunerazione data dall'indebitamento finanziario, ma nulla in merito alla remunerazione del capitale proprio. Vediamo pertanto, come i requisiti del reddito non tengono conto di tale remunerazione, essa è

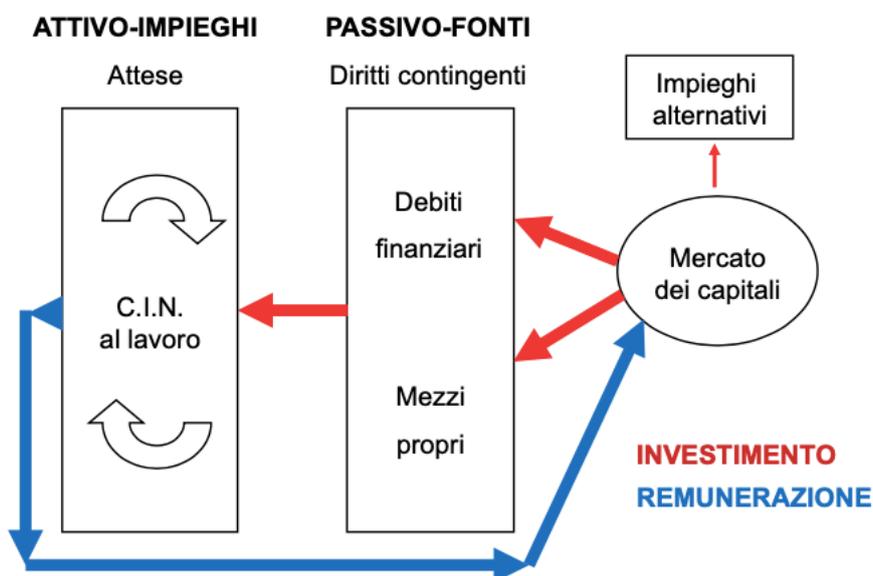
infatti prevista solo in via residuale attraverso l'utile realizzato, il quale può essere distribuito sottoforma di dividendi.

Il metodo con cui procedere per l'individuazione di un corretto benchmark in chiave finanziaria deve discostarsi dalle misure di performance economiche. Pertanto, sarà compito del CFO ricercare un parametro di riferimento capace di considerare i flussi di cassa effettivamente disponibili per remunerare il capitale e contestualmente individuare sul mercato altre opportunità di investimento, qualora fossero presenti.

### 1.2.2 IL CORPORATE FINANCE CIRCUIT

Per capire meglio la complessità del ruolo del direttore finanziario all'interno dell'azienda, può essere utile costruire un modello di riferimento, il quale traccia il percorso che il fattore produttivo in questione, ovvero il denaro, compie all'interno dell'impresa. Tale modello è chiamato **Corporate Finance Circuit**.

Figura 1: Corporate finance circuit - Circuito della finanza aziendale



Fonte: F. Beltrame, G. S. Bertinetti, A. Sclip (2021), *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*, G. Giappichelli Editore - Torino p. 7

Il denaro parte dal mercato dei capitali (e finanziario), esso rappresenta un luogo, non fisico, il cui compito è quello di mettere in contatto operatori in *surplus* di risorse

finanziarie con gli operatori in *deficit*, così da favorire il trasferimento delle risorse tra di essi. I mercati sono composti da un insieme di microstrutture più o meno strutturate, tra le principali troviamo: il sistema bancario e delle borse valori, società di gestione del risparmio (SGR), operatori del *Private Equity*<sup>5</sup>, *Business Angels*<sup>6</sup> o singoli individui che gestiscono personalmente i propri risparmi.

L'azienda approccia il mercato con il fine di reperire risorse necessarie per lo svolgimento della propria attività, perciò sostanzialmente i mercati investiranno sull'impresa sottoforma di debito o di capitale proprio. La motivazione per la quale l'azienda raccoglie risorse dai mercati è legata alla necessità di assemblare il, cosiddetto, capitale investito netto (CIN), il quale è necessario per lo svolgimento della sua attività e per il conseguimento degli obiettivi prefissati. Il CIN è composto a sua volta dal capitale circolante netto operativo (CCNO) e dalle immobilizzazioni operative, i quali rappresentano l'insieme dei beni attraverso cui l'impresa svolge la propria funzione economica.

Il circolo si conclude grazie all'output finanziario che deriva dall'attività d'impresa. L'obiettivo del capitale investito netto è sicuramente quello di produrre ulteriore denaro, essenziale per la remunerazione del capitale raccolto sul mercato.

Tale grandezza, che risulta dallo svolgimento dell'attività operativa dopo aver fatto fronte dei fabbisogni finanziari dell'impresa, è riferita al flusso di cassa e, nello specifico, si tratta del cosiddetto *Free Cash Flow Operations* (FCFO). Il motivo della dicitura *free*, deriva dal fatto che rappresenta un flusso di cassa "libero" da tutti i fabbisogni di impiego legati all'attività operativa. L'importo residuo è infatti disponibile per procedere alla remunerazione del capitale, con precedenza a coloro che hanno fornito capitale di debito e, in via residuale, ai portatori di capitale di rischio, i quali possono optare per l'alternativa dell'autofinanziamento o per la distribuzione sottoforma di dividendi.

---

<sup>5</sup> Forma di investimento di m/t termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo, effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un profitto guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione o dalla quotazione in borsa

<sup>6</sup> Professionisti che aiutano le start-up a sviluppare la propria idea, sia dal punto di vista economico che attraverso assistenza tecnica e direzione strategica

### 1.3 I PROGETTI DI INVESTIMENTO

Nel paragrafo precedente abbiamo affrontato alcuni ruoli fondamentali del CFO all'interno dell'azienda. Un altro compito di elevata importanza in possesso del direttore finanziario congiuntamente all'amministratore delegato è sicuramente quello della valutazione dei progetti di investimento. Capire se investire su un asset piuttosto che un altro potrebbe essere una scelta fondamentale per il futuro dell'azienda.

Di seguito analizzeremo i metodi di valutazione degli investimenti più conosciuti e più utilizzati nella prassi.

#### **VAN: VALORE ATTUALE NETTO**

*Figura 2: Valore attuale netto*

$$VAN = -I_0 + VA = -I_0 + \sum_{t=1}^N \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t}$$

Il valore attuale netto esprime la ricchezza che riesce a generare un investimento e si calcola attraverso la sommatoria dell'attualizzazione al tasso WACC dei flussi di cassa prospettici dell'investimento, da questo si va poi a sottrarre l'investimento iniziale.

In linea generale un investimento con **VAN positivo**, crea valore, perciò conviene investire in esso.

Se invece emerge un **VAN pari a zero**, investire in quel progetto o nel mercato non cambierà nulla. In tal caso, il rendimento sarà pari a quello offerto da investimenti comparabili nel mercato, ovvero pari al WACC e non a rendimento nullo.

D'altra parte se un investimento viene valutato con **VAN negativo**, allora questo non creerà valore e converrà optare per progetti alternativi.

Tra i **punti di forza** nell'utilizzo del VAN, troviamo sicuramente la considerazione della dimensione del progetto e del fattore tempo, in quanto vengono analizzati flussi di cassa in più periodi, specialmente quelli a medio e lungo termine. Oltre a ciò, viene preso in considerazione anche il fattore rischio, in quanto viene utilizzato il costo medio ponderato del capitale. In linea generale è teoricamente più rigoroso e preciso rispetto ad altri metodi di investimento e gode della proprietà additiva, ovvero  $VAN(\text{progetto A} + \text{progetto B}) = VAN(A) + VAN(B)$ .

Tra i principali **limiti** del VAN troviamo il fatto che non vengono considerate le opportunità future. In questo caso il comportamento dell'impresa è visto in maniera statica, ovvero come se il management facesse l'investimento e non lo modificasse per il resto degli anni. In questo caso viene sottostimato l'investimento perché non viene tenuto conto del valore del management. In altre parole, si ignorano le opzioni reali collegate al progetto, opzioni dalle quali i manager potrebbero trarre vantaggio. L'opportunità di prendere decisioni di tipo manageriale aggiunge valore dal momento che gli esiti di un progetto risultino incerti. Le principali opzioni reali sono:

- Opzioni di espansione: effettuare investimenti addizionali in futuro, perciò il manager potrà espandere l'investimento qualora vedesse un'elevata creazione di valore;
- Opzioni di attesa: il manager decide di aspettare ad investire ed eventualmente effettuare l'investimento in seguito, una sorta di rinvio dello stesso;
- Opzioni di abbandono: il manager ha la facoltà di abbandonare il progetto, qualora vedesse che non fosse abbastanza proficuo.

Un altro limite del VAN è l'utilizzo del tasso di attualizzazione WACC, perché in questo caso si va a valutare un investimento finanziato in un determinato modo, ovvero con un certo peso di equity ( $K_e$ ) ed un certo peso di debito ( $K_d$ ). Per superare questo "problema", sarebbe più opportuno separare il valore dell'investimento da quello del finanziamento, utilizzando come tasso di attualizzazione solo il peso dell'equity dove, nel caso di impresa non indebitata, il peso dell'equity equivale al rischio operativo, ossia  $K_e = K_o$  (concetti che approfondiremo meglio nel paragrafo 1.6 relativo al costo del capitale).

Pertanto, per far fronte a quest'ultimo limite, può essere utilizzato il valore attuale modificato.

### **VAM: VALORE ATTUALE MODIFICATO**

*Figura 3: Valore attuale modificato*

$$VAM = -I_0 + VA = -I_0 + \sum_1^N \frac{FCFO_t}{(1 + r_o)^t}$$

Il valore attuale modificato si calcola come il valore attuale netto, ma in questo caso si determina il valore *levered*, determinando prima il suo valore *unlevered* e poi aggiungendo eventualmente il valore attuale dello scudo fiscale del debito, separando così il valore dell'investimento da quello del finanziamento. Quest'ultimo rappresenta l'unico vantaggio in più rispetto a quelli già precedentemente analizzati del valore attuale netto. Quanto invece ai punti di debolezza, troviamo gli stessi già esaminati per il VAN. Anche in questo caso, nel confronto tra alternative, si andrà a preferire l'investimento con valore attuale modificato positivo.

### IR: INDICE DI REDDITIVITÀ

*Figura 4: Indice di redditività*

$$IR = \frac{VA}{I_0}$$

L'indice di redditività mette a confronto il valore attuale lordo dell'investimento con il fabbisogno iniziale. Esso è dato quindi dal valore attuale dei flussi di cassa prospettici rapportati all'investimento iniziale.

Nel caso di valutazione degli investimenti con l'indice di redditività, il parametro di riferimento è l'unità. Si andrà dunque a scegliere un investimento con indice di redditività **superiore** ad uno dove, in questo caso, il valore attuale netto sarà positivo.

Nel caso in cui l'indice di redditività sarà **uguale** ad uno, comporterà ad un valore attuale netto nullo e sarà quindi indifferente investire nel progetto o nel mercato.

Nel caso di indice di redditività **inferiore** ad uno, conseguirà un valore attuale netto negativo.

### TIR: TASSO INTERNO DI RENDIMENTO

*Figura 5: Tasso interno di rendimento*

$$VAN = -C_0 + \sum_{t=1}^N \frac{FCN_t}{(1 + TIR)^t} = 0$$

Il tasso interno di rendimento è quel tasso che annulla il VAN, sicché, per calcolarlo, basterà porre il VAN uguale a zero e mettere l'incognita al posto del tasso. Nel caso di valutazione di convenienza di un progetto rispetto al mercato, si andrà ad accettare l'investimento con il tasso interno di rendimento maggiore al costo medio ponderato del capitale ( $TIR > WACC$ ).

Nel caso invece di confronto tra due investimenti si accetterà quello con tasso interno di rendimento maggiore.

Il TIR possiede però alcuni svantaggi rispetto al VAN, infatti non considera la dimensione del progetto, pertanto un progetto di piccole dimensioni con un TIR elevato potrebbe avere un VAN inferiore ad un progetto di grandi dimensioni con un TIR invece più limitato. A tal proposito, nel caso di scelta tra due investimenti alternativi conviene indubbiamente utilizzare il metodo del VAN appunto per il fatto che il TIR può portare a problemi di scala.

#### **TRC: TASSO DI RENDIMENTO CONTABILE**

Il tasso di rendimento contabile è un semplice modello di valutazione degli investimenti, utilizzato per determinare il tasso di rendimento percentuale annuo di un progetto non troppo complesso. La formula è data dal rapporto tra il reddito netto medio atteso e il capitale investito medio, perciò utilizza dati meramente contabili.

*Figura 6: Rendimento medio contabile*

$$TRC = \frac{\text{REDDITO NETTO MEDIO}}{\text{CAPITALE INVESTITO MEDIO}}$$

Un importante limite del TRC è la mancata considerazione del valore del denaro nel tempo (il valore del denaro guadagnato oggi è diverso da uno stesso importo guadagnato domani). Inoltre, il TRC non distingue tra investimenti che producono flussi di cassa diversi per tutta la durata del progetto, in quanto nella formula, non sono presenti flussi di cassa.

#### **PAYBACK PERIOD o PERIODO DI PAREGGIO**

Il *payback period* è un metodo di valutazione degli investimenti che non dice se il progetto va a generare o distruggere valore, bensì indica il tempo necessario per recuperare il capitale impiegato. In altre parole, calcola quanto tempo occorre attendere affinché i

flussi di cassa futuri coprano l'investimento iniziale. Pertanto, si va ad optare per il progetto con *payback period* inferiore. Tale metodo di valutazione rappresenta alcuni limiti, infatti non considera il valore del tempo e nemmeno i flussi di cassa oltre il periodo in esame, non c'è neppure una regola ben precisa per definire gli standard di calcolo per il tempo di recupero. Tuttavia viene utilizzato spesso nella prassi, grazie alla sua semplicità di calcolo, per valutare preventivamente ed avere un'idea dello sforzo necessario da impiegare sul progetto in questione.

#### 1.4 IL RENDICONTO FINANZIARIO E I FLUSSI FINANZIARI

Il rendiconto finanziario è uno dei documenti che compone il bilancio d'esercizio, è entrato in vigore a partire dal 1° gennaio 2016, in seguito alla pubblicazione del D. lgs 139/2015, emanato il 18 agosto 2015. Tale decreto ha aggiunto il rendiconto finanziario tra i documenti che compongono il bilancio, modificando così l'ex articolo 2423.

L'art. 2425-ter c.c. definisce il rendiconto finanziario come, documento dal quale *"...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, ed i flussi finanziari dell'esercizio derivanti dall'attività operativa, da quella di investimento, da quella finanziaria, ivi compresi, con autonoma indicazione, le operazioni con i soci"*.

In prima ipotesi, vediamo quindi che a differenza dello stato patrimoniale e del conto economico, la logica finanziaria utilizza i flussi monetari, piuttosto che i costi o i ricavi. Tuttavia, sebbene appaia molto diverso da quello predisposto per lo stato patrimoniale e per il conto economico, lo schema del rendiconto finanziario è semplicemente la rappresentazione del progetto aziendale sotto un punto di vista diverso (appunto quello finanziario). Il rendiconto segue il **principio di cassa**, anziché quello di competenza, andando così a verificare l'equilibrio finanziario dell'impresa. Nello specifico, esso rileva le risorse che sono state reperite nel corso dell'esercizio, ossia le fonti, ma anche quali siano stati gli utilizzi di tali risorse, ovvero gli impieghi.

L'articolo del codice civile precedentemente citato, che disciplina il rendiconto finanziario, non impone uno schema specifico per la sua redazione, ma si limita a precisare quali siano gli elementi che debbano essere raccolti.

Pertanto, l'obiettivo del documento di bilancio in questione è quello di far conoscere all'azienda la propria posizione finanziaria netta, in questo modo si possono recepire dati alquanto preziosi, riguardanti la capacità dell'impresa ad adempiere delle proprie obbligazioni. Le principali informazioni che si riscontrano nel rendiconto finanziario le si possono riassumere in quattro categorie:

- Consistenza delle disponibilità liquide (all'inizio e alla fine dell'esercizio);
- Risultati parziali dei flussi finanziari per ogni area operativa;
- Flussi finanziari dell'operatività con i soci;
- Differenza fra i flussi dell'esercizio osservato in precedenti esercizi.

Questi dati non sono immediatamente ricavabili dagli schemi dello stato patrimoniale e del conto economico, in quanto fondamentali per i destinatari del bilancio d'esercizio (particolarmente per i soci, i creditori e le banche). Il che diviene il motivo fondamentale per il quale sia essenziale la redazione di questo documento.

Le imprese che, ad oggi, sono obbligate alla redazione del rendiconto sono coloro per le quali viene richiesta la redazione del bilancio in forma ordinaria. Pertanto, sono tenute a redigerlo, le imprese che, per due esercizi consecutivi, superano almeno due dei seguenti parametri:

- 50 dipendenti;
- Totale dei ricavi superiore a € 8.800.000;
- Totale dell'attivo superiore a € 4.400.000.

Contestualmente, sono escluse dalla redazione del rendiconto finanziario le imprese che redigono il bilancio in forma abbreviata e le "microimprese".

Oltre al codice civile il rendiconto finanziario è stabilito anche nei principi contabili OIC 10 e IAS 7, i quali richiedono che debba essere articolato in tre precise aree di attività, facilmente deducibili anche dall'articolo sopracitato. In questo modo, il rendiconto offre una chiara descrizione della dinamica finanziaria aziendale evidenziando i relativi flussi di cassa. In riferimento alle attività, i principi contabili OIC 10 e IAS 7 distinguono:

- **L'attività operativa o reddituale** (*Operating Activities*), la quale comprende le operazioni connesse alla gestione caratteristica. Infatti rileva da un lato, le entrate derivati dagli incassi di prodotti o servizi, dai rimborsi, dalle imposte ecc. Dall'altro mostra le uscite derivanti dai pagamenti di fornitori relative all'acquisto di materie

prime, merci e servizi, nonché il pagamento dei collaboratori, enti previdenziali ed imposte.

- **L'attività di investimento** (*Investing Activities*), la quale comprende le operazioni di acquisto e vendita di immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie, evidenziando le entrate relative ai disinvestimenti di attività immobiliari e le uscite relative, invece, agli investimenti effettuati.
- **L'attività di finanziamento** (*Financing Activities*), la quale comprende operazioni di ottenimento e restituzione di disponibilità liquide, individuando le entrate relative ai finanziamenti, ai versamenti dei soci e le uscite relative ai rimborsi di finanziamenti vari, restituzione ai soci e distribuzione di dividendi.

Non essendoci una struttura specifica da seguire, la rappresentazione dei flussi è in forma libera. Generalmente si fa riferimento ai principi contabili nazionali ed internazionali appena visti, che si occupano di tale documento, i quali propongono due metodi preferibili: il metodo diretto e il metodo indiretto.

Con il **metodo diretto**, si va ad analizzare le movimentazioni di liquidità per ogni operazione, considerando tutte quelle poste che influiscono sul risultato economico. Si va invece a scartare quelle voci che non hanno rilevanza finanziaria, nonostante abbiano avuto impatto sul reddito (come accantonamenti o ammortamenti), e quelli relative alle altre aree di attività.

Con il **metodo indiretto** si procede invece a ritroso, andando ad eseguire una serie di rettifiche degli schemi di bilancio. Si parte quindi dal reddito netto, rettificandolo in aumento o in diminuzione, in modo da andare ad escludere le componenti reddituali che non hanno avuto rilevanza finanziaria e quelle relative alle altre aree di attività.

Il principio contabile internazionale *IAS 7 - Statement of Cash Flow*, consiglia l'utilizzo del metodo diretto, in quanto evidenzia più chiaramente l'origine delle variazioni di denaro, attraverso l'analisi delle movimentazioni di liquidità per ogni operazione, risultando così più preciso. Tuttavia, nella prassi, viene utilizzato maggiormente il metodo indiretto, in quanto risulta più pratico e veloce.

In linea generale, la differenza tra i due metodi sta sostanzialmente nella determinazione della gestione reddituale, mentre il flusso finanziario dell'attività di investimento e di finanziamento sono determinati nella medesima maniera.

Un tipo di rendicontazione pratico e facilmente apprendibile, nel quale vengono ben distinte le tre aree di attività, è il rendiconto finanziario predisposto da “*L'analisi economico-finanziaria di bilancio*” del professor Sostero. Nell'attività operativa, emergono le due aree gestionali, caratteristica ed extra caratteristica, dalle quali si può distinguere il flusso del capitale circolante netto della gestione caratteristica (CCNC) e la variazione del capitale circolante netto operativo (CCNO).

A questo punto troviamo il primo flusso, il **flusso monetario della gestione caratteristica (FCFC)**, dato dalla differenza tra quello del CCN caratteristico e il CCN operativo, concludendo così l'attività operativa caratteristica.

Tale valore rappresenta la capacità dell'impresa di produrre flussi monetari in relazione allo svolgimento dell'attività operativa. Se si aggiungono i proventi accessori-patrimoniali netti, quelli finanziari netti e si tolgono gli oneri finanziari, le imposte, l'utilizzo del TFR e dei fondi rischi, si ottiene il secondo flusso del rendiconto: il **flusso monetario dell'attività operativa (FCFO)**. Come vedremo nei capitoli successivi, il calcolo di quest'ultimo flusso diviene essenziale qualora si voglia eseguire una valutazione d'azienda.

Terminata l'attività operativa, si passa poi a quella di investimento, nella quale viene determinato il terzo flusso del rendiconto: il **flusso monetario dell'attività di investimento**. Tale valore è dato dalla sommatoria tra la variazione dell'immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie correnti ed immobilizzate, ovvero i flussi derivanti dall'acquisizione o l'alienazione delle stesse. L'ultima attività presente è quella di finanziamento, nella quale si determina il **flusso monetario dell'attività di finanziamento (FCFE)**, ultimo flusso del rendiconto. Esso è dato dalla variazione del capitale proprio e di terzi, corrispondente a fonti e fabbisogni provenienti dalle coperture finanziarie per far fronte ai fabbisogni di liquidità.

Alla base dello schema si trova la variazione delle liquidità, corrispondente alla variazione delle disponibilità liquide, data dalla sommatoria tra i flussi derivanti dalle tre attività.

Per facilitare la comprensione di quanto detto, ho inserito di seguito lo schema appena spiegato.

Figura 7: Rendiconto finanziario analitico

A) Attività OPERATIVA	Area CARATTERISTICA	Ricavi +/- Variazione rimanenze di prodotti - Costi caratteristici (esclusi Ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti) <i>1. Flusso di Capitale circolante netto gestione caratteristica</i>
		+ variazione Crediti operativi + variazione Rimanenze - variazione Debiti operativi <i>2. Variazione Capitale circolante netto operativo</i>
		<b>Flusso monetario gestione caratteristica (1 - 2)</b>
	Area EXTRA-CARATTERISTICA	+ Proventi accessori-patrimoniali netti
		+ Proventi finanziari netti
		- Oneri finanziari
		- Imposte pagate
		- Utilizzo TFR e fondi per rischi e oneri
		<b>Flusso monetario Attività Operativa (gestione reddituale)</b>
	B) Attività di INVESTIMENTO	Variatione Immobilizzazioni materiali (acquisti e vendite) Variatione Immobilizzazioni immateriali (acquisti e vendite) Variatione Attività finanziarie immobilizzate e correnti (acquisti e vendite)
<b>Flusso monetario Attività di Investimento</b>		
C) Attività di FINANZIAMENTO		Variatione Capitale proprio (dividendi e variazioni monetarie del capitale sociale) Variatione Capitale di terzi finanziario (Variazioni dei Debiti finanziari correnti e consolidati)
	<b>Flusso monetario Attività di Finanziamento</b>	
	<b>Variatione della Liquidità (cassa e c/c attivo) A +/- B +/- C</b>	

Fonte: Sostero U. - Ferrarese P. - Mancin M. - Marcon C. (2021), *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, quarta edizione, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano - p. 107

Quest'ultima rappresentazione di rendiconto finanziario, la si può schematizzare e trarne un piano finanziario sintetico, che vada a delineare solo i principali flussi fondamentali per la valutazione aziendale. I flussi di cassa a cui mi riferisco sono:

- Il *Cash Flow From Operations* (FCFO), il flusso di cassa derivante dalla gestione operativa;
- Il *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), il flusso di cassa disponibile per gli azionisti.

Lo schema di seguito presentato è quello che utilizzerò nel caso pratico a fine elaborato.

Figura 8: Rendiconto finanziario sintetico

	Anno n	Anno n+1	Anno n+2	Anno n+3	Anno n+4
PFN					
CCNO					
<b>RENDICONTO FINANZIARIO PROSPETTICO</b>					
+ EBITDA	- €	- €	- €	- €	- €
- Var CCNO	- €	- €	- €	- €	- €
- CAPEX	- €	- €	- €	- €	- €
- IMPOSTE (sull'Ebit)	- €	- €	- €	- €	- €
<b>FCFO</b>	<b>- €</b>				
+ Var. PFN	- €	- €	- €	- €	- €
- Oneri Finanziari	- €	- €	- €	- €	- €
+ Scudo fiscale	- €	- €	- €	- €	- €
- Dividendi	- €	- €	- €	- €	- €
<b>FCFE</b>	<b>- €</b>				

In conclusione, come già ribadito, non essendoci uno schema preciso che debba essere utilizzato, il rendiconto finanziario può essere redatto secondo un qualsivoglia schema riassuntivo. Pertanto, essendo in forma libera non ne esiste uno giusto od uno sbagliato, la condizione necessaria è che vengano sintetizzati i movimenti dinamici di flusso.

## 1.5 LA CONFIGURAZIONE DEL CAPITALE E DELLE SINERGIE

Prima di procedere allo sviluppo del paragrafo, è opportuno definire il concetto di capitale. In economia aziendale, il capitale può essere definito come la ricchezza a disposizione dell'azienda in un determinato momento. A tal proposito però, non è presente alcun articolo del codice civile che possa esserci d'aiuto per capire meglio cosa sia nello specifico il capitale. Tuttavia, si può far riferimento al concetto di azienda, che invece, è definita dall'art. 2555 c.c., il quale enuncia che per azienda si intende "(...) *il complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*". Pertanto, se si vuole dare una definizione più precisa di capitale, esso rappresenta il complesso dei beni materiali ed immateriali organizzati dall'imprenditore per lo svolgimento dell'attività produttiva e delle obbligazioni che l'impresa vanta verso terzi. Inoltre, è necessario precisare, che il capitale rappresenta una quantità astratta, in quanto può assumere diversi valori in base alla possibilità di utilizzo di esso.

Fatta questa premessa si può passare alle diverse configurazioni del capitale aziendale.

- **Capitale di funzionamento:** chiamato anche capitale netto di bilancio o capitale netto di gestione, è sostanzialmente la differenza tra attività e passività. Il capitale di funzionamento è risultante dal bilancio d'esercizio, necessario per definire il reddito operativo; esso prende tale nome poiché si tratta del capitale riferito all'azienda in funzionamento.

Punti di forza: risulta facilmente determinabile e non necessita di stime o valutazioni di periti.

Punti di debolezza: non tiene in considerazione di elementi fondamentali, come l'avviamento originario o nemmeno di come l'impresa sia organizzata.

- **Capitale di liquidazione:** viene calcolato nel caso in cui la l'azienda si trovi nella sua fase finale e quindi, non abbia più motivo di esistere per svariati motivi, come ad esempio nel caso in cui la gestione non venga più svolta in maniera conveniente oppure quando non sia più in grado di far fronte alle proprie obbligazioni. La stima del capitale di liquidazione è volta a prevedere gli eventuali incassi ottenibili dal realizzo dell'attività, valutate mediante il criterio del presunto valore di realizzo, e i pagamenti dovuti per l'estinzione delle passività, valutate secondo il criterio del presunto valore di estinzione.

Punti di forza: la valutazione viene eseguita sugli effettivi asset presenti in azienda, ipotizzando il realizzo per lo stralcio delle attività e l'estinzione delle passività.

Punti di debolezza: non può essere utilizzato come capitale di riferimento in quanto, alcuni elementi del patrimonio non fanno parte del capitale di liquidazione, come ad esempio le spese di impianto o avviamento, poiché non più in grado di dare la loro utilità all'impresa e non possono essere realizzati.

- **Capitale economico:** chiamato anche equity value, rappresenta il valore stimato dell'azienda qualora avvenisse il suo trasferimento. La valutazione del capitale economico viene posta in atto soltanto in occasioni di operazioni straordinarie (che affronteremo al capitolo successivo), con l'obiettivo di continuare l'attività economica presso una diversa proprietà. Il capitale economico rappresenta un valore stimato da un valutatore aziendale in logica *stand alone* o *as is*, ovvero basandosi sulle sue attuali condizioni di gestione senza considerare altri effetti.

Punti di forza: rappresenta un valore univoco determinato in funzione di prospettive future reddituali ed alternative di investimento a pari rischio; rappresenta l'effettivo valore dell'impresa.

Punti di debolezza: spesso la stima dell'equity value risulta essere troppo onerosa se calcolata in seguito ad ogni chiusura di bilancio (motivo per il quale viene calcolato principalmente nel caso di operazioni straordinarie)

Riprendendo l'analisi del capitale economico, come anticipato, esso viene calcolato in logica *stand alone*, perciò nel breve termine. Tuttavia, un'ulteriore configurazione del valore aziendale è data però, non solo dall'impresa *as is*, ma anche dal loro valore potenziale, il quale è ottenuto tenendo in considerazione anche delle possibili capacità reddituali acquisibili dall'impresa nel medio-lungo termine. Ci si riferisce a quel valore attribuito dei potenziali acquirenti dell'azienda target, derivante dai flussi di cassa differenziali determinati dalle sinergie ottenibili in seguito all'operazione straordinaria, come quella dell'acquisizione.

$$W_{acq} = W_{sa} + W_d$$

Nella formula, troviamo  $W_{acq}$ , che rappresenta il prezzo massimo che l'acquirente è disposto a pagare,  $W_{sa}$  che rappresenta il valore della *stand alone* e quindi il valore minimo che il venditore è disposto a ricevere ed infine,  $W_d$ , che rappresenta il valore sinergico dovute alle sinergie destinate ad emergere in seguito all'operazione. Quest'ultime possono essere classificate in base alla loro natura ma anche in base all'effetto che provocano.

In base alla natura, distinguiamo le sinergie:

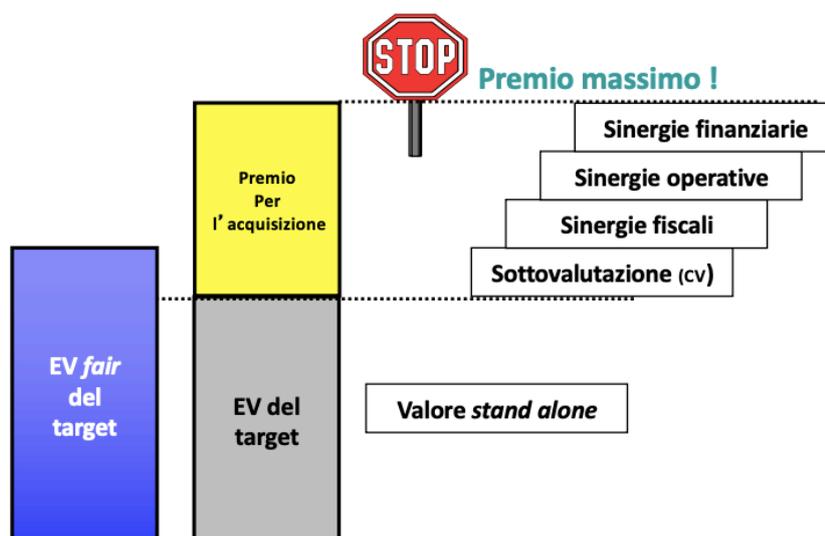
- **Generiche**: sinergie che si sviluppano indipendentemente dal settore di appartenenza o dalle parti coinvolte, come ad esempio l'unificazione del Consiglio di Amministrazione in seguito all'acquisizione.
- **Endemiche**: sinergie che dipendono dal settore di appartenenza dell'impresa, come ad esempio quando, nel caso di un'acquisizione, viene completamente smantellato un reparto della nuova impresa (quella acquisita), poiché già presente nell'impresa acquirente.

- **Specifiche:** sinergie che sono dipendenti dalle specifiche parti e quindi legate alle peculiarità del caso. Ad esempio l'impresa *alfa*, che ha la possibilità di acquisire sia *beta* che *gamma*, in quanto perfettamente comparabili, preferisce *beta* poiché è più vicina ai mercati e ai fornitori principali rispetto a *gamma* e quindi avrebbe un maggior risparmio in termini di costi.

In base all'effetto prodotto sul valore, distinguiamo le sinergie:

- **Di mercato:** sinergie grazie alle quali si può espandere il proprio business entrando in nuovi mercati, oppure incrementando la propria quota di mercato, andando magari a neutralizzare un concorrente.
- **Operative:** sinergie che si sviluppano grazie alla condivisione di risorse produttive consentendo così il risparmio di costi e permettendo lo sviluppo di economie di scala, scopo o apprendimento.
- **Finanziarie:** sinergie dovute ad un miglioramento del rapporto di indebitamento che consegue una riduzione del costo del capitale e un miglior potere contrattuale con gli intermediari finanziari.
- **Fiscali:** sinergie principalmente riguardanti i gruppi societari costituiti da imprese con sedi in diversi Paesi. In questo caso, sarà possibile godere di agevolazioni fiscali decentralizzando il risultato economico verso imprese con sedi in Paesi con regimi fiscali migliori.

Figura 9: Configurazione del valore sinergico



L'immagine rappresenta la scomposizione del valore di acquisizione, nella quale si può facilmente notare come le sinergie facciano aumentare notevolmente tale valore.

La **parte grigia** rappresenta l'equity value dell'azienda target, ovvero il valore *stand alone*, il quale è un valore oggettivo, in quanto, sia che l'azienda cambi proprietà o che continui ad operare nello stesso modo, esso rimane invariato.

La **parte gialla** rappresenta il valore sinergico, un valore soggettivo poiché deriva dagli interventi sinergici che verranno effettuati, i quali dipendono dalle caratteristiche dell'acquirente. Se il prezzo di acquisizione sarà stabilito all'interno di quest'area, sia il compratore che il venditore faranno un investimento con valore attuale netto positivo, poiché il venditore riceverà un prezzo superiore rispetto alla *stand alone* e il compratore pagherà un prezzo inferiore al premio massimo.

Per quanto riguarda la **parte blu**, questa è maggiore rispetto a quella grigia in quanto la differenza è data dalle migliorie gestionali in seguito al cambio della proprietà. Ad esempio, l'azienda viene gestita meglio, perciò andrà a migliorare i propri flussi di cassa, poiché va a risparmiare costi o attivo circolante.

## 1.6 IL COSTO DEL CAPITALE

### 1.6.1 STRUTTURA FINANZIARIA CON MODIGLIANI E MILLER

Un quesito che spesso un direttore finanziario si pone, sta nel capire se ci sia o meno un giusto rapporto fra debito e capitale proprio e quindi, se ci sia, un rapporto di indebitamento ottimale. La risposta a questa domanda, non è affatto semplice, o meglio, non ce n'è una standard, in quanto la risposta sta alla base delle scelte di composizione della struttura finanziaria. Posto che esista un rapporto ottimale fra debito ed equity e quindi una struttura finanziaria ottimale, essa dovrebbe essere individuata attraverso la massimizzazione del valore aziendale, con una conseguente minimizzazione del costo del capitale, andando così a ridurre il rischio.

Innanzitutto, prima di procedere, è doveroso distinguere il **debito** dal **capitale proprio**, in quanto si differenziano per alcune caratteristiche fondamentali ed opposte tra loro:

- Per quanto riguarda la remunerazione, il debito ne ha una periodica, stabilita in sede contrattuale, che non dipende dai risultati, perciò si può dire che, sostanzialmente, non c'è rischio operativo; d'altra parte la remunerazione dell'equity, non è contrattualmente definita, ma avviene attraverso l'eventuale distribuzione di dividendi o *capital gain*<sup>7</sup>, oltre a ciò è subordinata alle performance aziendali, pertanto, in questo caso, è presente un rischio operativo;
- Per quanto riguarda il rimborso, il debito ha il diritto di rimborso del capitale a scadenza, la quale è limitata, mentre l'equity non ha tale diritto;
- Per quanto riguarda la subordinazione rispetto ai creditori, il debito, in caso di scenari negativi, ha un diritto di prelazione nel rimborso del credito rispetto all'azienda, mentre, per quanto riguarda l'equity, il rimborso del capitale, avviene in via subordinata rispetto ai creditori.

Spesso i direttori finanziari tendono a definire le proprie scelte su logiche troppo strategiche ed incentrate principalmente al breve termine, ricercando condizioni apparentemente migliori nella ricerca di capitale. Questo comportamento potrebbe risultare eccessivamente opportunistico, infatti se si opta ad un indebitamento senza troppe accuratezze, si rischia di trarre conclusioni errate. Ad esempio, potrebbe scegliere di indebitarsi eccessivamente a breve termine (avendo un vantaggio di costo per la minor durata del debito), potrebbe accettare delle piccole riduzioni del tasso di interesse prestando però ingenti garanzie reali, oppure potrebbe preferire rigorosamente il debito all'equity, per effetto di un complessivo minor costo, in quanto il costo del debito è inferiore del costo del capitale proprio (questo comporterebbe però ad un eccessivo indebitamento, spesso deleterio per l'impresa).

Tuttavia, sebbene l'equity sembrerebbe essere la scelta meno conveniente, poiché più rischiosa, la sua remunerazione però, è spesso molto più elevata rispetto al debito. A tal proposito, la scelta di preferire uno rispetto all'altro risulta ancora molto difficile.

La nozione di politica finanziaria diviene essenziale per l'effettuazione di scelte in tema di struttura finanziaria.

---

<sup>7</sup> Da non confondere con il dividendo, il *capital gain* è il guadagno in conto capitale dato dalla differenza tra il prezzo di vendita di uno strumento finanziario e il suo prezzo di acquisto. Esso rappresenta quindi la plusvalenza, rendimento separato dall'eventuale percezione dei frutti periodici percepiti, dati dai dividendi.

"La politica finanziaria aziendale è un insieme di principi, linee-guida e stili di gestione finanziaria che l'azienda si propone di seguire nella raccolta del capitale e nella distribuzione del valore tra le varie classi di finanziatori" (Dallocchio e Salvi, 2021).

È proprio in questi casi che, per definire una struttura finanziaria adeguata, divengono utili tali politiche, le quali sono, per natura imprecise, in quanto non esiste un metodo standard per definirle. Esse dovrebbero sostenere in maniera appropriata l'obiettivo e le strategie aziendali, ispirandosi a delle linee-guida che ci aiutano a definire il giusto rapporto di indebitamento, ma d'altra parte devono essere in grado di adeguarsi ai cambiamenti. Tra i fattori principali che possono influenzare le scelte di struttura finanziaria possiamo riscontrare:

- Il **ciclo di vita dell'azienda**, infatti una start-up ad esempio, necessita più capitale proprio, avrà un CAPEX<sup>8</sup> maggiore degli ammortamenti per finanziare la crescita, avrà inoltre maggiori costi del *financial distress* rispetto ad un'azienda matura che invece, avrà un CAPEX simile agli ammortamenti, un CCN stabile e bassi costi del dissesto.
- Il **settore di appartenenza**, infatti nei settori che prevale la stabilità dei flussi di cassa sarà più frequente il ricorso al debito rispetto ai settori con flussi di cassa più volatili;
- Il **grado di rating**, il quale è valutato da un'agenzia di *rating*, il cui giudizio non è vincolante, ma influenza molto le decisioni, in quanto il grado di rischio è un'importante informazione. Ad esempio, un'impresa con un elevato grado *rating* (il che è positivo), può tradursi in benefici diretti per gli azionisti grazie alle condizioni di raccolta di capitali più favorevoli.

In tema di scelte di composizione della struttura finanziaria, è inevitabile analizzare il **teorema di Modigliani-Miller**, il quale deriva dal nome dei fondatori, i due economisti Franco Modigliani e Merton Miller. Tale teorema, la cui prima elaborazione risale al 1958, rappresenta la base della teoria classica della struttura del capitale. Nella sua forma più semplice di elaborazione il teorema enuncia che, in presenza di determinate ipotesi, la composizione della struttura finanziaria non impatta sul valore dell'impresa. Le *assumption* del teorema di Modigliani-Miller sono:

---

<sup>8</sup> Il Capital Expenditure è il flusso di cassa che un'impresa utilizza per l'acquisto, il mantenimento e l'implementazione delle proprie immobilizzazioni

- Assenza di tassazione e costi di fallimento (costi del *financial distress*);
- Le imprese e gli investitori possono indebitarsi allo stesso tasso;
- I mercati finanziari sono perfetti, dove le aziende possono finanziarsi solo con debito o capitale proprio.

Pertanto, in presenza di queste semplificazioni è del tutto indifferente se l'impresa si finanzia attraverso l'emissione di azioni o tramite l'indebitamento. Il teorema di Modigliani-Miller è rappresentato da due proposizioni:

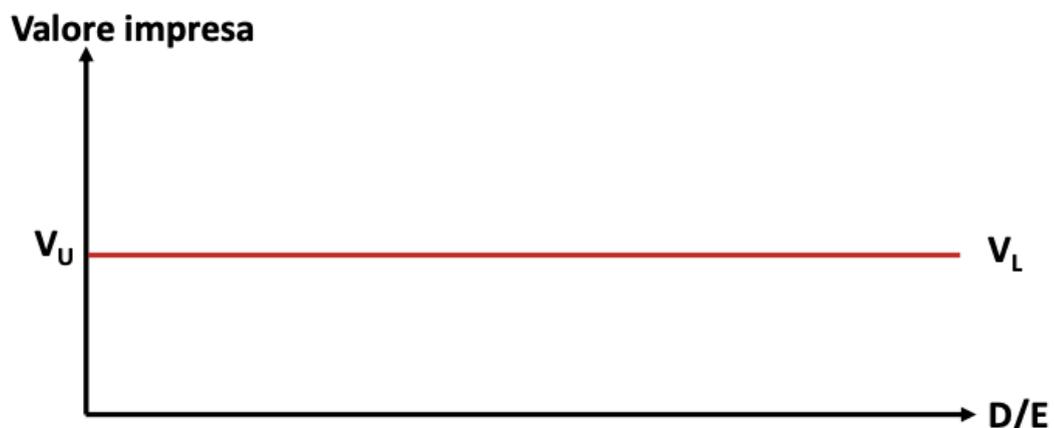
- **I° proposizione di M&M:** il valore dell'azienda indebitata (*levered*) è uguale al valore dell'azienda prima di debito (*unlevered*). La prima proposizione di M&M riguarda quindi il valore aziendale, il quale è indipendente dal rapporto di indebitamento, perciò il valore di ogni attività finanziaria o reale non cambia, qualunque sia il modo in cui questa venga finanziata. A tal proposito, lo stesso Miller afferma che "*è la dimensione della pizza che conta, non il numero delle fette in cui essa è tagliata*".

Figura 10: I° proposizione M&M

$$V_L = V_U$$

E graficamente:

Figura 11: grafico - I° proposizione M&M



- **II° proposizione di M&M:** il costo del capitale azionario aumenta all'aumentare del livello di indebitamento. La seconda proposizione di M&M, riguarda invece il

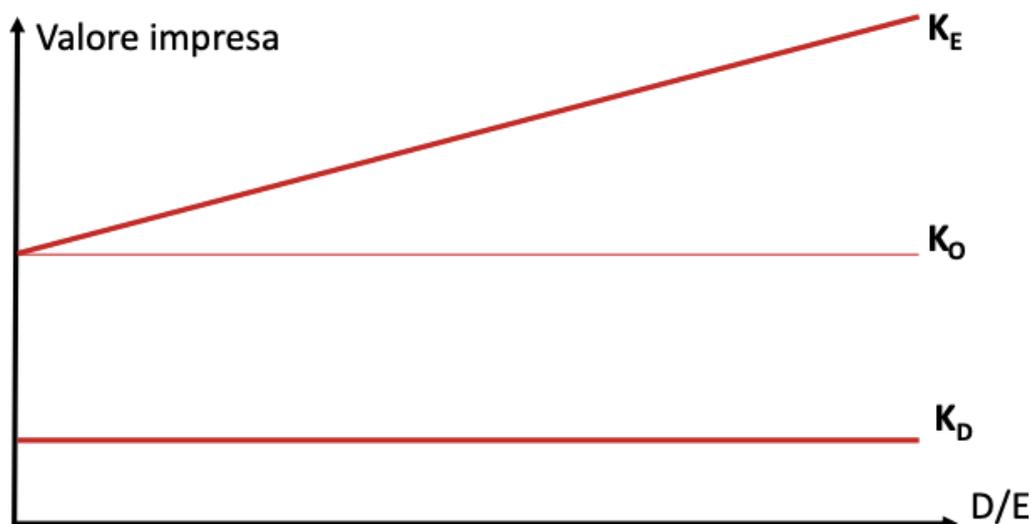
costo dell'equity, essa afferma che, quest'ultimo è una funzione lineare del rapporto d'indebitamento dell'impresa, dove, una maggiore leva finanziaria, implica un maggior costo dell'equity, dovuto al fatto del maggior rischio a carico degli azionisti. Il costo dell'equity ( $K_E$ ) dipende dal rischio operativo ( $K_O$ ) e da rischio finanziario ( $K_D$ ). Viene rappresentato attraverso la seguente funzione:

Figura 12: II° proposizione M&M

$$K_E = K_O + (K_O - K_D) * \frac{D}{E}$$

Anch'essa può essere rappresentata graficamente, dove all'incremento del rapporto di indebitamento, ovvero della leva finanziaria, la posizione finanziaria degli azionisti diviene più rischiosa, i quali si fanno carico di un maggior rischio (sia finanziario che operativo), di conseguenza, pretenderanno una remunerazione più elevata per compensare il maggiore rischio.

Figura 13: grafico - I° proposizione M&M



Entrambe le proposizioni sono valide, a condizioni che vengano rispettate le *assumption* precedentemente elencate. Tuttavia, è inevitabile che nei mercati reali queste condizioni non siano generalmente verificate, da questo si capisce l'importanza del teorema, ovvero che **la struttura finanziaria del capitale acquisisce rilevanza poiché una delle condizioni elencate viene violata**. Pertanto, si può capire facilmente quali siano i fattori che possono impattare sulla struttura del capitale.

Vediamo ora come si modificherebbe il modello in presenza di imposizione fiscale, perciò eliminando una delle ipotesi formulata da Modigliani e Miller.

Nella prima proposizione, il valore dell'impresa indebitata sarà maggiore dell'impresa priva di debito, per effetto del beneficio derivante della deduzione degli oneri finanziari, il cosiddetto scudo fiscale del debito. Gli oneri fiscalmente deducibili possono essere dedotti dall'IRES nel limite del 30% del EBITDA, in questo caso l'impresa avrà un risparmio dell'imposizione fiscale (motivo per il quale l'impresa *levered* avrà un valore maggiore dell'impresa *unlevered*).

Figura 14: I° proposizione M&M con tassazione

$$V_L = V_U + T_C * D$$

Nella seconda proposizione, con l'introduzione della tassazione, il costo dell'equity sarà inferiore rispetto a prima, grazie al risparmio fiscale. In questo caso, gli azionisti vorranno aumentare notevolmente il debito per ridurre la pressione fiscale.

Figura 15: II° proposizione M&M con tassazione

$$K_E = K_O + (K_O - K_D) * (1 - T_C) * \frac{D}{E}$$

In ultima, togliendo oltre all'ipotesi dell'assenza di tassazione, anche l'ipotesi dell'assenza di costi di fallimento, l'azienda deve tenere in considerazione anche dei costi del *financial distress*, che aumentano all'aumentare della probabilità di fallimento. Tali costi possono essere:

- **Diretti** (pesano circa il 3-4% del valore dell'attività totali): emergono quando l'impresa incorre in procedure concorsuali o ristrutturazioni aziendali, i quali fanno sorgere costi legali o amministrativi riguardante la specifica procedura;
- **Indiretti** (pesano circa il 10% del valore dell'attività totali): sono dovuti alle conseguenze di un elevato livello di indebitamento che compromette il rapporto con i principali portatori di interessi. Tali costi comportano conseguenze drastiche all'impresa, come ad esempio la riduzione dei ricavi, la perdita di concessione di

finanziamenti o di fornitori strategici, ma anche perdita di amministratori o dipendenti qualificati.

Tuttavia, con l'introduzione dei costi del *financial distress*, le formule non cambiano, ma gli azionisti saranno disposti ad accettare un rendimento minore, riducendo così il rischio, che ora, dipende anche dai creditori, optando così per un debito più contenuto.

### 1.6.2 IL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE

Il costo medio ponderato del capitale, o più comunemente chiamato WACC, che sta per *Weighted Average Cost of Capital*, è dato dalla seguente formula:

Figura 16: costo medio ponderato del capitale

$$WACC = r_E \frac{E}{E + D} + r_D (1 - t_c) \frac{D}{E + D}$$

Pertanto, il WACC è la somma algebrica di:

- **Costo dell'equity** ( $K_e$ ), il quale, abbiamo visto precedentemente attraverso il modello di M&M con imposte, che dipende dal rischio operativo ( $K_o$ ), da quello finanziario ( $K_d$ ) e da rapporto di indebitamento ( $\frac{D}{E}$ ). Dal tale formula, si deriva che, nel caso di impresa *unlevered*, il costo dell'equity equivale al rischio operativo ( $K_e = K_o$ ). Il costo dell'equity però, può essere calcolato anche con la logica del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), il quale dipende dal tasso privo di rischio (*risk free*), dal coefficiente *beta* e dal premio per il rischio (dato sottraendo il rischio sistematico di mercato e il tasso privo di rischio). La formula del CAPM è la seguente:

Figura 17: costo dell'equity secondo il CAPM

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

- **Costo del debito** ( $K_d$ ), il quale è dato a sua volta dalla somma tra:

- *Reference Rate*, ovvero il tasso di riferimento, che può essere l'Euribor (*Euro Inter-Bank Offered Rate*) oppure IRS (*Interest Rate Swap*). L'Euribor è un tasso interbancario variabile, dato dalla media ponderata dei tassi che le principali banche attuano nella concessione dei prestiti. Mentre l'IRS il tasso interbancario fisso, dato dalla media ponderata dei tassi di interesse che le principali banche operanti nell'Unione Europea stipulano contratti swap a copertura del rischio di interesse.
- *Credit Spread*, un valore calcolato in funzione di tre variabili: la durata del debito, la *probability of default* (PoD), ossia la probabilità che nell'arco dell'anno il beneficiario di risorse finanziarie non sia più in grado di far fronte ai propri obblighi assunti, solitamente stimata dall'agenzia di rating (che tengono conto sia del rischio operativo sia di quello finanziario) ed infine il *recovery rate*, ovvero il tasso di recupero di un'esposizione creditizia qualora il debitore risulti insolvente.

Un altro modo per calcolare il costo del debito, qualora non si avessero informazioni dettagliate dell'impresa in esame, è il rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari. Tale indicatore, rappresenta un KPI finanziario molto utilizzato nella prassi, grazie alla sua semplicità nel recepire le poste necessaria, in quanto gli oneri finanziari sono contenuti nel conto economico, mentre i debiti finanziari (passività finanziarie correnti + passività finanziarie non correnti) sono contenuti all'interno dello stato patrimoniale del bilancio.

*Figura 18: costo del debito semplificato*

$$K_d = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Debiti finanziari}}$$

## 1.7 LE FASI DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE

La valutazione aziendale, è frutto di uno svolgimento completo di un processo valutativo svolto da un esperto in materia finanziaria, con l'obiettivo ultimo di redigere una relazione di valutazione contenente un parere valutativo. L'incarico di valutazione si tratta di un

lavoro particolarmente delicato che richiede un'adeguata esperienza valutativa da parte del soggetto incaricato.

Il processo di valutazione si articola in cinque fasi:

- Comprensione della motivazione;
- Formazione della base informativa;
- Selezione ed applicazione della metodologia più appropriata;
- Considerazione dei principali fattori di rischio;
- Costruzione e stesura della relazione sulla valutazione contenente la sintesi valutativa.

## **MOTIVAZIONE**

Ogni valutazione aziendale deve essere basata su una valida motivazione, la quale può essere ricondotta a tre casi: ad un'operazione straordinaria sul capitale, alla determinazione di una strategia o ad una stima di una performance periodica.

Nel primo caso il processo valutativo è volto a stimare il valore di cambio, stabilendo la quantità di eventuali azioni o quote da trasferire, oppure a determinare il prezzo di emissione, nel caso in cui vengono emesse nuove azioni.

Nel secondo caso si vuole valutare la convenienza di un investimento potenzialmente strategico, andando a valutare l'impresa target con lo scopo di comprendere se questa possa o meno creare valore.

Nel terzo caso si vuole ricavare degli indicatori di performance per valutare l'eventuale formazione di nuova ricchezza.

## **BASE INFORMATIVA**

Una volta compreso il motivo per il quale si debba valutare un'azienda, l'esperto dovrà predisporre tutta una serie di informazioni e documentazione di cui ha fatto uso ed evidenziare eventuali limitazioni rilevate. Pertanto, il soggetto incaricato dovrà garantire una base informativa solida, obiettiva e completa, svolgendo un'analisi della stessa con opportuno scetticismo professionale<sup>9</sup>, con lo scopo di predisporre un giudizio adeguatamente informato.

---

<sup>9</sup> Predisporre l'analisi con necessario spirito critico, interrogandosi su efficienza, appropriatezza ed attendibilità degli elementi acquisiti

In questa fase potrebbe essere richiesto l'utilizzo di altri specialisti esterni per l'aiuto nello svolgimento delle analisi. L'esperto dovrà procedere con scetticismo professionale con il fine di confermare, che a sua conoscenza, non vi sia motivo di dubitare sull'attendibilità della base informativa utilizzata e che non vi siano altri fattori contestuali tali per cui si possa ritenere inattendibili i metodi utilizzati e i risultati ottenuti. L'informativa raccolta dall'esperto rappresenta una fase cruciale della valutazione, in quanto la qualità e la correttezza delle informazioni fanno dipendere l'attendibilità della stima.

Le informazioni raccolte potranno essere sia interne che esterne. Per quanto riguarda quelle interne, rintracciabili all'interno dell'azienda, possono derivare dalla storia aziendale, ottenute attraverso indagini, ispezioni od interviste, oppure possono derivare da documenti contabili, che rappresentano la maggior parte dei dati quantitativi ricavati dall'impresa. Per quanto riguarda le informazioni esterne, esse si concentrano sul settore e sull'ambiente in cui l'azienda opera, oppure su indagini statistiche effettuate da enti pubblici o privati, tra le quali possiamo trovare informazioni sulle situazioni di mercato, sull'andamento e previsioni delle variabili macroeconomiche, oppure sulle aspettative degli analisti in merito alla crescita del settore.

### **SCELTA DEL METODO DI STIMA**

Una volta predisposta ed analizzata tutta l'informativa per il lavoro di valutazione, l'esperto dovrà selezionare la metodologia di stima più appropriata, fase nella quale non mi dilungo molto, in quanto oggetto dei capitoli successivi. In linea generale, possiamo distinguere quattro approcci valutativi:

- Approccio basato su grandezze stock, dove avremo il metodo patrimoniale, metodologia usata per società con alto grado di patrimonializzazione;
- Approccio basato su grandezze di flussi di risultato, dove distinguiamo i metodi reddituali dei metodi finanziari;
- Approccio basato su metodi misti, nel quale viene utilizzato un mix tra reddituale e patrimoniale;
- Approccio comparativo, il quale è basato sulla comparazione dei multipli di mercato.

Una volta stabilito il metodo con cui procedere l'esperto dovrà spiegare le ragioni per le quali ha utilizzato tale metodologia.

## **CONSIDERAZIONE DEI FATTORI DI RISCHIO**

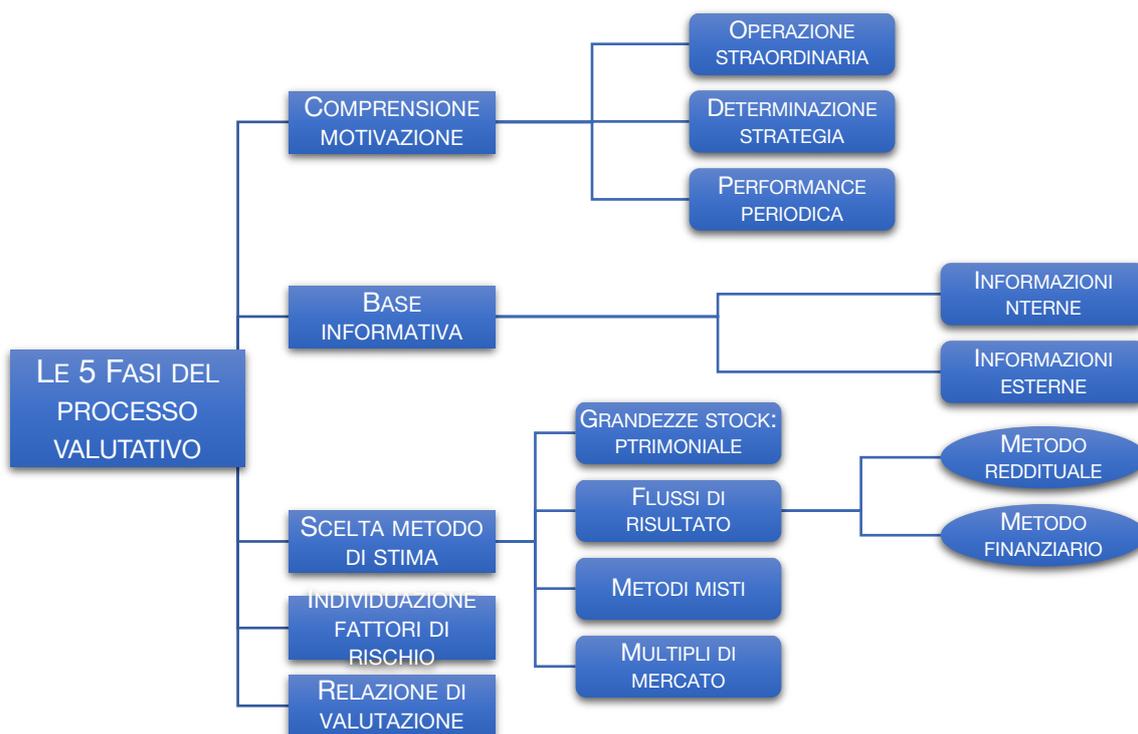
Fase nella quale l'esperto dovrà determinare i principali fattori di rischio, il che è fondamentale per la formazione di un corretto e ponderato giudizio di valore. Dovrà individuare tra gli elementi caratteristici dell'attività e delle passività oggetto della valutazione, i rischi più rilevanti riscontrati principalmente nell'analisi dell'informativa. Il soggetto incaricato dovrà poi inserire all'interno della relazione di valutazione i rischi riscontrati, i limiti oggettivi del processo di valutazione e come ha gestito eventuali difficoltà. Ad esempio, limitazioni nel recepire informazioni, mancanza di documenti di pianificazione aziendale, rischi riscontrati non efficacemente gestiti ecc.

## **RELAZIONE SULLA VALUTAZIONE**

Fase conclusiva del processo valutativo, nella quale, il soggetto incaricato, dovrà esprimere un giudizio di stima del valore dell'azienda. Nella relazione sulla valutazione dovranno essere contenute le seguenti informazioni:

- Informazioni sull'incarico accettato dal soggetto incaricato;
- Motivazione della valutazione aziendale;
- Azienda oggetto dell'incarico, indicando il settore di appartenenza e l'ambito operativo;
- Fonti della base informativa utilizzata ed analizzata;
- Indicazione della scelta del metodo (o dei metodi) utilizzato, adeguatamente giustificata e motivata;
- Eventuali fattori soggettivi utilizzati dall'esperto, come ad esempio stime, ipotesi o semplificazioni non precedentemente dichiarate.

Figura 19: fasi del processo di valutazione



## 1.8 ESG: QUANTO PESA LA SOSTENIBILITÀ NELLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE?

La sostenibilità rappresenta, da decenni, un tema fondamentale da tenere in considerazione nella vita di tutti i giorni e chiaramente anche all'interno delle aziende. Per rendere concreto questo termine si fa spesso riferimento ai tre pilastri fondamentali della sostenibilità, i cosiddetti parametri *ESG* (*Environmental, Social and Governance*). Quando si parla di questi principi ci si riferisce a delle linee guida che privilegiano un investimento o un finanziamento ponendo particolare attenzione su temi etici, sociali ed ambientali. Ma vediamo nello specifico a cosa si riferiscono.

La lettera E fa riferimento ad **Environmental**, perciò tutto ciò che riguarda gli aspetti ambientali, in particolare la riduzione delle emissioni dannose per l'ambiente oppure la capacità dell'impresa di ridurre l'utilizzo di alcuni materiali o risorse, trovando soluzioni più *environment friendly*, utilizzando risorse rinnovabili.

La lettera S pone l'attenzione sul **Social**, ovvero vengono presi in considerazione aspetti in termini sociali. In questo caso troviamo l'attenzione per la forza lavoro all'interno dell'impresa, creando ambienti sicuri, mantenendo la diversità di genere e uguali

opportunità di carriera per tutti, la responsabilità per l'impresa di creare un prodotto di qualità e offrire servizi che integrano la salute del cliente, la privacy e la sicurezza.

Infine la lettera G, fa riferimento alla **Governance**, o meglio alla *corporate governance* e quindi ad esempio nel predisporre un eguale trattamento per azionisti ed eventuale adozione di strumenti contro le offerte pubbliche. In questo caso, si richiama alla *Corporate Social Responsibility (CSR)*, la quale riflette la capacità per l'impresa ad implementare dinamiche economiche, finanziarie, sociali ed ambientali nella gestione quotidiana dell'impresa stessa.

La sostenibilità è, ormai da parecchi anni, una delle attitudini più rilevanti anche nei mercati finanziari, sia dal lato dei manager aziendali, i quali puntano ad adeguarsi sempre di più ad una produzione sostenibile, sia dal lato degli investitori, i quali desiderano investimenti sempre più responsabili e sostenibili.

Questo deriva dalla crescita della *Global Reporting Initiative (GRI)*, dei *Global Compact* delle Nazioni Unite e dei *Principles for Responsible Investment (PRI)*.

La *Global Reporting Initiative (GRI)* è un'organizzazione internazionale indipendente, attiva dal 1997, il cui obiettivo è quello di aiutare le imprese e i governi di tutto il mondo a comprendere il loro impatto in merito ai temi di sostenibilità più importanti, come cambiamento climatico, il benessere sociale e i diritti umani.

Il *Global Compact* è un accordo internazionale delle Nazioni Unite volto ad incoraggiare le imprese a livello internazionale a creare un quadro economico, sociale ed ambientale, rispettando i principi ESG. Il *Global Compact* richiede alle organizzazioni aderenti di partecipare attivamente al sostenimento e la condivisione dei principi fondamentali di sostenibilità, rendendo pubblici i risultati delle azioni intraprese.

Infine, per quanto riguarda i *Principles for Responsible Investment (PRI)*, si fa riferimento ad una rete internazionale di istituzioni finanziarie lanciata nel 2006 dalle Nazioni Unite, la cui adesione comporta il rispetto e l'applicazione principalmente di sei principi:

- Incorporare nell'analisi finanziaria dell'impresa i principi ESG nei processi di decisione riguardante gli investimenti;
- Pretendere che vengano rendicontati i parametri di sostenibilità da parte delle imprese oggetto dell'investimento;
- Promuovere il miglioramento dei principi ESG nell'industria finanziaria;

- Essere soggetti attivi incorporando i parametri ESG nelle pratiche di azionariato e nelle politiche aziendali;
- Contribuire al miglioramento nell'applicazione dei principi ESG;
- Eseguire report periodici di rendicontazione sulle attività ed i progressi eseguiti nelle applicazioni dei principi sostenibili.

In aggiunta alle organizzazioni precedentemente elencate, è necessario introdurre la direttiva sulla sostenibilità *CSRD - Corporate Sustainability Reporting Directive*, introdotta e approvata in via definitiva dal Parlamento Europeo il 10 novembre 2022. Questa normativa prevede l'obbligo per le imprese di redigere una rendicontazione di sostenibilità, con l'obiettivo di essere più trasparenti possibili agli occhi degli investitori, comprese le banche. La rendicontazione deve essere redatta secondo il processo di doppia materialità, in virtù della quale, le imprese devono fornire informazioni secondo un duplice approccio:

- Approccio *inside-out*, relativo agli impatti dell'organizzazione sulle persone e sull'ambiente;
- Approccio *outside-in*, relativo agli impatti finanziari che le questioni di sostenibilità incidono sull'organizzazione.

Il Parlamento Europeo ha redatto un calendario di entrata in vigore dei nuovi obblighi. Già dal 1° gennaio di quest'anno (2024), saranno obbligate a redigere la rendicontazione le grandi imprese di interesse pubblico con più di 500 dipendenti. A seguire le successive estensioni degli obblighi:

- 1° gennaio 2025: obbligo esteso a tutte le grandi imprese, nello specifico quelle che superino due dei seguenti parametri: € 20 mln di attivo patrimoniale, € 40 mln di ricavi netti e 250 dipendenti medi annui;
- 1° gennaio 2026: obbligo esteso anche alle PMI quotate (escluse le micro imprese);
- 1° gennaio 2028: obbligo esteso anche alle imprese non-UE (con un fatturato netto annuo in UE superiore a € 150 mln) che abbia una società controllata in UE che si qualifichi come grande impresa o PMI quotata e/o abbia una filiale UE (con un fatturato netto superiore a € 40 mln nell'esercizio precedente);

Come si può notare, il numero delle aziende coinvolte è elevato, tra le quali si possono aggiungere anche le PMI non quotate, le quali su base volontaria, hanno la facoltà di rendicontare le attività svolte in tema di sostenibilità.

Gli investitori fanno sempre più attenzione a questi temi principalmente per ragioni etiche ed economiche. Quanto alle motivazioni etiche, l'investitore non vuole che i propri risparmi vengono utilizzati per finanziare attività che abbiano un impatto ambientale e sociale negativo. Quanto alle motivazioni economiche, l'investitore ritiene che con un'adeguata combinazione di aspetti ambientali, sociali ed etici da parte delle imprese, questo possa contribuire alla creazione del valore, vale a dire che si può ridurre l'esposizione a rischi accrescendo così le opportunità di guadagno. Pertanto, questo ci porta a stabilire che, **stando attenti alla sostenibilità, il valore dell'azienda può aumentare notevolmente**, in quanto l'investitore si fida dell'impresa su cui investe, perciò la vede come un'opportunità fruttifera.

Le aziende, si sono trovate nella condizione di doversi adattare ai parametri di sostenibilità, poiché spinte, non solo da pressioni derivanti dal sistema normativo e politico, ma anche da altre pressioni convergenti, derivanti dai soggetti coinvolti nell'azienda. Tra i quali troviamo sicuramente i mercati, in quanto, per lo scambio di strumenti finanziari o per richiedere finanziamenti, richiedono parametri sostenibili per entrarvi. Troviamo poi le pressioni derivanti dai clienti, i quali esigono prodotti sempre di più *green* e sostenibili dove, se l'azienda non si adegua, rischia di perderli, ma d'altra parte, se si deve offrire un prodotto sostenibile, sarà necessario che anche i fornitori lo siano, perciò anch'essi dovranno adeguarsi alla sostenibilità. In ultimo ci sono poi i dipendenti e i collaboratori, i quali pretendono condizioni di vita migliori all'interno dell'azienda come il, cosiddetto, *welfare* aziendale. Tali pressioni convergenti possono essere schematizzate attraverso il seguente schema:

Figura 20: pressioni convergenti

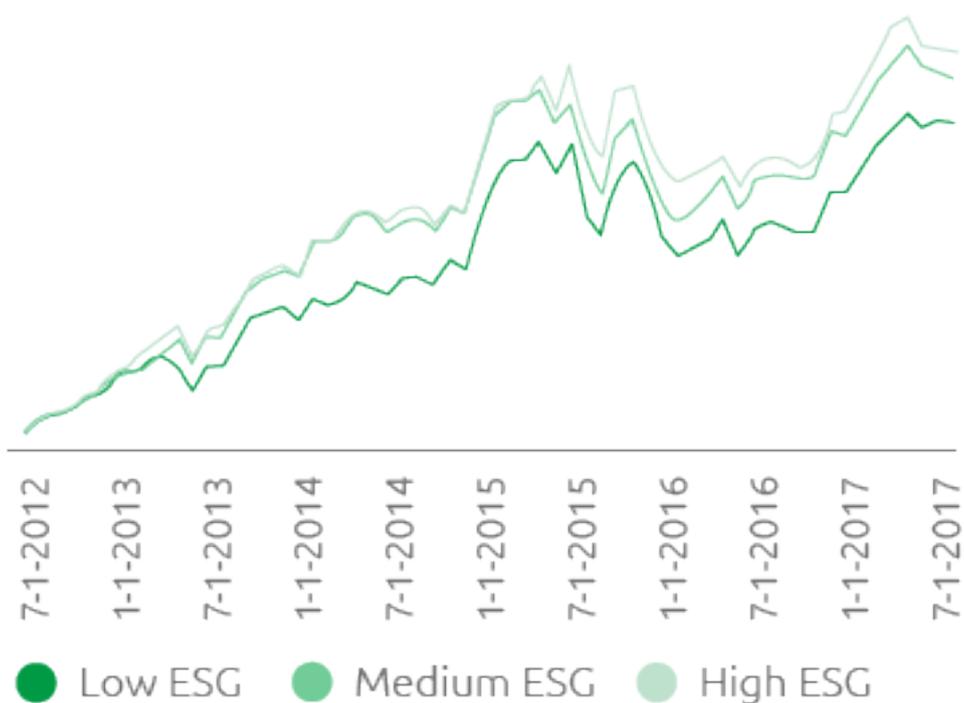


Per standardizzare il tutto, alle aziende, viene corrisposto un rating ESG, un valore che misura la solidità dell'impresa dal punto di vista ambientale, sociale e di governance. Esso viene calcolato sulla base di diversi fattori tra cui l'impatto che l'azienda ha sull'ambiente, la trasparenza delle informazioni dell'azienda, i diritti umani, l'inclusione, la struttura di governance, la conformità alle norme ambientali e via dicendo. Il rating ESG è direttamente proporzionale al valore aziendale e alla sua reputazione, perciò all'aumentare di questo parametro, aumenterà di conseguenza anche il valore dell'azienda e la reputazione agli occhi di terzi.

Per concretizzare quanto detto finora, volevo porre in esame due studi che certificano la relazione positiva tra sostenibilità e valore dell'azienda/performance.

Lo studio "**Relazione tra rating ESG e performance di mercato**", promosso dal **Politecnico di Milano**, ha rivelato come i titoli azionari con una performance ESG elevata e, quindi con rating ESG più elevato, siano caratterizzati da un rendimento migliore rispetto a quelli con una performance più bassa. In questo studio, i titoli ritenuti "più sostenibili" hanno ottenuto una crescita, nel periodo 2012-2017, pari all'86%, rispetto ad un 70,9% dei titoli ritenuti "meno sostenibili".

Figura 21: Relazione tra rating ESG e performance di mercato



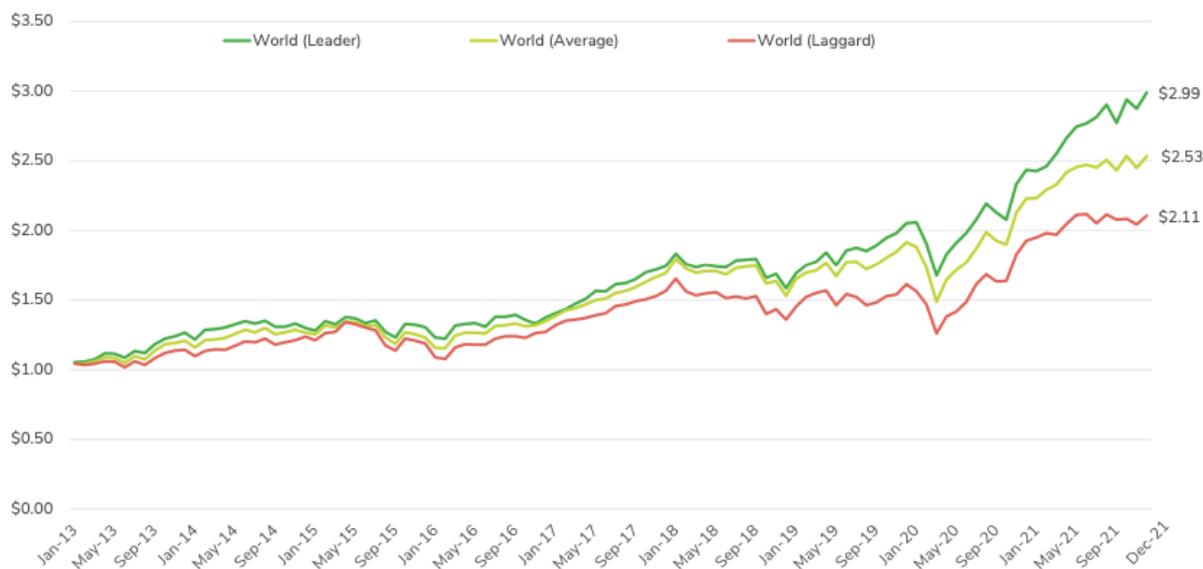
Fonte: La relazione fra rating ESG e performance di mercato: uno studio sui titoli dell'indice Stoxx Europe 600  
Rendimento cumulato in termini percentuali dei titoli dell'indice Stoxx Europe 600, in funzione del rating ESG, 2012-2017

Un altro studio, condotto da KROLL, impresa leader nella consulenza finanziaria e valutazioni aziendali, analizza la correlazione tra i rating ESG delle imprese e i relativi rendimenti azionari. Il nuovo report “**ESG and global investor returns**”, pubblicato dall’azienda nel settembre 2023, evidenzia l’importanza degli aspetti sostenibili per gli investitori, dimostrando di essere un elemento determinante per la creazione di valore degli asset dell’impresa e per il miglioramento delle performance aziendali.

Anche in questo studio, i risultati dimostrano che le aziende con rating ESG più elevati registrano migliori rendimenti degli investimenti, sia a livello globale sia a livello europeo. In **ottica globale**, le aziende che presentano rating ESG migliori hanno riscontrato rendimenti azionari medi annui del 12,9%, rispetto all’8,6% delle imprese con rating più bassi. Ciò rappresenta un premio di circa il 50% in termini di performance. In **ottica europea** invece, le aziende con rating maggiori, comportano rendimenti azionari medi annui intorno al 10%, contro il 7% per quelle con i rating peggiori. Quasi un terzo delle aziende europee si posizionano tra i leader nei rating ESG a livello globale e solo il 7% presenta rating ESG bassi.

Dallo studio effettuando l'azienda dimostra che, nel periodo 2013-2021, le società con un rating ESG alto (*leader*) hanno ottenuto un rendimento totale cumulativo significativamente più elevato rispetto alle società con un rating più basso (*laggard*), come illustra nell'immagine seguente.

Figura 22: Global Performance of ESG Ratings Portfolios: Cumulative Return in 2013-2021 Horizon



Fonte: article - "ESG and Global Investor Returns Study" - 2023, p.43

A tal proposito, è chiaro come gli investitori istituzionali e il settore finanziario siano sempre più interessati alle performance di sostenibilità aziendale. Proseguendo in questa direzione, negli anni successivi le aziende che non considereranno adeguatamente gli aspetti ambientali, sociali e di governance, probabilmente, potrebbero essere escluse dalla selezione del portafoglio degli investitori. Pertanto, per tutelare gli interessi di un'azienda sui mercati finanziari, è necessario includere nelle strategie e nei piani aziendali questi importanti parametri, con l'obiettivo di accrescere il valore del capitale economico e la reputazione dell'azienda stessa.



## CAPITOLO 2 – OPERAZIONI STRAORDINARIE

### 2.1 INTRODUZIONE

Il quesito che sorge spontaneo nell'introduzione di questo capitolo è il seguente: cosa si intende per operazioni straordinarie di impresa?

In linea generale, non esiste una definizione precisa derivante dalla dottrina giuridica, infatti chi affronta questo tema nel diritto societario si trova spesso disorientato, poiché costretto a confrontarsi con un quadro spesso turbolento.

A tal proposito, viene in aiuto la dottrina aziendalistica, la quale ha coniato l'espressione "operazioni straordinarie" inserendola all'interno del Dizionario di economia e finanza della Treccani. Quest'ultime vengono definite come *“operazioni realizzate al di fuori della gestione ordinaria delle società per diverse ragioni, come la modifica della struttura o della forma giuridica dell'impresa, il trasferimento della titolarità dell'azienda o del controllo dell'impresa, ovvero la liquidazione dell'azienda per procedere alla chiusura”*. Viene precisato inoltre che, *“le operazioni straordinarie sono realizzate quando si rende necessario adattare la forma giuridica dell'impresa alle mutate condizioni di mercato o di ambiente socioeconomico o legislativo; in vista di cambiamenti dei rapporti di forza tra soci, oppure di strategia verso nuove alleanze; oppure qualora emerga la necessità di adeguamento tecnologico delle forme di organizzazione dell'attività produttiva”*<sup>10</sup>.

In altri termini, possiamo definire le operazioni straordinarie come atti, o complessi di atti, realizzati dalle società commerciali, non attinenti alla gestione ordinaria dell'azienda, dirette a riconfigurare la struttura organizzativa, adeguandola alle esigenze dell'impresa. Da ciò, si possono delineare quattro caratteristiche appartenenti alle operazioni straordinarie:

- Non ordinarie, da questo ne deriva il nome;
- Complesse, in quanto comportano a conseguenze sia economiche, sia giuridiche, ma anche patrimoniali;
- Irripetibili, in quanto comportano la discontinuità aziendale (ad eccezione di un'unica operazione chiamata affitto d'azienda che affronteremo in seguito);

---

<sup>10</sup> Dizionario di Economia e Finanza - 2012

- Impatto rilevante, in quanto rappresentano un cambiamento radicale per la governance;
- Giuridicamente disciplinati, ogni singola operazione straordinaria è inserita all'interno dell'ordinamento giuridico per quanto riguarda il profilo della procedura.

Le operazioni in questione possono essere distinte in quattro tipologie:

- **Operazioni di istituzione dell'impresa**, fase nella quale sorge l'azienda, è una fase particolarmente delicata in quanto se non adeguatamente gestita e seguita, può causare il rapido declino di una start-up. Si pensi che, da un'indagine di CB Insights relativa al 2020, è stato riscontrato un tasso di fallimento per le start-up innovative compreso tra il 75 e il 90%. L'istituzione di un'impresa richiede una vasta serie di decisioni, tra le quali possiamo riscontrare la scelta della forma giuridica e dell'assetto proprietario, la raccolta di capitale, o ancora lo svolgimento degli adempimenti legali e fiscali per la costituzione. I requisiti per l'istituzione di un'impresa sono i seguenti:
  - Mercato, perciò andare a definire un "luogo" di riferimento sul quale andare a concretizzare gli affari aperti (anche se potenziale);
  - Soggetto giuridico, il quale può essere uno o più persone che saranno i titolari della società;
  - Risorse, che rappresentano la disponibilità di ricchezza iniziale per svolgere la futura attività economica.
- **Operazioni di trasferimento**, le quali vengono attuate nel caso di riorganizzazione o ristrutturazione aziendale. In questa categoria distinguiamo ulteriormente cinque tipi di operazioni di trasformazione: [fusione](#), [conferimento d'azienda](#), [cessione](#), [affitto d'azienda](#) e [scissione](#). Tali operazioni, saranno oggetto dei capitoli successivi.
- **Operazioni di trasformazione del complesso aziendale**, la quale non comporta alcuna negoziazione tra le parti e nemmeno un trasferimento di beni, consiste principalmente nel cambiamento della forma giuridica per l'esercizio dell'attività d'impresa.

- **Operazioni di liquidazione**, la quale è la fase finale della vita dell'azienda, dove vengono verificate le cause di scioglimento, di cui all'art. 2484 c.c. Nella fase di liquidazione l'impresa non è più volta al proseguimento delle sue finalità istituzionali, ma alla trasformazione del suo patrimonio in forma liquida, predisponendo il bilancio di liquidazione (stabilito dall'OIC 5), con l'obiettivo di estinguere le obbligazioni sociali e restituire il capitale sociale. Pertanto, la finalità di quest'operazione è ben diversa dalle altre, in quanto non si guarda al principio di continuità aziendale, bensì a quello di cassa.

## 2.2 LA FUSIONE

La **fusione** è l'operazione straordinaria più frequente nella prassi in quanto, rappresenta la forma tipica di concentrazione aziendale. Ampiamente utilizzata nella riorganizzazione delle società e nello sviluppo dimensionale delle stesse, la fusione consiste in un'aggregazione di due o più società e, in base ad alcuni criteri di classificazione, può prendere i diversi nomi. Può essere classificata:

- In base alla **forma**, distinguiamo la **fusione per unione** dalla fusione per aggregazione (art. 2501 c.c.). La prima è conosciuta anche come fusione propria, mediante la quale due o più entità - denominate società fuse, le quali cessano di esistere - si fondono, dando vita ad una *newco* - denominata società risultante dalla fusione. La seconda invece, è chiamata anche **incorporazione o acquisizione**, mediante la quale una società ne acquisisce una o più d'una. In questo caso le società preesistenti prendono il nome di società fuse o incorporate, le quali si estinguono, con il conseguente trasferimento del loro patrimonio a favore della società risultante dall'incorporazione o società incorporante. In caso di presenza di partecipazioni, avverrà la conversione delle partecipazioni dei soci delle società incorporate in partecipazioni dello stesso valore nella società incorporante.
- In base all'**indipendenza**, ovvero la precedente esistenza di rapporti di partecipazione tra le due società, distinguiamo fusione tra società indipendenti dalla fusione tra società partecipate. Nel caso sussistano delle partecipazioni, si

può distinguere ulteriormente in base alla partecipazione detenuta, perciò distinguiamo la fusione parziale, nel caso di partecipazione non totalitaria (inferiore al 100%) o la fusione totalitaria, nel caso di partecipazione totalitaria (100%);

- In base al **verso di fusione**, distinguiamo la fusione diretta, nella quale la partecipante incorpora una partecipata, dalla fusione inversa, nella quale, la partecipata incorpora la partecipante;
- In base alla **forma societaria**, distinguiamo la fusione omogenea, la quale coinvolgerà società dello stesso tipo (ad esempio, le società che si fondono sono tutte S.r.l), dalla fusione eterogenea, la quale avviene tra società di tipo differente, non presentando omogeneità causale.

Una volta terminata questa premessa e spiegato le varie tipologie di fusione che possono accadere nella prassi aziendale, si può procedere con l'analisi delle finalità per le quali viene compiuta la fusione.

Le principali motivazioni in questione possono essere legate a due macrocategorie: acquisizione di una società indipendente oppure ristrutturazione e riorganizzazione di un gruppo societario.

Tra le motivazioni che spingono l'acquisizione di una società indipendente, troviamo sicuramente l'incremento di nuove competenze (il *know-how* produttivo ed organizzativo nelle aziende è fondamentale!), ma anche la volontà di acquisire nuove quote di mercato o incrementare la propria capacità produttiva, ad esempio acquisendo un competitor (in questo caso, un ulteriore beneficio è quello della riduzione della concorrenza). Fondersi con una società già avviata potrebbe portare alla combinazione di risorse complementari, essenziali per crescere rapidamente, entrando in nuovi mercati più ampi, abbattendo così le eventuali barriere all'ingresso. L'acquisizione potrebbe essere anche vista come opportunità di investimento nel caso in cui l'azienda abbia, ad esempio, liquidità o fonti in eccesso. I principali benefici che si traggono da queste operazioni sono sicuramente le economie di scala, riducendo i costi variabili unitari, aumentando le quantità prodotte e diluendo i costi fissi su un maggior volume, ma anche economie di scopo, apprendimento ed integrazione verticale, riducendo i costi ed aumentando l'efficienza.

D'altra parte, la fusione può risultare utile nel caso di ristrutturazione aziendale o riorganizzazione di un gruppo societario, qualora le prospettive di performance siano calate notevolmente oppure per combattere eventuali situazioni di dissesto economico della società coinvolte. L'obiettivo in questo caso, è quello di creare una struttura più snella, riducendo i costi fissi legati alla governance, dando una seconda chance ridefinendo l'assetto organizzativo dell'azienda o del gruppo.

In entrambi i casi di fusione l'obiettivo è sempre lo stesso, ovvero la creazione del valore.

### 2.2.1 RAPPORTO DI CAMBIO

In linea generale, nelle operazioni di fusione, sia per unione sia per incorporazione, avviene la riorganizzazione del patrimonio, il quale viene confluito e traslato sostanzialmente in un'unica struttura organizzativa, che prosegue l'attività delle società preesistenti, le quali si estinguono. Da tale estinzione, la posizione dei soci non viene intaccata in seguito alla fusione, ricevendo così le quote di capitale della società risultante in cambio delle quote precedentemente possedute. Il rapporto di cambio, o rapporto di concambio, è quello strumento utile affinché possa avvenire la suddetta conversione, assicurando il mantenimento della loro qualità di soci.

Il rapporto sopracitato viene calcolato ogni volta che ci si trova di fronte ad un'operazione del genere e viene definito nel progetto di fusione redatto congiuntamente dagli amministratori delle società coinvolte.

Per quanto riguarda la fusione per incorporazione, generalmente, l'assegnazione delle nuove azioni avviene mediante un aumento di capitale. In tal caso, per calcolare il rapporto di cambio, diviene essenziale in primis, stimare il valore economico delle due imprese in questione. Pertanto, la determinazione del concambio avviene attraverso il rapporto tra il capitale economico dell'incorporata ( $W_B$ ) e quello dell'incorporante ( $W_A$ ) sommato al rapporto tra il numero di azioni in circolazione dell'incorporante ( $N_A$ ) e il numero di azioni circolazione dell'incorporata ( $N_B$ ).

*Figura 23: prima formula per calcolo RC*

$$RC_1 = \frac{W_B}{W_A} + \frac{N_A}{N_B}$$

Un'altra forma utile per calcolare il rapporto di cambio, è data riportando il valore del capitale economico unitario per azione della società incorporante o risultante dalla fusione e il valore del capitale economico unitario per azioni della società incorporata o fusa. Ricordando che il valore economico unitario è dato dal rapporto tra il valore economico della società e il numero di azioni in circolazione. Per riassumere vediamo di seguito le formule citate.

Figura 24: seconda formula per calcolo RC

$$RC_2 = \frac{V_U \text{ incorporante/risultante}}{V_U \text{ incorporata/fusa}}$$

Dove:  $V_U = \frac{W}{N}$

Per comprendere il rapporto di cambio in condizioni di fusioni per incorporazione ho esemplificato il tutto, con dati puramente casuali.

Figura 25: esemplificazione RC fusione per incorporazione

	<b>Soc. A (INCORPORANTE) PRE-OPERAZIONE</b>	<b>Soc. B (INCORPORATA)</b>	<b>Soc. A (INCORPORANTE) POST-OPERAZIONE</b>
<b>ATTIVITÀ</b>	100	500	600
<b>PASSIVITÀ</b>	80	400	480
<b>CAPITALE SOCIALE</b>	20	100	30
<b>AZIONI (N)</b>	10 da (€2)	50 da (€2)	10+5 = 15 (da €2)
<b>CAPITALE ECONOMICO (W)</b>	200	100	300
<b>VALORE UNITARIO AZIONE (WU)</b>	200/10 = 20	100/50 = 2	300/15 = 20
<b>RAPPORTO DI CAMBIO (RC<sub>1</sub>)</b>		20/2 = 10	
<b>RAPPORTO DI CAMBIO (RC<sub>2</sub>)</b>	Wb/Wa * Na/Nb	100/200*10/50 = 1 a 10	

Ciò significa che per ogni 10 azioni dell'incorporata B verrà corrisposta un'azione all'incorporante A. L'aumento di capitale che dovrà fare a sarà quindi di 5 azioni (50/10) da €2 e quindi di 10€.

Il calcolo del rapporto di cambio in condizioni di fusione per unione, risulta parzialmente diverso rispetto al caso in cui ci trovassimo davanti ad una fusione per incorporazione. Al tal fine, useremo la seconda tipologia di calcolo predisposta precedentemente, in quanto sarà necessario calcolare due rapporti di cambio con il medesimo principio, tenendo però fisso il denominatore, rappresentato dal valore economico unitario dell'azione della *newco*. Perciò avremo un denominatore comune per entrambi i concambi e al numeratore, avremo i rispettivi valori economici unitari dell'azione delle due società fuse. Esemplicherò con i dati dell'esercizio precedente affinché si possa comprendere maggiormente quanto detto.

Figura 26: esemplificazione RC fusione per unione

	<b>Soc. A (FUSA)</b>	<b>Soc B. (FUSA)</b>	<b>Soc. C (NEWCo)</b>
<b>ATTIVITÀ</b>	100	500	600
<b>PASSIVITÀ</b>	80	400	480
<b>CAPITALE SOCIALE</b>	20	100	300
<b>AZIONI (N)</b>	10 da (€2)	50 da (€2)	30 da €10
<b>CAPITALE ECONOMICO (W)</b>	200	100	300
<b>VALORE UNITARIO AZIONE (Wu)</b>	$200/10 = 20$	$100/50 = 2$	$300/30 = 10$
<b>RAPPORTO DI CAMBIO (RC)</b>	$20/10 = 2$ 2 a 1	$2/10 = 0,2$ 1 a 5	

Ciò significa che per 1 azione di A verranno corrisposte 2 azioni di C e per 5 azioni di B verrà corrisposta 1 azione di C. Pertanto, rispettando tale rapporto, C acquisirà 20 azioni da A e 10 azioni da C.

Tuttavia, il rapporto di cambio stimato in via teorica, spesso si discosta da quello reale (o effettivo), in quanto può essere mutare in relazione ad alcune variabili:

- Caratteristiche proprie dei titoli scambiati, infatti non tutti i titoli garantiscono uguali diritti, come ad esempio i titoli quotati in borsa possono essere rappresentati da un premio di quotazione;
- Possibilità di eventuale conguaglio in denaro, i quali hanno lo scopo di evitare la formazione di resti e quindi si tratta di azioni residuali che non possono essere concambiate qualora non si raggiungesse il minimo previsto;
- Altri elementi extra-aziendali, come la forza contrattuale delle parti o una particolare rilevanza attribuita all'operazione dalle stesse, possono portare a stime differenti di rapporti di cambio rispetto a quelli teoricamente calcolati.

### 2.2.2 PROCEDIMENTO DI FUSIONE

La normativa civilistica disciplina un iter alquanto complesso ed articolato specificando dettagliatamente le fasi del procedimento di fusione. L'obiettivo è quello di tutelare gli interessi dei numerosi soggetti coinvolti, tra i quali troviamo i soggetti c.d. "deboli", ovvero i creditori sociali e i soci di minoranza. Infatti i creditori sociali delle società che si estinguono potrebbero vedersi compromessa la propria capacità di riscossione del credito, quando i soci di minoranza, potrebbero vedersi diluito ulteriormente il proprio peso sociale, potrebbero essere costretti a fondersi con una società economicamente più debole di quella partecipata oppure assiste all'ingresso di soci non graditi.

Per evitare questi spiacevoli conseguenze, la normativa civilistica ha tracciato un percorso che prevede una serie di tutele garantite dall'obbligo di pubblicità, perciò tutti i documenti devono essere resi pubblici, dalla disponibilità preventiva dei documenti, i quali devono essere messi a disposizione presso la sede sociale anteriormente a ciascun passaggio, ed infine la prestazione di garanzie a favore dei creditori sociali dissenzienti, infatti tra le fasi, c'è un termine entro il quale i soggetti cosiddetti "deboli" possono opporsi.

Le fasi del procedimento di fusione possono essere raggruppate in tre macro categorie:

- Redazione ed approvazione del progetto di fusione;

- Delibera di fusione;
- Atto di fusione.

Il **progetto di fusione**, di cui all'articolo 2501-*ter* del codice civile, è un atto unico e congiunto in quanto viene predisposto e redatto congiuntamente dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione. L'articolo sopracitato stabilisce un contenuto vincolato di cosa debba essere inserito all'interno del progetto di fusione:

- Tipo, denominazione o ragione sociale e sede delle società partecipanti alla fusione;
- Atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante;
- Rapporto di cambio più eventuale conguaglio in denaro, il quale non può essere superiore al 10% del valore nominale delle azioni o quote assegnate;
- Tempistiche varie, tra le quali la data di avvio dell'operazioni di fusione;
- Trattamento eventualmente riservato a categorie di soci.

Il suddetto progetto deve essere approvato dall'assemblea delle società coinvolte e depositato presso il registro delle imprese del luogo dove hanno sede le società partecipanti. Alternativamente al precedente deposito, il progetto può essere pubblicato nel sito internet della società, con modalità volte a garantire la sicurezza del sito stesso, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione.

Tra l'iscrizione del progetto presso registro delle imprese o la sua pubblicazione nel sito e la data fissata per la delibera, devono intercorrere almeno 30 giorni, ridotto a 15 giorni qualora il capitale non sia azionario, termine entro il quale i c.d. "soggetti deboli" possono opporsi, salvo che i soci rinuncino a tale termine con consenso unanime.

La **delibera di fusione** rappresenta la seconda fase del progetto in questione, la quale è rappresentata da un documento specifico redatto da ogni società disciplinato dal codice civile ai sensi degli articoli 2501-*quater*, 2501-*quinquies* e 2501-*sexies* del codice civile.

Nel documento di delibera di fusione deve essere presente la situazione patrimoniale e finanziaria preventiva della fusione, di cui all'articolo 2501-*quater* c.c., la quale ha una data diversa da quella di chiusura del bilancio di esercizio. Tale situazione può essere sostituita dall'ultimo bilancio approvato, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del giorno del deposito o della pubblicazione sul sito.

Oltre al precedente prospetto preventivo, qualora la partecipazione dell'incorporante nell'incorporata non sia totalitaria, la delibera di fusione deve contenere altri due documenti: la relazione dell'organo amministrativo e la relazione degli esperti. La relazione dell'organo amministrativo, redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* c.c., è volta a spiegare le criticità del calcolo del rapporto di cambio è il motivo per il quale la società in questione viene coinvolta nella fusione. La relazione degli esperti, redatta ai sensi dell'art. 2501-*sexies* c.c., mira invece a verificare l'attendibilità dell'informazioni fornite, principalmente del capitale economico della società. Gli esperti vengono nominati dal tribunale nel caso in cui il capitale sociale sia azionario oppure vengono nominati dalla società stessa nel caso opposto. Tuttavia, qualora ci sia il consenso unanime dei soci, è possibile rinunciare alla redazione dei documenti della delibera di fusione. Una volta approvati tali documenti, prima di passare alla fase successiva devono intercorrere 30 giorni, se il capitale non è azionario, oppure 60 giorni qualora il capitale sia azionario, per permettere ai c.d. "soggetti deboli" di opporsi.

L'ultima fase del progetto di fusione è determinata dall'**atto di fusione** di cui all'art. 2504 c.c., il quale è un atto pubblico redatto e approvato dal notaio, nel quale si esplicano gli effetti reali della fusione con passaggio di diritti ed obblighi.

### 2.2.3 RETTIFICHE DI FUSIONE

Le rettifiche di fusione sono differenze puramente contabili che servono sostanzialmente per "pareggiare i conti" e vengono determinate in base al fatto che ci sia o meno partecipazione.

Qualora la **partecipazione sia totalitaria**, in seguito all'operazione la partecipazione viene eliminata e nel patrimonio dell'incorporante si scrivono gli elementi attivi e passivi del capitale dell'incorporata. Qualora il patrimonio dell'incorporata non coincide con il valore della partecipazione, si genera una differenza da annullamento la quale può essere positivo o negativo. Avremo quindi un disavanzo di annullamento qualora il valore della partecipazione sia maggiore al patrimonio dell'incorporata, ovvero un avanzo di annullamento qualora la partecipazione sia inferiore al patrimonio dell'incorporata. In questo caso le parti eccedenti andranno a formare rispettivamente l'avviamento (attività) oppure una riserva di fusione (passività).

Qualora **non ci sia la partecipazione**, in seguito all'operazione l'incorporante deve aumentare il proprio capitale sociale e mettendo nuove azioni da destinare ai soci dell'incorporata. In questo caso le rettifiche che emergono vengono dette differenze da concambio. Avremo un avanzo da concambio qualora l'aumento del capitale sociale dell'incorporante sia inferiore rispetto al patrimonio netto dell'incorporata, ovvero un disavanzo da concambio qualora l'aumento del capitale sociale dell'incorporante sia maggiore del patrimonio netto dell'incorporata.

Qualora la **partecipazione non sia totalitaria**, l'operazione richiederà sia l'eliminazione della partecipazione dell'incorporata sia un aumento di capitale da parte dell'incorporante, a favore dei soci dell'incorporata. In questo caso si formeranno sia differenze di annullamento, raffrontando il valore della partecipazione con il patrimonio netto dell'incorporata, sia differenze da concambio raffrontando invece l'aumento del capitale sociale dell'incorporante con il patrimonio netto dell'incorporata.

#### 2.2.4 FUSIONE INVERSA

Fino ad ora abbiamo sempre parlato di fusione diretta che, nel caso di acquisizione di una partecipata, la società detentrici della partecipazione l'incorporante, nel caso di fusione inversa è la società partecipata o controllata ad incorporare la società controllante. A seguito di quest'operazione la società incorporante, ovvero la partecipata, effettuerà sostanzialmente un acquisto di azioni proprie e andrà successivamente a detenere tali azioni in portafoglio, il quale è disciplinato dagli articoli 2357 e seguenti del codice civile.

A tal proposito si distinguono due tipi di fusioni inversa, quella totalitaria e quella con concambio.

Nel caso di **fusione inversa totalitaria**, in seguito all'operazione, avverrà l'aumento del capitale sociale deliberato dall'incorporante partecipata il quale sarà pari al patrimonio incorporato. In seguito all'aumento di capitale avverrà l'annullamento delle azioni proprie per effetto dell'incorporazione delle stesse, equivalenti alla partecipazione che il incorporata deteneva nell'incorporante. In questo caso non si verifica alcun rapporto di cambio, il quale avverrà invece nell'ipotesi di **fusione inversa non totalitaria** e quindi con concambio, qualora la controllante non detenga il 100% della controllata. In questo

caso l'incorporante dovrà aumentare il proprio capitale sociale al fine di assegnare un determinato numero di azioni della società incorporante partecipata ai soci della società incorporata. Per determinare l'aumento di capitale è doveroso calcolare i capitali economici delle rispettive società e il rapporto da utilizzare è il seguente:

Figura 27: aumento di capitale fusione non totalitaria

Valore del capitale sociale di B	:	Valore economico di B	=	Aumento di capitale sociale di B	:	Valore economico di A
-------------------------------------	---	-----------------------------	---	--	---	-----------------------------

Una volta calcolato l'aumento di capitale, questo dovrà essere raffrontato con il patrimonio netto dell'incorporata dal quale emerge la differenza di fusione, nello specifico una differenza da concambio. Essendo una partecipazione non totalitaria si formeranno a sua volta anche delle differenze di annullamento, dovute al raffronto tra l'annullamento delle azioni proprie e quindi della partecipazione, con il patrimonio netto dell'incorporante.

Pertanto, nella nuova compagine sociale in seguito alla fusione inversa saranno presenti sia i soci della società incorporata sia i soci preesistenti.

## 2.3 LA SCISSIONE

La scissione aziendale è disciplinata dal codice civile, in particolare all'art. 2506 del codice civile, che la definisce come l'operazione con la quale *“una società assegna l'intero suo patrimonio a più società, preesistenti o di nuova costituzione, o parte del suo patrimonio, in tal caso anche ad una sola società, e le relative azioni o quote ai suoi soci”*.

Pertanto, l'operazione straordinaria in quesitone è l'istituto attraverso il quale il patrimonio di un'entità in disaggregato ed attribuito, anche parzialmente, ad altre società di nuova costituzione (*newco*) o preesistenti (*oldco*).

A tal proposito possiamo distinguere la **scissione totale** o propria dalla **scissione parziale** o impropria. Nella prima forma è prevista l'estinzione delle società scissa e la conseguente assegnazione del totale patrimonio a due o più società preesistenti o di nuova costituzione, le quali prendono il nome rispettivamente di beneficiarie o

scissionarie. Nella seconda forma di scissione invece, è previsto che, in seguito all'operazione, la società scissa continui ad operare (e quindi non si estingue) con il conseguente trasferimento di una quota del patrimonio ad una o più società beneficiarie o scissionarie. La particolarità di questa tipologia di scissione è che il patrimonio può essere assegnato anche ad una sola beneficiaria.

Da questa premessa potremmo distinguere due caratteristiche fondamentali della scissione: la prima è determinata dal fatto che l'operazione straordinaria in esame è riferita solo a società, mentre la seconda deriva dal fatto che il patrimonio della scissa debba esser sempre disgregato.

Oltre a scissione totale e parziale possiamo distinguere altre forme di scissione:

- **In base alla proporzionalità** delle quote di partecipazione distinguiamo:
  - La **scissione proporzionale**, nella quale le quote di partecipazione dei soci della scissa rimangono invariate anche per la beneficiaria o scissionaria. In altre parole rimane invariato il potere partecipativo, poiché a ciascun socio della società scissa vengono attribuite azioni o quote della beneficiaria in proporzione alla quota di partecipazione detenuta nella scissa;
  - La **scissione non proporzionale**, nella quale le quote di partecipazione non rimangono invariate e di conseguenza cambia il potere partecipativo. A tal proposito, può accadere il caso in cui alcuni soci della società scissa divengano soci solo di alcune società beneficiarie oppure il caso in cui la loro partecipazione nelle beneficiarie non è proporzionale a quella detenuta nella scissa;
  - **Scissione asimmetrica**, di cui all'art. 2506, secondo comma del codice civile, nella quale, in seguito al consenso unanime dei soci, si prevede che ad alcuni di essi vengono attribuite quote della scissa anziché delle beneficiarie. Risulta quindi possibile, prevedere che, con il consenso unanime dei soci, non vengano assegnate ad alcuni di essi partecipazioni di una o più società risultanti da una scissione. La principale finalità della scissione asimmetrica è rappresentata dalla suddivisione della compagine sociale in seguito ad eventuali dissidi emersi nella precedente società, che consente ai soci di proseguire il proprio percorso imprenditoriale in via distinta.

- **In base ai legami partecipativi**, distinguiamo la scissione tra società indipendenti, per le quali non sussiste nessuna partecipazione, dalla scissione tra società partecipate, le quali invece sussiste una partecipazione. Quest'ultima si suddivide a sua volta in due tipi di scissione:
  - **Scissione diretta**, per la quale la beneficiaria possiede delle partecipazioni nella scissa;
  - **Scissione inversa**, la quale è una particolare forma di scissione nella quale devono coesistere due condizioni: la società scissa detiene partecipazioni nella società beneficiaria e che la partecipazione debba essere oggetto di trasferimento.
- **Scissione negativa**, nella quale la beneficiaria riceve una quota di patrimonio netto contabile negativo, poiché le passività saranno maggiori delle attività. L'OIC 4 stabilisce che la scissione negativa sia possibile solo se sussistono due particolari condizioni: la società beneficiaria debba essere obbligatoriamente già esistente e che il valore economico del ramo aziendale scisso sia positivo.

Una volta rappresentate le tipologie di cessione, vediamo le finalità per le quali è conveniente optare per tale operazione straordinaria e i conseguenti benefici. In linea generale le motivazioni e gli obiettivi tipici dell'operazioni di scissione possono essere molteplici, tra i principali possiamo distinguere:

- Riorganizzazione dell'assetto proprietario;
- Ricambio generazionale;
- Evitare confusione patrimoniali in vista di nuove acquisizioni o cessioni;
- Maggior controllo societario con il fine di ottimizzare la gestione delle risorse;
- Necessità di rimediare ad insanabili dissidi tra soci;
- Riorganizzazione dell'attività produttiva legate al miglior conseguimento dell'oggetto, ad esempio gestendo separatamente un ramo d'azienda;
- Acquisire nuove esposizioni debitorie, evitando la concorrenza dei creditori propri di un ramo d'azienda rispetto a quelli che intratterranno rapporti commerciali con la stessa società in relazione ad una diversa attività;

- Visto dal lato della beneficiaria, la cessione può rappresentare uno strumento di crescita aziendale che, rispetto all'acquisto evita l'esborso finanziario.

### 2.3.1 PROCESSO DI SCISSIONE

Il procedimento di scissione richiama le norme riprese da quelle previste per la fusione con alcuni aspetti distintivi, il primo tra i quali è che, ai sensi dell'art. 2506.1 del codice civile, non è ammessa la scissione qualora sia già stata avviata la procedura di liquidazione, pertanto non possono scindersi le società in liquidazione che abbiano già iniziato la distribuzione dell'attivo.

Come per la fusione, troveremo tre fasi, una **preliminare** con la redazione del progetto di scissione, una **fase di approvazione** nella quale verrà presentata la situazione patrimoniale di scissione, nonché la relazione dell'organo amministrativo e la relazione degli esperti con la conseguente delibera di scissione ed infine una **fase conclusiva** volta a redigere e depositare l'atto di scissione. Anche nel caso della scissione, nell'intervallo tra una fase e l'altra, è ammesso un lasso temporale nel quale i creditori delle società partecipanti alla scissione possono opporsi all'operazione stessa. Trascorsi i 60 giorni dalla delibera, viene stipulato l'atto di scissione, il quale va depositato entro 30 giorni presso il registro delle imprese dove è posta la sede di tutte le società partecipanti alla scissione. Trascorsi i suddetti giorni l'atto acquisirà efficacia reale.

In particolare il procedimento di scissione è disciplinato dalla normativa italiana con riferimento agli articoli 2506 e seguenti del codice civile che richiamano le norme relative alla fusione, di cui agli articoli 2501 e seguenti.

Di seguito vedremo alcune differenze tra il procedimento in esame e quello relativo alla fusione. La **relazione dell'organo amministrativo**, come nel caso della fusione, deve illustrare sotto il profilo giuridico ed economico, le criticità del calcolo del rapporto di cambio delle azioni o delle quote indicandone, i criteri di determinazione, segnalando eventuali difficoltà nella valutazione dei patrimoni. La differenza in questo caso sta nelle modalità di assegnazione delle azioni o quote delle società beneficiarie ai soci della scissa. All'articolo 2506-bis del codice civile, si legge che *“dal progetto di scissione devono risultare i criteri di distribuzione delle azioni o quote delle società beneficiarie. Qualora il progetto preveda una attribuzione delle partecipazioni ai soci non*

*proporzionale alla loro quota di partecipazione originaria, il progetto medesimo deve prevedere il diritto dei soci che non approvino la scissione di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso, indicando coloro a cui carico è posto l'obbligo di acquisto.”* Pertanto, occorre espressamente prevedere che i soci dissenzienti abbiano il diritto di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo pari a quello previsto in ipotesi di recesso, indicando coloro a cui carico è posto l'obbligo di acquisto, questo nel caso in cui il criterio di assegnazione sia quello non proporzionale. Altra differenza è che deve essere indicato il valore effettivo del patrimonio netto assegnato alle beneficiarie e quello che eventualmente rimanga nella società scissa. Pertanto deve essere indicata l'esatta descrizione degli elementi patrimoniali da assegnare a ciascuna società beneficiaria e, qualora la destinazione dell'elemento facente parte dell'attivo non è desumibile dal progetto resta in capo alla scissa, salvo ovviamente il caso di scissione totale in cui viene ripartito in proporzione alla quota attribuita alle singole beneficiarie.

Il **progetto di scissione**, come d'altra parte quello di fusione, è costituito da un documento unico il quale ha la funzione principale di definire le condizioni e le caratteristiche dell'operazione, da sottoporre all'approvazione dell'assemblea dei soci della scissa e delle beneficiarie preesistenti. Il contenuto minimale del suddetto progetto in commento è dettato dall'articolo 2501-ter del codice civile, il quale include che, nel caso eventuale di conguaglio in denaro, sia consentito nei limiti del 10% del valore nominale delle azioni.

Per quanto riguarda la **relazione degli esperti**, la quale verifica l'attendibilità dell'informazioni fornite riguardo il capitale economico delle società, non vi è necessaria, ai sensi dell'art. 2506-ter, quando la scissione avviene mediante costituzione di una o più società e non siano previsti criteri di attribuzione delle azioni o delle quote diversi da quello proporzionale. Non è richiesta la relazione in questione nemmeno nell'ipotesi di scissa interamente posseduta dalla beneficiaria o posseduta per una quota non inferiore al 90%.

### 2.3.2 SESSIONE MEDIANTE SCORPORO

La Direttiva (UE) 2019/2121 ha modificato la Direttiva (UE) 2017/1132 in materia di trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere, con il fine di facilitare le disposizioni di tali operazioni, fornendo nuove possibilità di crescita economica, produttività e concorrenza effettiva con il fine di incentivare la libertà di stabilimento nel mercato unico.

Nella fattispecie del caso specifico, la Direttiva (UE) 2019/2121 ha integrato la Direttiva (UE) 2017/1132, prevedendo l'introduzione della nozione di *“scissione per scorporo”*, definita dal nuovo art.160-ter, co.1, n. 4 lett. c) della Direttiva, come operazione con la quale *“la società scissa trasferisce a uno o più società beneficiarie parte del patrimonio attivo e passivo in cambio dell'attribuzione di titoli o quote delle società beneficiarie alla società scissa”*.

A tal proposito, il D.lgs. 19/2023, ha dato attuazione alla Direttiva (UE) 2019/2121 ed ha introdotto all'interno del nostro ordinamento la scissione mediante scorporo, inserendo l'istituto nel codice civile all'art. 2506.1, il quale identifica tale operazione qualora *“una società assegna parte del suo patrimonio a una o più società di nuova costituzione e a sé stessa le relative azioni o quote a sé stessa, continuando la propria attività”*.

Da una prima lettura distinguiamo sicuramente tre caratteristiche:

- Assegnazione parziale del patrimonio della scissa a favore di una beneficiaria newco;
- Assegnazione di azioni o quote della beneficiaria direttamente alla società scissa (non ai soci di quest'ultima);
- Continuazione attività della scissa.

Con riferimento al primo elemento, comportando l'assegnazione alla beneficiaria di una sola parte del patrimonio della scissa, si desume che la medesima operazione possa essere rappresentata solo da una scissione parziale e non da una scissione totale, il che trova giustificazione dal terzo elemento, il quale prevede la necessaria continuazione dell'attività della scissa.

Il legislatore è molto generico in riferimento a quale parte di patrimonio possa venire assegnato, infatti si accenna dell'assegnazione solo di una *“parte”* del patrimonio e, in mancanza di specifiche indicazioni da parte del legislatore, non si può afferrare con immediatezza se l'oggetto dello scorporo consista necessariamente in un'azienda o un

ramo di essa, piuttosto che singoli elementi patrimoniali. Pertanto, quanto all'oggetto di assegnazione non essendoci specifiche limitazioni, si può fare riferimento alle norme previste per la scissione tradizionale di cui all'art. 2506-*bis* del codice civile, il quale stabilisce che per oggetto di assegnazione ci si possa riferire ad elementi dell'attivo come ad elementi del passivo. Non è nemmeno richiesto che i precedenti elementi debbano costituire necessariamente un'azienda, potendo essere quindi oggetto di assegnazione anche elementi patrimoniali, sia attivi che passivi, non rientranti nelle caratteristiche del ramo d'azienda (ammesso che si tratti di operazioni caratterizzate da valide ragioni economiche).

Per quanto riguarda le finalità, sotto il profilo aziendalistico, la scissione mediante scorporo riguarda principalmente un ambito di riorganizzazione delle strutture societarie coinvolte, consentendo di perseguire svariate finalità strategiche, tra le quali si può trovare la suddivisione delle attività tra differenti strutture mantenendo inalterato il patrimonio netto, oppure può rappresentare uno strumento di risanamento dell'impresa in crisi. Un'altra finalità riguardante gruppi societari, potrebbe essere quella di creare anelli intermedi della catena partecipativa. Tuttavia, l'operazione di scissione mediante scorporo può essere efficace per quanto riguarda la creazione di *holding* o *sub-holding* intermedie a cui attribuire partecipazioni in ulteriori società.

## 2.4 IL CONFERIMENTO D'AZIENDA

Il conferimento d'azienda è un'operazione mediante la quale un soggetto - denominato conferente - trasferisce un'azienda o parte di essa funzionante, ad un altro soggetto - denominato conferitario, solitamente in cambio di una quota di partecipazione o di un compenso economico.

A tal proposito, dalla suddetta definizione si possono distinguere due soggetti: il **conferente**, colui che apporta i beni, il quale riceve in cambio una partecipazione e può essere anche un imprenditore individuale, e il **conferitario** (o società conferitaria), il quale è colui che riceve il conferimento e, conseguentemente all'apporto effettuato, aumenterà il proprio capitale sociale attraverso l'emissione di nuove azioni o quote da assegnare al conferente, che diventerà così socia della conferitaria.

Per quanto riguarda la **natura giuridica** dei soggetti coinvolti, dove il soggetto conferitario deve essere necessariamente una società, operante nella forma giuridica di società di capitali nonché di società di persone, il soggetto conferente può assumere diverse vesti. Quest'ultimo può essere una società, come un imprenditore individuale, ma anche una persona fisica che esercita o meno un'attività d'impresa, nei casi più estremi può essere rappresentato anche da entità non societarie, quali fondazioni o associazioni. La natura giuridica del soggetto conferente può avere una rilevante influenza in merito **all'oggetto del conferimento** in quanto, qualora si tratti di persona fisica che non esercita un'attività di impresa ed enti non societari, possono essere conferiti solamente diritti o singoli beni. Qualora il conferente prenda la veste di una società o di un imprenditore individuale, l'oggetto del conferimento, in linea di massima è costituito da un'azienda o un ramo di essa nonché da diritti o singoli beni (come nel caso di persone fisiche o associazioni). Tuttavia, in linea generale, nella prassi operativa, le operazioni di conferimento più frequenti sono quelle tra soggetti giuridici, perciò l'oggetto principale dell'operazione risulta essere un'azienda o un ramo di essa. Ciò detto, il **presupposto** essenziale del conferimento in quest'ultimo caso, è che l'azienda o il ramo conferito siano funzionanti, ovvero con tutte le caratteristiche in grado di generare un risultato economico.

Per quanto riguarda le **modalità** dell'operazione straordinaria, si distingue il conferimento mediante apporto o concentrazione, dal conferimento mediante scorporo. Il primo caso è una valida alternativa alla fusione in quanto avviene un'aggregazione aziendale e la finalità principale è la crescita dimensionale per vie esterne e, in questo caso la società conferitaria dovrà essere necessariamente una *oldco*. L'operazione di conferimento però, si distingue dalla fusione in quanto è possibile trasferire anche una sola parte dell'azienda.

Il secondo caso, è invece una valida alternativa alla scissione aziendale in quanto avviene un distacco di un ramo aziendale dal conferente, principalmente per una riorganizzazione aziendale verso la conferitaria, la quale deve essere necessariamente una *newco*. L'operazione di conferimento però, si distingue dalla scissione in quanto avviene una mutazione della composizione del patrimonio e non una riduzione dello stesso.

Ponendo particolare attenzione alla **società conferente**, si ritiene corretto precisare che quest'ultima non si estingue in seguito all'operazione a differenza delle citate fusione e

scissione e, successivamente all'operazione, diviene socia della società conferitaria, arrivando a detenere una partecipazione nella stessa. Nella particolare ipotesi del trasferimento dell'intera azienda la conferente non si estingue, bensì avviene una trasformazione dell'oggetto sociale della stessa, che muterà in una gestione della partecipazione totalitaria o non totalitaria, divenendo così una holding pura, poiché nel suo bilancio rimane la partecipazione.

In seguito a questa sostanziosa premessa, passiamo alla rassegna delle **finalità economiche** dell'operazione straordinaria in questione. Le motivazioni per le quali si opta per un conferimento, dipendono dai rapporti tra conferente e conferitaria, le quali possono essere soggetti indipendenti o appartenenti al medesimo gruppo, poiché rappresentate da vincoli partecipativi.

Qualora i soggetti siano **indipendenti** le finalità possono essere molteplici:

- Aumento dimensionale, con la conseguente formazione di economie di scala, raggio d'azione o apprendimento;
- Creazione di sinergie di integrazione verticale e sinergie industriali;
- Diversificazione aziendale, sia per settore o per area geografica;
- Difendere posizione competitiva, aumentando così la competitività (ad esempio con l'assorbimento di un competitor);
- Creazione di una *joint venture*, la quale ha origine da un conferimento in una *newco* di complessi aziendali da parte di due o più soggetti configurando un controllo congiunto (ciascuna possiede partecipazioni paritetiche, senza rappresentare il controllo esclusivo).

Nel caso di specie il sacrificio reale dell'operazione è sopportato dai soci della conferitaria, i quali vedono diluirsi la propria quota di partecipazione a favore del conferente. Il successo del conferimento d'azienda dipende dalla capacità di gestire le problematiche di tipo organizzativo, come ad esempio la necessità di integrare culture aziendali differenti e dalle resistenze al cambiamento delle strutture aziendali coinvolte (che rappresenta sostanzialmente una barriera all'entrata).

Qualora i soggetti siano legati da **vincoli partecipativi** ci sono altrettante motivazioni per i quali si opta per un conferimento d'azienda:

- Ridefinizione dell'assetto organizzativo del gruppo o riorganizzazione dello stesso;

- Porre rimedio ad un conferimento per concentrazione attuato precedentemente;
- Attuazione di strategie finanziarie a favore della conferente attraverso la leva azionaria, con la quale il soggetto conferente procede alla cessione di una quota di partecipazione nella conferitaria senza perderne il controllo (es. aveva 80%, cede il 29%, perciò rimarrà controllante in quanto deterrà comunque il 51%), successivamente, dalla ricchezza ottenuta, potrà effettuare nuovi investimenti, i quali a loro volta potranno formare oggetto di altri conferimenti e così via con altre società, finché il gruppo non ottiene una dimensione congrua;
- Dare maggiore visibilità a rami aziendali efficaci, dando loro autonomia in quanto particolarmente efficienti;
- Precedere la dismissione di rami aziendali poco efficienti, quando si prevede l'uscita da determinati settori (contrario della finalità precedente).

Una volta comprese le finalità si può passare all'analisi della **procedura**, prevista dalla legge, per i conferimenti in natura, la quale dipende principalmente dalla forma societaria della conferitaria, poiché può essere una *newco* ovvero una *oldco*.

Si distinguono quattro fasi comuni in caso di società di capitali:

- Delibera del Consiglio di Amministrazione (CdA);
- Istanza per nomina dell'esperto (in caso di conferitaria Spa);
- Nomina dell'esperto da parte del tribunale nel caso di Spa, altrimenti direttamente dalle parti;
- Redazione della perizia di stima, che rappresenta il limite massimo di aumento del patrimonio netto.

A tal proposito si prosegue alle fasi successive distinguendo il caso di società di nuova costituzione e il caso di società preesistenti.

In caso di *newco*, successivamente alle fasi precedentemente stabilite avremo:

- Stipula dell'atto costitutivo;
- Deposito dell'atto costitutivo presso il registro delle imprese;
- Controllo da parte degli amministratori delle valutazioni effettuate dal perito, tale controllo deve essere svolto entro 180 giorni, dopo dei quali l'operazione avrà efficacia reale. Se quanto iscritto nell'atto costitutivo è maggiore del valore effettivo stabilito dal perito, per più di un quinto, si dovrà procedere al versamento

della differenza ovvero al recesso della società, altrimenti si potrà accettare la minor partecipazione riducendo la quota di partecipazione rispetto a quella iniziale.

In caso di *oldco*, successivamente alle fasi inizialmente stabilite avremo:

- Relazioni da parte degli amministratori, di cui all'articolo 2441, sesto comma del c.c., per illustrare all'assemblea i motivi per i quali si procede al conferimento dei criteri applicati per l'emissione di nuove azioni;
- Relazione del collegio sindacale, qualora fosse presente, sulla congruità del prezzo di emissione;
- Delibera dell'assemblea dei soci e stipula dell'atto di conferimento;
- Iscrizione della delibera presso il registro delle imprese.

Per quanto riguarda la **perizia di stima**, la quale è obbligatoria per Srl e Spa, oltre all'attestazione del valore, ha l'obiettivo di descrivere l'oggetto del conferimento ed indicare i criteri valutativi adottati dall'esperto per la stima del relativo capitale economico. A tal proposito sono distinte due modalità per Srl e Spa per quanto riguarda gli aspetti procedurali. Mentre per le Srl la procedura di nomina dell'esperto avviene direttamente dalle parti, le quali hanno la possibilità di incaricare un revisore legale o una società di revisione iscritti all'apposito registro, per le Spa la procedura è più articolata. L'articolo 2343 del codice civile stabilisce che per le Spa, come anticipato, sia il tribunale a nominare l'esperto per la redazione della perizia di stima, ad eccezione del caso stabilito all'articolo 2343-ter, secondo comma del codice civile. Nel citato articolo si stabilisce che non è necessaria la suddetta perizia di stima (e la conseguente nomina dell'esperto) qualora i beni oggetto di conferimento siano pari o inferiori al *fair value* iscritto a bilancio dell'esercizio precedente rispetto a quello nel quale viene effettuato il conferimento ovvero qualora il valore del bene oggetto di trasferimento derivi da una precedente valutazione, effettuata non oltre i sei mesi antecedenti all'operazione straordinaria. Questo snellisce la procedura sia in termini di tempi sia in termini di costi.

Ora veniamo alla rassegna degli **aspetti fiscali** riguardanti il conferimento d'azienda. L'articolo 176 del TUIR prevede un regime di neutralità fiscale per i conferimenti d'azienda, pertanto la plusvalenza realizzata non è imponibile in capo al conferente. Il citato articolo dispone inoltre che affinché il conferimento d'azienda possa essere fiscalmente neutrale, sono necessarie le seguenti condizioni:

- I due soggetti, conferente e conferitario, devono essere residenti nel territorio dello Stato ed entrambe imprese commerciali;
- L'oggetto del conferimento deve essere un'azienda, composta da beni materiali, immateriali e rapporti giuridici volti a consentire l'esercizio dell'attività d'impresa in maniera autonoma e atti a produrre reddito, perciò sono esclusi singoli beni che compongono l'azienda<sup>11</sup>;
- Il soggetto conferente deve assumere come *“valore delle partecipazioni ricevute, l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto dell'azienda conferita”*, ovvero iscrivendo a bilancio la partecipazione ad un valore fiscale equivalente all'azienda ceduta, non facendo dunque emergere alcuna plusvalenza tassata. Inoltre la partecipazione si considererà *“iscritta come immobilizzazioni finanziarie nei bilanci in cui risultavano iscritti i beni dell'azienda conferita o in cui risultavano iscritte, come immobilizzazioni, le partecipazioni date in cambio”*, pertanto la partecipazione viene considerata fiscalmente posseduta per tutto il tempo in cui è stato in possesso dell'azienda conferitaria;
- La società conferitaria deve subentrare *“nella posizione di quello conferente in ordine agli elementi dell'attivo e del passivo dell'azienda stessa”*, e quindi mantenendo per i beni ricevuti lo stesso valore riconosciuto in capo al conferente prima dell'operazione ed il conferitario continuerà a fare ammortamenti sullo stesso valore riconosciuto dal conferente. Anche in questo i beni si considereranno posseduti per tutto il tempo in cui sono stati posseduti dal conferente.

Qualora non fosse applicabile la suddetta neutralità fiscale, vige la disposizione relative alle cessioni a titolo oneroso<sup>12</sup>, che valgono anche per i conferimenti in società e che quindi viene determinata in capo al conferente una plusvalenza tassabile.

---

<sup>11</sup> Circolare 57 dell'Agenzia delle Entrate del 25.09.2008

<sup>12</sup> Articolo 9, comma 5 del TUIR

## 2.5 LA CESSIONE DI AZIENDA

La cessione d'azienda è l'operazione con la quale un soggetto, il **cedente**, trasferisce ad un altro soggetto, il **cessionario**, la proprietà di un'azienda o di un ramo di essa, dietro il pagamento di un **corrispettivo**.

L'operazione straordinaria in esame non è regolata da alcun principio contabile nazionale, mentre sotto il profilo giuridico riveste la natura del contratto di compravendita e trova posizionamento civilistico agli articoli 2556 e seguenti del codice civile.

Dalla suddetta definizione si possono distinguere chiaramente caratteristiche riguardanti i soggetti coinvolti, l'oggetto e il corrispettivo. I soggetti coinvolti sono fondamentalmente due, il cedente e cessionario, i quali possono essere imprenditori individuali, così come società di persone o di capitali. Quanto all'oggetto, si fa riferimento ad un'azienda o un ramo di essa, invece, il corrispettivo è generalmente rappresentato da denaro.

L'effetto principale della cessione d'azienda è caratterizzato dalla totale estinzione di qualsiasi legame fra il cedente e l'azienda o il ramo ceduto.

In seguito a questa premessa passiamo ora la rassegna delle **motivazioni e finalità** per le quali si persegue ad un'operazione di cessione. Innanzitutto c'è da distinguere le motivazioni derivanti da interessi aziendali da quelle derivanti da interessi extra aziendali. Le prime riguardano scelte strategiche volte esclusivamente alla creazione di valore facendo fronte a situazioni finanziarie negative nonché a ristrutturazione aziendali, mentre le seconde riguardano invece scelte non derivanti da logiche dove lo scopo unico è la creazione del valore, come ad esempio scelte familiari o personali.

Per quanto riguarda la **prospettiva del cedente** le motivazioni possono essere:

- Investimenti su asset più profittevoli o concentrazione su un solo ramo aziendale particolarmente proficuo;
- Scelta di governance, come passaggio generazionale o crisi tra i soci;
- Situazione economico-finanziaria precaria ovvero crisi aziendale;
- Motivazioni soggettive o scelte personali;
- Offerta irrefutabile da parte di un investitore.

Per quanto riguarda la **prospettiva del cessionario** le motivazioni possono essere:

- Crescita dimensionale per vie esterne: concentrazione orizzontale e verticale;
- Diversificazione per settore o area geografica;
- Acquisizione di risorse strategiche, come brevetti o licenze;
- Impiego di risorse finanziarie eccedenti, ad esempio quando il cessionario ha un surplus di risorse e decide di intraprendere un investimento.

Con riferimento all'operazione straordinaria in questione è doveroso sottolineare due **aspetti civilistici** importanti: la forma scritta del contratto ed il divieto di concorrenza.

L'articolo 2556, comma 1, del codice civile stabilisce che *“per le imprese soggette a registrazione i contratti che hanno per oggetto il trasferimento della proprietà o il godimento dell'azienda devono essere provati per iscritto, salva l'osservanza delle forme stabilite dalla legge per il trasferimento dei singoli beni che compongono l'azienda o per la particolare natura del contratto”*. Dal suddetto articolo si evince che per il contratto di cessione d'azienda sia necessaria la **forma scritta** ai soli fini della prova (*ad probationem*) e non anche ai fini della validità del medesimo atto (*ad substantiam*).

Per quanto riguarda invece il **divieto di concorrenza**, l'articolo 2557, comma 1, stabilisce che *“chi aliena l'azienda deve astenersi, per il periodo di cinque anni dal trasferimento, dall'iniziare una nuova impresa che per l'oggetto, l'ubicazione o altre circostanze sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta”*. Perciò il cedente non può sostanzialmente competere con il cessionario per cinque anni; il principio di questa norma è quello di consentire al cessionario di sviluppare l'attività senza essere “disturbato” dal cedente.

Il trasferimento dell'azienda prevede anche la **tutela nella successione dei contratti**, ovvero che contratti pendenti ante cessione devono essere totalmente trasferiti congiuntamente all'azienda. La *ratio* è quella di tutelare l'interesse del cessionario a subentrare nei rapporti contrattuali in corso. A tal proposito è possibile escludere dal trasferimento alcuni contratti, i quali devono però essere stabiliti per iscritto all'interno dell'atto. Tuttavia, non possono essere esclusi dall'atto quei contratti essenziali alla continuazione dell'esercizio.

Il legislatore interviene anche in merito al **trasferimento di crediti e debiti**. La cessione dei crediti ha efficacia nei confronti di terzi dal momento in cui avviene l'iscrizione del

trasferimento nel registro delle imprese. Per quanto riguarda i debiti, la disciplina è un po' più sofisticata, in quanto il cedente rimane vincolato per i debiti che risultano dei libri contabili obbligatori. Per i crediti che il lavoratore vantava al tempo del trasferimento (debiti verso i dipendenti) e per i debiti tributari, il cedente è responsabile in solido con il cessionario, nello specifico per i debiti tributari sono vincolati solidamente per il pagamento dell'imposta e delle sanzioni riguardanti violazioni tributarie commesse nell'anno di riferimento della cessione e nei due anni precedenti.

Per quanto riguarda il prezzo di cessione, esso dipende principalmente da due fattori: il valore economico dell'azienda in termini assoluti e la forza contrattuale della controparte. Dalla combinazione di questi due aspetti si configura il cosiddetto **prezzo di cessione**.

Vediamo che anche in quest'operazione straordinaria risulta necessario stimare il capitale economico, ovvero l'equity value dell'azienda o del ramo da cedere. Il prezzo di partenza è quindi determinato dal capitale economico, dopodiché interviene la forza contrattuale delle parti che possono successivamente accrescere o diminuire il suddetto valore in base a determinate circostanze.

A tal proposito, dalla differenza tra il prezzo di cessione ricavato e il valore contabile ceduto, ossia il patrimonio netto contabile dell'azienda, verrà determinata una plusvalenza ovvero una minusvalenza in capo al cedente e un avviamento in capo al cessionario. Il codice civile e i principi contabili nazionali non disciplinano l'avviamento negativo, pertanto qualora il prezzo di cessione sia inferiore al patrimonio netto contabile dell'azienda, potranno formarsi due scenari:

- Il cessionario ha fatto un buon affare, perciò lo scostamento andrà imputato a “riserva di cessione”;
- Il cessionario prevede risultati negativi per l'azienda, pertanto lo scostamento andrà a formare un fondo rischi ed oneri.

Riassumendo:

- **Cedente:** Prezzo di cessione > (<) patrimonio netto contabile azienda = Plusvalenza (minusvalenza);
- **Cessionario:** Prezzo di cessione > (<) patrimonio netto contabile azienda = Avviamento (Riserva di cessione o fondo rischi ed oneri).

## 2.6 L’AFFITTO D’AZIENDA

Innanzitutto è necessario distinguere l’affitto dalla locazione. Dove nella locazione avviene un pagamento di un canone da parte del locatario per l’ottenimento di un determinato bene, nell’affitto invece avviene il trasferimento di un complesso di beni e quindi di un’azienda. Quest’ultima è infatti l’operazione straordinaria oggetto di questo paragrafo.

In seguito a tale preambolo, passiamo ora a definire l’operazione straordinaria in esame. L’affitto d’azienda rappresenta lo strumento con il quale un soggetto, il **locatore**, trasferisce un complesso di beni ad un altro soggetto, il **locatario**, per un determinato periodo di tempo a fronte del pagamento di un canone periodico.

Da questa prima definizione possiamo distinguere le **caratteristiche** essenziali dell’affitto d’azienda:

- I soggetti coinvolti sono due: il locatore o concedente, il quale concede in affitto l’azienda e il locatario o affittuario, colui che invece riceve l’azienda;
- Presenza di un canone periodico;
- Durata prestabilita;
- Operazione ripetibile, ovvero che può essere ripetuta in seguito alla scadenza della durata del contratto; l’affitto d’azienda è infatti l’unica operazione straordinaria ripetibile nel tempo;
- Dissociazione tra proprietà e gestione, dove la prima rimane in capo al locatore, mentre la seconda passa al locatario.

La normativa civilistica (art. 2562 c.c.) stabilisce l’affitto d’azienda applicando la normativa di riferimento dell’usufrutto, stabilito dall’articolo 2561 del codice civile *“L’usufruttuario dell’azienda deve esercitarla sotto la ditta che la contraddistingue. Egli deve gestire l’azienda senza modificarne la destinazione e in modo da conservare l’efficienza dell’organizzazione e degli impianti e le normali dotazioni di scorte”*. Pertanto, nel contratto di affitto d’azienda l’affittuario ha due **obblighi** inderogabili, ovvero il fatto che debba mantenere e conservare il valore aziendale e che dovrà mantenere la stessa destinazione economica del complesso dei beni, gestendoli e mantenendoli nel tempo.

Per quanto riguarda le **finalità economiche**, possiamo distinguere principalmente due, nella prima l'affitto è visto come un'operazione strumentale e preliminare ad una successiva operazione straordinaria, ad esempio un affittuario mediante l'affitto d'azienda ha la possibilità di provare a gestire e conoscere l'impresa prima di procedere alla cessione, perciò la prima finalità è anticipativa ad un'operazione successiva. La seconda finalità è quella di fronteggiare una situazione di difficoltà, ad esempio il locatore attraverso l'affitto d'azienda può trasformare un'entrata variabile in un'entrata fissa, in questo caso potrà ristrutturare il debito facendo fronte ad una situazione di difficoltà.

Vediamo ora i **vantaggi ed i rischi** nelle prospettive dei soggetti coinvolti. Il locatore si assicura una remunerazione certa, data dalla somma tra il canone e il conguaglio, dove quest'ultimo è pagato a fine contratto dall'affittuario per fronteggiare la riduzione del valore subita dall'azienda durante il periodo di locazione. Questo può rappresentare una soluzione con lo scopo di limitare il rischio aziendale, in capo al locatore rimane però il rischio connesso al mancato pagamento del canone. Il locatore può utilizzare l'affitto d'azienda per creare una remunerazione aggiuntiva al termine della propria vita lavorativa, continuando a trarne vantaggio dall'azienda come una sorta di pensione. L'affitto può essere quindi una solida soluzione anche per i finanziatori qualora l'affittuario sia in grado di aumentare la redditività attraverso l'innovazione dei processi; questo infatti rappresenta un altro vantaggio in capo al locatore. Infine il canone periodico che riceve il locatore potrebbe rappresentare il punto di partenza per una ristrutturazione del debito, in quanto si ha la certezza degli introiti. Tuttavia, un rischio per il locatore è quello della perdita di valore dell'azienda o quando, ad esempio, l'affittuario non esegue adeguati investimenti per lo sviluppo dell'attività in quanto ha mezzi limitati. Spostando il focus sull'affittuario, quest'ultimo può ottenere una conoscenza profonda delle caratteristiche dell'azienda direttamente mediante la mera gestione della stessa, senza divenire effettivamente il proprietario. Il limitato esborso iniziale per l'avvio dell'attività e la flessibilità della durata dell'affitto, rappresentano altri due notevoli vantaggi in capo all'affittuario. A questi si potrebbe aggiungere anche il fatto che è possibile escludere determinati elementi patrimoniali attivi o passivi che rientrano nel contratto d'affitto, in modo tale da limitare il rischio. Infine ovviamente c'è la possibilità di effettuare l'acquisto a titolo definitivo dell'azienda a distanza di un periodo di tempo, poiché, una volta conosciuta profondamente l'azienda l'affittuario ha piena

consapevolezza delle potenzialità del business. Tuttavia, anche in capo all'affittuario sono presenti dei rischi, tra i quali possiamo distinguere in primis quello di cimentarsi in un'attività che difficilmente potrà generare adeguati ritorni economici futuri. Oltre a ciò potrebbe esserci il rischio che il locatore possa richiedere un importo di un canone troppo elevato in relazione alle effettive capacità di produrre reddito da parte dell'impresa.

*Figura 28 - Vantaggi affitto d'azienda*

### **VANTAGGI AFFITTO**

<b>CONCEDENTE</b>	<b>AFFITTUARIO</b>
Remunerazione certa: canone + conguaglio	Rischio limitato nel tempo
Ristrutturazione del debito → aumento flussi reddituali	Esborso iniziale limitato
Remunerazione aggiuntiva al termine della vita lavorativa	Conoscenza profonda azienda
	Possibilità di escludere alcuni beni dal contratto

*Figura 29 – Rischi affitto d'azienda*

### **RISCHI AFFITTO**

<b>CONCEDENTE</b>	<b>AFFITTUARIO</b>
Mancato pagamento	Difficoltà di gestione
Perdita valore aziendale difficoltà	Canone troppo eccessivo

A tal proposito, è necessario introdurre il tema della deducibilità degli ammortamenti. Il Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR) stabilisce che gli ammortamenti sono deducibili solo se risultano nel conto economico, pertanto la deducibilità è ammessa solo per chi subisce l'onere dell'effettivo deperimento di beni aziendali. L'affittuario quindi li potrà dedurre qualora risultassero dal proprio bilancio, il problema da risolvere è però che i beni risultano in proprietà del locatore (e quindi nel suo bilancio). Il diverso

trattamento contabile degli ammortamenti impone una scelta su quale bilancio iscrivere i relativi cespiti. Ad oggi la contabilizzazione è rilevata secondo due approcci:

- **Approccio della proprietà**, la quale è la soluzione prevalente, dove tutti gli elementi patrimoniali trasferiti all'affittuario rimangono in capo al concedente e quindi nel suo stato patrimoniale. Verranno successivamente iscritti in nota integrativa dell'affittuario sotto la dicitura "Beni di terzi presso l'impresa". Nel bilancio dell'affittuario verrà stanziato un "Fondo per rischi e oneri derivante l'affitto d'azienda", il quale avrà il medesimo ammontare degli ammortamenti degli elementi patrimoniali.
- **Approccio della disponibilità**, la quale è una soluzione alternativa rispetto al precedente approccio, dove tutti gli elementi patrimoniali vengono iscritti nello stato patrimoniale dell'affittuario (trasferendo quindi i poteri gestori) e in contropartita verrà stanziato un debito verso concedente. Anche in questa situazione sarà necessario inserire l'informativa in nota integrativa in merito alla provenienza dei beni.

## 2.7 IL LEVERAGED BUY-OUT (LBO)

Con un'operazione di leveraged buy-out, o semplicemente LBO, si assume il controllo di una società obiettivo tramite l'utilizzo dell'indebitamento, da parte di una nuova entità creata appositamente, denominata *newco*. Successivamente, quest'ultima viene fusa con la società obiettivo, attraverso una fusione diretta ovvero una fusione inversa.

L'operazione di leveraged buy-out è civilisticamente disciplinata, infatti all'articolo 2501-bis del c.c. si legge che *"nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo"*.

L'operazione in questione consiste quindi, nell'acquisto di una società, denominata **società target**, ricorrendo in misura maggiore all'indebitamento. Tale debito sarà successivamente rimborsato con gli utili futuri, o attraverso la vendita di una parte dell'attivo patrimoniale, della società acquisita. In genere, l'operazione si svolge costituendo una nuova società, la **società veicolo** (la costituzione avviene spesso nella

prassi, ma non rappresenta una condizione necessaria per l'operazione) la quale, successivamente, contrae debiti con lo scopo unico di acquisire il controllo della società target. A questo punto, si procede ad un'operazione di fusione per incorporazione tra le due società, con conseguente spostamento del debito sulla società acquisita.

Di fatto, le operazioni di leveraged buy-out solitamente hanno per oggetto società caratterizzate da una solida situazione patrimoniale, il cui patrimonio costituisce una sorta di garanzia generica a fronte dei debiti contratti per l'acquisizione del controllo.

In altre parole, il LBO può essere definita l'operazione straordinaria rappresentata da una transazione finanziaria in cui una società ne acquisisce un'altra, grazie un elevato indebitamento. Questo tipo di operazione consente all'acquirente di utilizzare una quantità limitata di equity.

Normalmente i finanziatori di queste tipologie di operazioni, principalmente intermediari finanziari, subordinano l'erogazione del denaro sia alla costituzione della società veicolo sia alla successiva fusione con una società target, con l'obiettivo che quest'ultima generi flussi di cassa così da ripagare il debito. Alternativamente, il leveraged buy-out potrebbe rappresentare anche una forma di investimento a medio lungo termine. Tipicamente le fasi di un'operazione di LBO possono essere riassunte in 4 passaggi:

1. Individuazione della **società target**: l'acquirente in primis, dovrà identificare una società target (o società obiettivo) preesistente che desidera acquisirne il controllo con lo scopo di migliorarla e farne aumentare il potenziale, ottenendo un rendimento migliore e generando flussi di cassa necessari a ripagare il debito.
2. Costituzione di una *newco*: viene costituito una nuova società (chiamata **società veicolo**), la quale avrà come unico scopo quello dell'acquisizione della società target. Il passivo della *newco* sarà composto in minima parte da equity e per la maggior parte da finanziamenti esterni.
3. **Acquisizione** società target: l'acquirente attua l'acquisizione della società target attraverso uno sostanziale finanziamento esterno derivante, solitamente, da intermediari finanziari sottoforma di prestiti bancari, obbligazioni ad alto rendimento nonché qualsiasi altra forma di indebitamento, coprendo la maggior parte del costo dell'acquisizione.

4. **Fusione** target-veicolo: ultima fase dell'operazione è la fusione diretta o inversa affinché si possa ripagare il debito con i flussi di cassa derivanti dalla società risultante. L'acquirente vede prosperità nella società cercando di aumentare il valore aziendale nel corso del tempo attraverso una gestione efficace, strategie di crescita e altre iniziative.

L'impiego del debito nell'operazione in esame, amplifica il rendimento potenziale per gli investitori in caso di successo della target, in quanto il costo del finanziamento del debito è inferiore al rendimento generato sull'equity investito. Tuttavia, comporta altresì un rischio finanziario più elevato, poiché il debito deve essere rimborsato anche nel caso in cui la società target non riesca a raggiungere i suoi obiettivi finanziari.

L'articolo inizialmente citato richiede il rispetto di alcune condizioni inderogabili elencate successivamente:

- **Progetto di fusione**, che deve evidenziare le risorse finanziarie volte al soddisfacimento delle obbligazioni riguardanti la società risultante dalla fusione (art. 250-ter c.c.);
- **Relazione dell'organo amministrativo**, che deve evidenziare le ragioni per le quali si svolge l'operazione e gli obiettivi che si vuole raggiungere, inoltre tale relazione dovrà contenere un piano economico-finanziario indicando la fonte delle risorse finanziarie (art. 2501-quinquies c.c.);
- **La relazione degli esperti**, che, attesta la ragionevolezza delle informazioni contenute nel progetto di fusione (art. 2501-sexies c.c.);
- **Relazione del soggetto incaricato alla revisione legale** dei conti della società target o della società acquirente.

Infine, è doveroso segnalare che, come in tutte le operazioni di fusione affinché l'operazione acquisisca efficacia reale, è necessaria la redazione dell'atto di fusione, di cui all'art. 2504 del c.c. (si rimanda al paragrafo della fusione - Procedimento di fusione). All'operazione in questione non si possono applicare invece, le disposizioni che riguardano la procedura semplificata di fusione, disciplinate gli artt. 2505 e 2505-bis.

### 2.7.1 VARIANTI DEL LEVERAGED BUY-OUT: MBO E WBO

Una particolare forma di leveraged buy-out è il cosiddetto, **Management leverage buy-out (MBO)**, nella quale i soggetti coinvolti nell'operazione di acquisizione della società target sono direttamente i **manager** della società stessa. Pertanto, i suddetti manager, non avendo a disposizione le risorse necessarie per l'acquisizione della società target, costituiscono una società veicolo ricorrendo ad un'operazione di LBO, con la fusione finale tra *newco* e target. La struttura dell'operazione rimane sostanzialmente invariata, con la sola peculiarità che sono i manager della società target a configurare e gestire l'intera operazione di LBO.

Con la finale fusione tra le due società, il patrimonio della società target quindi, come in una normale operazione di LBO, viene dato in garanzia alla società controllata (target) e, il suddetto debito, viene rimborsato attraverso i *cash flow* operativi realizzati dalla nuova società, la risultante dalla fusione. A tal proposito, il rimborso del debito può avvenire anche mediante l'alienazione di beni non strategici risultanti dalle attività della target nonché attraverso l'alienazione di rami aziendali.

Anche nel caso del management leverage buy-out, la fusione acquisisce effetti reali con la sottoscrizione dell'atto di fusione.

Un'altra variante del leveraged buy-out è il cosiddetto **Workers buy-out (WBO)**, conosciuto anche come Employee buy-out (EBO), nel quale i soggetti promotori sono i dipendenti dell'azienda stessa. Con il suddetto termine ci si riferisce ad un sistema di operazioni finanziarie volte a costituire una nuova entità da parte dei lavoratori dell'impresa, solitamente mediante forme cooperativistiche. Sono operazioni che di norma avvengono per risanare imprese in crisi derivanti da iniziative dei propri dipendenti. Nel caso specifico quindi i lavoratori che intendono risanare la propria impresa in crisi, costituiscono una nuova società cooperativa acquisendo il ruolo di soci ordinari o soci cooperatori e successivamente procedono all'acquisizione dell'impresa originaria, assumendo un ruolo imprenditoriale.

I finanziamenti necessari per la costituzione della società possono derivare dall'anticipo dell'indennità di disoccupazione (Naspi), o del Trattamento di Fine Rapporto (TFR), nonché dalla Cooperazione Finanza Impresa (CFI), istituita con la L. 49/85, conosciuta come Legge Marcora. Nel periodo 2011-2021 infatti, CFI ha deliberato 146 interventi a

supporto di 88 progetti di WBO con il conseguente sviluppo di un valore della produzione superiore a 365 milioni di euro ed impiego di 2.286 addetti.

Affinché si possa utilizzare lo strumento del WBO è necessario che lo stato di crisi dell'impresa abbia matrice interna e che quindi debba essere legata a fattori propri dell'azienda. Questo esclude come fattore scatenante di un WBO, ad esempio, le crisi congiunturali che provocano la crisi dell'intero settore.

Pertanto, questi tipi di operazioni sono volte principalmente al risanamento aziendale, alla continuità aziendale e allo stesso tempo mirano a scongiurare il ricorso a licenziamenti con la conseguente cessazione dell'attività d'impresa.

## 2.7.2 STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO E VALUTAZIONE INDICATORI DI RIFERIMENTO SOCIETÀ TARGET

L'esecuzione di un'operazione di leveraged buy-out ottimale, richiede la valutazione preventiva di una serie di indicatori con riferimento alla società target, in quanto, come più volte ribadito, deve essere in grado di produrre *cash flow* operativi per ripagare il debito utilizzato per l'acquisizione. Pertanto, dovrà possedere determinati requisiti reddituali, patrimoniali e finanziari, tra i quali si può distinguere:

- Elevata qualificazione delle risorse umane;
- Management competente con esperienza nella gestione imprenditoriale;
- Flussi di cassa stabili e proficui;
- Asset non strategici facilmente liquidabili;
- Posizionamento di mercato dominante, con prospettive di crescita e sviluppo ottimali;
- Consistenti beni strumentali tecnologicamente avanzati tali da non richiede investimenti ulteriori che potrebbero pesare sull'indebitamento;
- Rapporto tra posizione finanziaria netta ed EBITDA inferiore a 3, che rappresenta sostanzialmente gli anni in cui l'azienda sarebbe in grado di ripagare i propri debiti finanziari, qualora utilizzasse la totalità dei suoi flussi operativi;
- Affinché si possa tenere sotto controllo il rischio finanziario e il grado di dipendenza da fonti finanziarie esterne, è necessario un rapporto tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto non superiore al 30%;

- Per garantire un'abbondante copertura degli interessi passivi è opportuno un rapporto tra EBITDA ed oneri finanziari superiori a 3,5;
- Affinché si possa assorbire adeguatamente l'indebitamento attraverso le vendite è opportuno un rapporto tra posizione finanziaria netta e fatturato inferiore al 30%;
- Un *Debt Service Coverage Ratio* maggiore di 1,5 sarebbe ottimale, in quanto tale parametro rappresenta la capacità di generare liquidità sufficiente per coprire i propri obblighi di servizio del debito;
- L'assenza di contenzioso in corso è preferibile in quanto potrebbe incrementare l'indebitamento;

L'operazione richiede un piano economico-finanziario ragionevole affinché i soggetti coinvolti possano valutare la sostenibilità finanziaria dell'operazione, pertanto tali indicatori, possono essere utili per valutare la convenienza dell'acquisizione della target.

Figura 30 - Indicatori utili per la valutazione della sostenibilità finanziaria della società target

Cash flow operativi	Consistenti e stabili
Rapporto tra PFN ed EBITDA	PFN/EBITDA < 3
Rapporto tra PFN e PN	PFN/Patrimonio netto < 30%
Rapporto tra PFN e fatturato (ricavi di vendita)	PFN/Fatturato < 30%
Rapporto tra EBITDA e oneri finanziari	EBITDA/Oneri finanziari > 3,5
Equity ratio (indice di indipendenza finanziaria)	Patrimonio netto/Totale fonti > 30%
Debt Service Coverage Ratio (DSCR)	Cash flow operativo - TAX/Flusso finanziario a servizio del debito > 1,5
Return on investment (ROI)	Risultato operativo/capitale investito > 12%
Return on equity (ROE)	Risultato d'esercizio/Patrimonio netto > 8%
Rapporto tra EBITDA e fatturato (ricavi di vendita)	EBITDA/Fatturato > 18%

Fonte: Orlandi Marco, "Amministrazione & Finanza", Leveraged buy out e fusione inversa, IPSOA Wolters Kluwer, pp. 57

Mediante l'operazione straordinaria in questione si determina un mutamento degli assetti proprietari della società target, nonché della struttura finanziaria della stessa. A tal proposito può avvenire una variazione del rapporto di indebitamento post fusione, che prospetterà a crescere rispetto al precedente rapporto.

Nelle operazioni di LBO risulta estremamente essenziale effettuare una stima del capitale economico della target e quindi del suo Equity Value, il quale è dato dal valore attuale netto dell'operazione di LBO. La stima diviene necessaria in quanto risulta conveniente l'effettuazione dell'operazione qualora l'Equity Value stimato sia maggiore dell'investimento iniziale.

In virtù di quanto appena descritto si nota come l'operazione in esame richieda un'analisi dettagliata e precisa delle sue fasi procedurali, dalla scelta dei finanziatori, dall'implementazione di una strategia proficua e un'architettura societaria, alla predisposizione di sofisticati piani economico-finanziari prospettici, nonché di un'attenta stima del valore aziendale.

## 2.8 LE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)

L'offerta pubblica si distingue dalle altre operazioni straordinarie, in quanto ha natura pressoché finanziaria, la quale può essere distinta in offerta pubblica di vendita (OPV), che rappresenta una proposta degli azionisti di cedere parte delle proprie azioni, offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), la quale è rappresentata da un aumento di capitale avente per oggetto titoli di nuova emissione, oppure un mix tra le due offerte, con una parziale apertura del capitale a terzi, immettendo nel mercato azioni già emesse, ed un contestuale incremento di risorse esterne, la quale prende il nome di offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS). Qualora una delle tre suddette offerte, abbia l'obiettivo della quotazione, si è in presenza della cosiddetta *Initial Public Offering (IPO)*, la quale rappresenta lo strumento mediante il quale una società diffonde i propri titoli tra il pubblico, requisito essenziale per ottenere la quotazione in un mercato regolamentato. La quantità di titoli, che non costituiscono partecipazioni di controllo, disponibili per la negoziazione nei mercati, prende il nome di flottante.

L'IPO è un'operazione estremamente complessa, infatti la società interessata deve avvalersi di numerosi intermediari e soggetti specializzati come il *global coordinator*, lo sponsor, l'operatore specialista e altri consulenti.

## **GLOBAL COORDINATOR**

Un ruolo fondamentale per l'operazione in esame, è quello del *global coordinator* il quale è un intermediario finanziario che coordina l'intera operazione di offerta al pubblico in tutto il suo processo. L'attività del *global coordinator* può essere svolta da banche di investimento autorizzate allo svolgimento di servizi di collocamento ai sensi del Testo Unico di Intermediazione Finanziaria (TUIF) oppure da un qualsiasi intermediario finanziario compreso nell'elenco stabilito dall'articolo 106 del Testo Unico Bancario (TUB).

## **SPONSOR**

Lo sponsor, che affianca il *global coordinator*, è un intermediario che si occupa dell'adempimento di tutti gli obblighi previsto per arrivare alla quotazione; in alcuni casi lo sponsor e il *global coordinator* possono essere unificati in un unico soggetto, per risparmiare costi e tempo (specialmente nelle operazioni meno complesse).

## **OPERATORE SPECIALISTA**

L'operatore specialista è un intermediario che si impegna a comprare e vendere titoli, garantendo la liquidità degli stessi, viene richiesto nei segmenti particolari del mercato tipicamente più piccolo, poiché potrebbe verificarsi una situazione dove manca la domanda o l'offerta.

## **ALTRI CONSULENTI**

Tra i tanti soggetti coinvolti che assumono ruoli significativi nell'operazione in esame, troviamo il *financial advisor*, un consulente o una società di consulenza che riveste una funzione di supporto consulenziale generale. Il *financial advisor* può essere chiamato ad assistere la società nella scelta del *global coordinator*, dei legali rappresentati o degli altri consulenti coinvolti nell'operazione. Altri consulenti possono essere:

- Una **società di revisione**, che va ad attestare la veridicità dei dati di tipo economico e finanziario;
- Un operatore che si occupa del **marketing**, volto a costruire una campagna pubblicitaria e a promuovere una comunicazione adeguata.

## 2.8.1 PIANIFICAZIONE E TEMPISTICHE IPO

**FASE 1:** La prima fase, chiamata fase di kickoff, della durata indicativamente di un mese, inizia con la nomina dei consulenti e degli operatori coinvolti nell'operazione; fase nella quale si svolge il kickoff meeting, una prima riunione di avvio dei lavori dove vengono assegnate le responsabilità e delineati i principali aspetti della quotazione. Questa prima fase si conclude con la *due diligence*, con la quale si fa riferimento all'attività di acquisizione di informazioni necessarie affinché si possa predisporre tutta la documentazione richiesta dalla normativa vigente. Si possono distinguere tre tipologie di *due diligence*:

- *Management due diligence*: una serie di incontri con il management della società per comprendere strategie e programmi futuri dell'azienda, nonché il budget e tutti gli aspetti operativi;
- *Legal due diligence*: svolta da i legali della banca d'affari congiuntamente agli avvocati dell'emittente, i quali verificano sostanzialmente che la società sia in regola in ambito legale, esaminando tutto ciò che acquisisce rilevanza giuridica;
- *Financial due diligence*: volta ad analizzare la qualità e la sostenibilità dei dati finanziari affinché si possa rendere tutte le informazioni economiche e finanziarie in modo trasparente.

Dal punto di vista procedurale si possono distinguere la redazione della *due diligence checklist* e la procedura di *data room*. La prima rappresenta un questionario predisposto dall'intermediario finanziario con una serie di informazioni da richiedere alla società durante la fase di *due diligence*, mentre la seconda si riferisce ad una procedura volta a raggruppare tutta la documentazione ritenuta rilevante ai fini dell'offerta pubblica.

**FASE 2:** La seconda fase ha una durata indicativa di tre mesi e consiste nella predisposizione della documentazione richiesta per la quotazione. Tra i principali documenti richiesti troviamo:

- Redazione prospetto informativo, un documento contenente informazioni sia dell'emittente sia dell'offerta, dove l'investitore è chiamato ad effettuare la propria scelta di investimento, il cui obbligo di redazione è sancito dall'articolo 113 del TUIF;

- Redazione del *Quotation Management Admission Test (QMAT)*, il quale è un documento richiesto da Borsa Italiana per le società che intendono quotarsi, il cui obiettivo è quello di standardizzare le informazioni nella redazione dell'analisi a supporto del piano industriale, anticipando le domande che generalmente vengono poste alle società da Borsa Italiana. Quest'ultima, dal febbraio 2013, ha introdotto la possibilità per le società che intendono quotarsi di ricomprendere tale analisi all'interno del piano industriale senza utilizzare gli schemi del QMAT, utilizzando invece schemi predisposti dall'emittente stesso. Tuttavia, Borsa Italiana, per agevolare le cose ha comunque reso disponibile il documento "*La redazione del piano industriale: indici e commenti*", composto da una serie di domande e indici esemplificativi per la redazione del piano industriale;
- Redazione di budget e business plan, i quali vengono richiesti per capire gli andamenti prospettici della società, tuttavia non sempre vengono resi pubblici in quanto rimangono circoscritti allo sponsor, al *global coordinator*, alle società di revisione, a Borsa Italiana e a Consob.

Successivamente alla redazione di questi documenti il Consiglio di Amministrazione convoca l'assemblea ordinaria e straordinaria per approvare il budget e il business plan e per prendere congiuntamente la decisione della quotazione.

**FASE 3:** La terza fase dell'offerta pubblica è la più lunga, poiché si divide in due ulteriori sotto-fasi, la fase di pre-marketing e la fase dell'offerta istituzionale, infatti dura indicativamente cinque mesi. Nella fase di pre-marketing, verrà inviata tutta la documentazione predisposta ed approvata nelle fasi precedenti, con lo scopo di ottenere l'ammissione in Borsa e il nullaosta della Consob. A tal proposito, Borsa Italiana, valuterà se il tutto è a regola d'arte, nello specifico verificherà i requisiti di quotazione dell'azienda, mentre la Consob, verificherà la conformità del prospetto informativo in base alle norme vigenti, in tema di trasparenza e completezza delle informazioni fornite. Successivamente si passerà poi alla fase dell'offerta istituzionale, nella quale si andrà a definire il *price range* indicativo, ovvero l'intervallo di prezzo preliminare dell'offerta. In questa fase il *global coordinator* sarà chiamato ad organizzare i *roadshow*, una serie di incontro tra i top management (CEO, CFO, *investor relator*) e gli investitori internazionali, svolti sia in Italia che all'estero, che costituiscono la prima presentazione pubblica della società e del suo management.

I *roadshow* anticipano il processo di raccolta degli ordini di prezzo e quantità da parte degli investitori internazionali, che prende il nome di *bookbuilding*. Quest'ultima rappresenta la procedura attraverso la quale vengono raggruppate le singole richieste e i prezzi proposti degli investitori istituzionali. Al termine della fase di *bookbuilding* si avrà quindi un libro composto dai vari ordini che verrà ordinato per quantità richieste a determinati livelli di prezzo, determinando così l'intervallo di prezzo dell'offerta. La determinazione del prezzo proposto dagli investitori rappresenta una fase complessa e delicata dell'operazione, nella quale si procederà alla valutazione aziendale della quotanda, stimando il suo equity value in termini assoluti o relativi (che approfondiremo nei capitoli successivi).

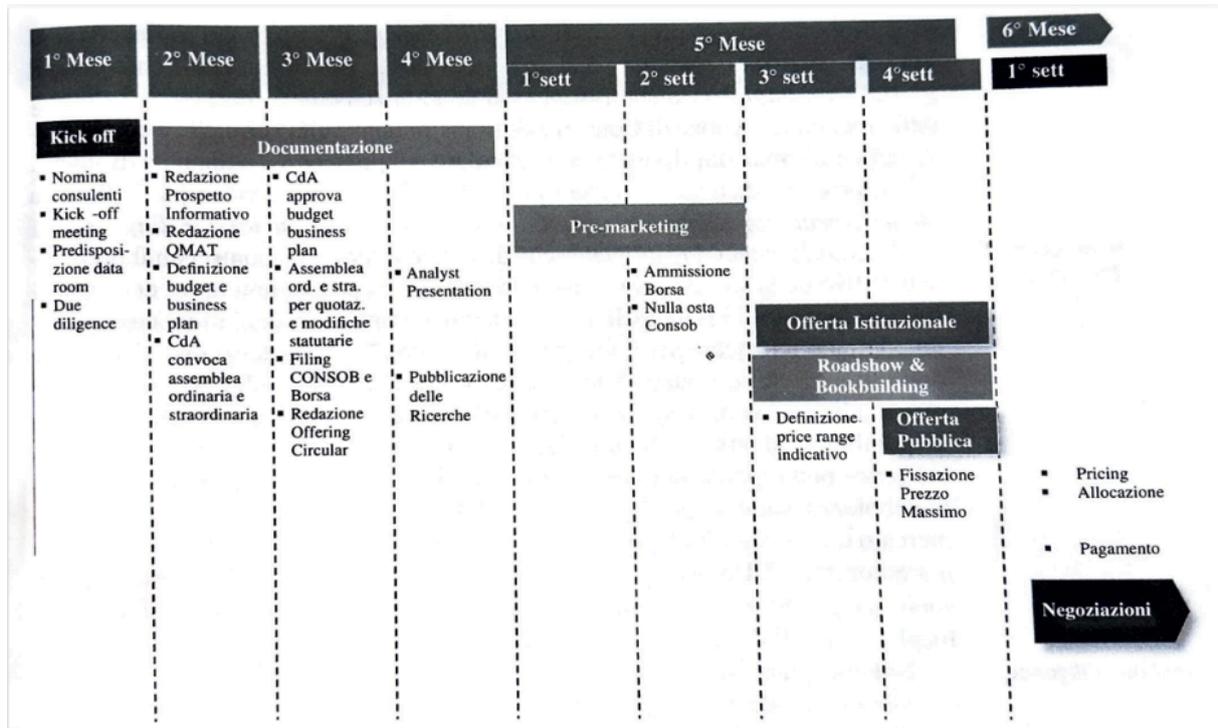
Pertanto, il prezzo di offerta sarà determinato dal valore che massimizza la domanda di mercato e nella sua individuazione sarà necessario tenere in considerazione anche la sensibilità del prezzo registrata in sede di raccolta degli ordini.

**FASE 4:** L'ultima fase dell'offerta pubblica è il collocamento nel mercato aprendo così la negoziazione. Al fine di limitare le variazioni di prezzo sul mercato secondario nel periodo successivo alla chiusura dell'offerta e garantire la stabilità del prezzo, potranno essere inserite delle clausole, tra le quali possa trovare:

- **Bonus share:** clausola che consiste nell'acquisto a titolo gratuito di un certo numero di azioni in caso di possesso ininterrotto dei titoli per un periodo determinato dopo la chiusura dell'offerta, garantendo al risparmiatore un premio in termini di azioni;
- **Greenshoe:** opzione a favore dei membri del consorzio dell'offerta istituzionale che consente all'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta, riducendo così la propria quota di partecipazione.

Per riassumere le fasi dell'offerta pubblica, ho inserito uno schema molto intuitivo, preso dal libro "*Mercati di strumenti finanziari*" di Proto Antonio.

Figura 31 - Fasi offerta pubblica iniziale



Fonte: Proto Antonio (2020), "Mercati di strumenti finanziari", seconda edizione, ISEDI, pp. 149

Come in tutte le operazioni straordinarie, anche nelle IPO sono presenti **pro e contro**. Il vantaggio di un IPO di successo è che l'azienda può raccogliere elevate quantità di capitali, poiché la quotazione serve proprio ad aumentare l'esposizione e l'immagine pubblica della società. Potranno inoltre aumentare le vendite e gli utili della società. Le operazioni in questione potrebbero essere viste positivamente anche per i trader, in quanto rendono l'acquisto e la vendita delle azioni più accessibile rispetto alla compravendita privata. D'altra parte possiamo riscontrare degli svantaggi, in quanto le società pubbliche sono vincolate a norme e regolamentazioni di ente governativo, tra le quali troviamo l'obbligo di divulgare pubblicamente conti finanziari, contabilità, tasse e profitti. Un altro svantaggio è rappresentato dai costi significativi che comportano a richiedere ulteriori finanziamenti nel caso in cui la performance delle azioni non dovesse avere i risultati sperati. Inoltre, investire in azioni di IPO, potrebbe rappresentare un rischio elevato dovuto all'imprevedibilità della nuova quotazione.



## CAPITOLO 3 – MODELLI DI VALUTAZIONE

### 3.1 PROSPETTIVE NELLA VALUTAZIONE

Come già sappiamo il punto d'arrivo nella valutazione aziendale è la stima dell'equity value, ovvero del capitale economico dell'azienda. I principi da tenere in considerazione secondo L. Guatri, sono in primis, come già descritto nel primo capitolo, la razionalità in quanto la valutazione deriva da un processo chiaro e logico, la dimostrabilità in quanto il risultato deve essere dimostrabile mediante grandezze e formule oggettive, la neutralità in quanto devono essere escluse tutte le variabili soggettive ed infine la stabilità in quanto sono da evitare le oscillazioni poiché rischiose.

Per arrivare all'obiettivo finale, che abbiamo visto essere l'equity value, ci sono più metodi valutativi per giungere alla valutazione dello stesso, i quali si possono raggruppare in due macro categorie:

- I metodi di **valutazione assoluta**: metodo patrimoniale, reddituale, Economic Value Added (EVA), Discouted Cash Flow (DCF) e metodi misti patrimoniali-reddituali;
- I metodi di **valutazione relativa**: metodo dei multipli (multipli di borsa e transazioni comparabili).

Prima di entrare nello specifico di ogni metodo valutativo, che analizzeremo nei capitoli successivi, volevo soffermarmi sulla differenza delle prospettive valutative. La valutazione assoluta è più focalizzata sull'impresa, in quanto è fondata sull'analisi di caratteristiche dell'impresa stessa, sulle previsioni di performance future, su considerazioni di politiche finanziarie e conduce a valori finanziari che determinano una convenienza economica. La valutazione relativa invece è basata su una logica comparativa, la cui valutazione fornisce un valore dell'impresa fondato su una comparazione ad imprese simili. Tale valutazione conduce a valori di mercato (sostanzialmente mi dice quanto paga il mercato) e risulta più semplice rispetto alla precedente, ma contestualmente anche più imprecisa. Solitamente vengono svolte ed utilizzate entrambe le tipologie, scegliendo un metodo valutativo assoluto ed uno relativo, confrontando infine i valori trovati.

Nella valutazione d'azienda si possono distinguere due prospettive valutative, la prospettiva asset side e la prospettiva equity side. Con la prospettiva equity side si va a

stimare direttamente il valore dell'equity, mentre con la prospettiva asset side si va a stimare l'equity value indirettamente, definendo prima l'Enterprise value e sottraendo successivamente la posizione finanziaria netta. Tale metodo è più utilizzato nella prassi rispetto al precedente anche se leggermente più impreciso in quanto richiede meno ipotesi e calcoli da svolgere.

La scelta di un metodo piuttosto che l'altro è condizionata da specifici fattori, come ad esempio il settore di appartenenza dell'impresa target, oppure l'oggetto di cessione. Non di rado accade che per le imprese nel settore *non financial*, l'approccio più utilizzato è l'asset side, mentre per quanto riguarda le imprese assicurative o bancarie, l'approccio preferito è l'equity side, inoltre quest'ultimo è preferito nell'ambito di cessioni di quote di minoranza.

Pertanto, per stimare il capitale economico in ottica asset side sarà necessario conoscere la posizione finanziaria netta. Quest'ultima è definita come il totale di debiti finanziari a titolo oneroso al netto delle liquidità immediatamente reperibili dall'azienda e si calcola sottraendo ai debiti finanziari, i crediti finanziari e le disponibilità liquide. Essa rappresenta un indicatore molto importante per valutare le performance aziendali in quanto esprime la capacità per l'impresa di generare cassa volta a coprire le attività operative. Pertanto, una posizione finanziaria netta negativa comporta ad un'eccedenza di liquidità e disponibilità finanziarie rispetto ai debiti della stessa natura, d'altra parte un indicatore positivo comporta ad un segnale di difficoltà finanziaria per l'impresa, in quanto essa non sarà in grado di coprire l'indebitamento finanziario con le proprie risorse finanziarie. Tenere monitorata la PFN è necessario affinché si possa valutare:

- Il livello di indebitamento dell'impresa;
- La capacità di ripagare il debito contratto;
- La solidità della struttura patrimoniale.

Tuttavia, il valore della posizione finanziaria netta di bilancio non sempre rispecchia il valore effettivo del debito, infatti, solitamente si ipotizza che il valore contabile coincida con il debito stesso. A tal proposito, questo può rappresentare un limite per la posizione finanziaria netta, tuttavia, per una maggior precisione, si potrà procedere con delle rettifiche, adeguandola al valore di mercato. La prima cosa da chiedersi sarà quindi se il valore di mercato sia in linea con quello contabile oppure se c'è da fare qualche rettifica. Solitamente in un debito a breve il valore di mercato rispecchia quello nominale dato che,

anche se rinnovato, vengono continuamente rivisti i tassi, allineandoli a quelli di mercato. Perciò, in questo caso, i problemi non sembrano essere presenti, tuttavia potrebbero sorgere qualora ci si trovi davanti ad un debito a medio lungo termine specialmente a tasso fisso. In quest'ultimo, infatti, se la curva dei rendimenti dei tassi di mercato si sposta in modo volatile, l'impatto che produce sul valore del debito potrebbe essere importante, pertanto si dovrà riprendere il valore contabile rettificandolo ad un adeguato valore di mercato. Quanto ai debiti a tasso variabile invece, normalmente il tasso di mercato è vicino a quello nominale poiché, ad ogni pagamento di cedola, il tasso contrattuale si adegua a quello di mercato e l'impatto sul valore può essere molto modesto. Tuttavia, anche un debito a medio lungo termine a tasso variabile può avere elevate oscillazioni nel caso in cui cambi il *rating* dell'azienda debitrice, ad esempio un tasso di mercato dato da un Euribor a 6 mesi + spread, dove quest'ultimo è il premio per il rischio che dipende, appunto, dal profilo di rischio dell'azienda, peggiore sarà il *rating*, maggiore sarà lo spread e di conseguenza aumenterà il tasso. Perciò, vediamo che non solo il tasso fisso può rappresentare un problema, ma talvolta, anche il tasso variabile può avere oscillazioni per effetto del profilo di *rating* aziendale. In fase di rettifica quindi, qualora l'impresa quotata abbia emesso obbligazioni, si dovrà verificare quanto quota l'obbligazione e allineare i prezzi di borsa a quelli del debito, si dovrà inoltre prestare attenzione ai debiti a medio lungo principalmente quelli a tasso fisso, si dovrà verificare la presenza di eventuale finanza agevolata o se sono presenti variazioni del *rating* aziendale attuate recentemente. Tutte queste informazioni aiuteranno così l'analista a comprendere se la posizione finanziaria netta potrà essere presa a valori contabili oppure si dovrà procedere a rettificarla.

## 3.2 VALUTAZIONI ASSOLUTE

### 3.2.1 METODO PATRIMONIALE

L'approccio patrimoniale per determinare il valore aziendale è il primo metodo che andrò ad approfondire nella mia analisi pratica. Tale metodo si fonda sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo del passivo riscontrati in bilancio, i quali vengono presi a valori correnti ed eventualmente aggiornati o rettificati. Tale metodo, pertanto, esprime

il valore aziendale in funzione del suo patrimonio netto rettificato. A tal proposito si possono distinguere due tipologie di metodi patrimoniali, il cui fattore di distinzione sono gli elementi che formano il cosiddetto "patrimonio immateriale" dell'impresa. Distinguiamo i metodi patrimoniali semplici da quelli complessi, dove, nella prima metodologia vengono valorizzati solamente le poste iscritte all'attivo al passivo patrimoniale, mentre nella seconda, vengono valorizzati nello specifico anche i beni materiali non inclusi nell'attivo, ma che comunque generano valore.

Per quanto riguarda l'ambito applicativo dei metodi patrimoniali, normalmente quelli semplici vengono applicati in quasi tutte le classi di aziende mentre quelli complessi trovano applicazione principalmente nelle aziende commerciali, bancarie ed assicurative.

Il vantaggio della valutazione aziendale con tale metodo è caratterizzato da un'elevata oggettività rispetto agli altri metodi valutativi, in quanto si basa esclusivamente sul patrimonio aziendale, pertanto richiede un numero limitato di ipotesi da assumere. Tuttavia, fornisce risultati accettabili solo in circostanze molto rare, principalmente per le aziende con forte patrimonializzazione e quindi con un elevato ammontare di attività immobiliari, come ad esempio le holding pure, società immobiliari o le società in liquidazione. Solitamente vengono utilizzati per dare completezza alle stime e per definire il contenuto in maniera più precisa.

Un altro vantaggio del metodo patrimoniale è la verificabilità, cosicché viene spesso utilizzato per le valutazioni legali, le quali sono accettabili "solo quando le prospettive reddituali dell'azienda, o del ramo d'azienda in esame, indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio. Il valore delle attività maggiormente esposte al rischio di impresa dovrebbe perciò essere sempre sottoposto a verifica reddituale." (PIV III 1.29, p. 137)

## **METODO PATRIMONIALE SEMPLICE**

Il metodo patrimoniale semplice eguaglia il valore del capitale economico di un'azienda al valore del suo patrimonio netto contabile rettificato in relazione alle differenze tra i valori correnti dell'attivo e del passivo con i corrispondenti valori contabili, ossia quelli iscritti a bilancio. Nello specifico ci si basa su una stima analitica degli elementi patrimoniali a valori correnti e quindi, per quanto riguarda gli asset patrimoniali attivi

vengono valutati sulla base di un potenziale acquisto o costituzione dello stesso, mentre per quanto riguarda gli elementi patrimoniali passivi vengono valutati sulla base della cessione degli stessi; in entrambi i casi vengono rettificati a valori correnti. Il tutto può essere riassunto dalla seguente formula:

*Figura 32 - capitale economico metodo patrimoniale semplice*

$$W_{equity} = PNR = PNC + \Delta A + \Delta B$$

Nella pratica, per l'utilizzo del metodo patrimoniale, si parte dal patrimonio netto contabile di un'azienda depurato dei dividendi per i quali è stata decisa la distribuzione e si procede successivamente ad analizzare i valori attivi e passivi del patrimonio. Da tali analisi possono emergere alcune rettifiche in aumento o in diminuzione e le più frequenti possono riguardare la correzione dei crediti oppure la valorizzazione di determinati costi capitalizzati senza alcun effettivo contenuto patrimoniale.

L'utilizzo del metodo semplice è spesso impiegato nella rotazione di società holding pure, nelle quali con la presenza di più asset non ci si aspetta la generazione di un valore oltre il mero risultato derivante dalla somma dei singoli elementi. Questo aspetto viene illustrato dal, già conosciuto Guatri, il quale afferma che: *"solo in poche situazioni i valori patrimoniali esprimono una scelta metodologicamente a se stante, cioè diventano un vero e proprio metodo di valutazione... In presenza di società contenitori"*, come appunto le holding pure e le immobiliari, *"(...) detentrici di beni, ma che nulla aggiungono alle capacità di flusso e ai rischi incorporati negli asset di cui sono titolari. In queste situazioni le vere valutazioni attengono ai singoli asset, mentre il contenitore non può aggiungere né togliere valore alla somma dei valori singoli, salvo le eventuali conseguenze fiscali legate alle divergenze tra valori di carico e valori correnti degli asset. In questo caso la scelta del metodo patrimoniale ha proprio il significato di rinuncia a un'autonoma valutazione dei flussi e rischi per la società contenitore. Il che significa anche la non valutazione di autonome strategie e della creazione di valore cui esse sono finalizzate"*. (Guatri, 1998, p.212).

## **METODO PATRIMONIALE COMPLESSO**

Il precedente metodo analizzato, il metodo patrimoniale semplice, può essere affinato attraverso la stima del valore attribuibile agli intangibili. Pertanto, si tiene conto, di alcuni

elementi immateriali dell'attivo patrimoniale che sfuggono con il metodo patrimoniale semplice ma che tuttavia, possono rappresentare un ruolo fondamentale nella valutazione del capitale economico. In altre parole, la valutazione con il metodo patrimoniale complesso è la valutazione con il metodo patrimoniale semplice rettificato a valori correnti anche degli asset intangibili.

Nello specifico, il metodo patrimoniale complesso è il patrimonio netto rettificato della società, ovvero il patrimonio netto contabile opportunamente rettificato riportandolo a valori correnti di mercato o stimando le attività e passività patrimoniali di bilancio (metodo patrimoniale semplice), aggiunto al valore attribuibile a quei beni materiali che non sono inclusi nell'attivo. I metodi patrimoniali complessi possono essere suddivisi a loro volta in:

- **Metodi di primo grado:** si tiene conto della valorizzazione dei beni immateriali contabilizzati dotati di valori di mercato, come i brevetti, le licenze, le concessioni e i marchi, procedendo alla determinazione del valore corrente di ciascun asset e determinando eventuali plusvalenze o minusvalenze;
- **Metodi di secondo grado:** si tiene conto della valorizzazione dei beni immateriali anche non contabilizzati ma dotati di valore di mercato, valorizzando solamente quei beni che possono essere oggetto di trasferimento autonomo, come la rete di vendita o il personale. In questo caso non vengono valutati separatamente ad esempio la quota di mercato o la clientela.

Per quanto riguarda la valorizzazione degli asset immateriali, essa può essere svolta utilizzando il metodo analitico ovvero il metodo empirico. Il primo è basato su ipotesi razionali, perciò documentate e motivate, come ad esempio il valore residuo dei costi sostenuti per ottenere i beni in oggetto, mentre il secondo si basa sull'applicazione di parametri che vengono dedotti osservando il comportamento degli operatori, come nel caso della valutazione di banche o assicurazioni.

### 3.2.2 METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale richiede un'accurata analisi dei bilanci consuntivi, in quanto alla base della valutazione dell'impresa c'è il determinare il reddito, cosiddetto, "normalizzato". La prima fase da perseguire è quella di stimare il reddito prospettico e

normalizzarlo, a questa segue poi la scelta dell'arco temporale della valutazione e la scelta dell'approccio valutativo (asset side o equity side), determinando infine il tasso di attualizzazione. Riassumendo pertanto, troviamo 4 fasi:

- Stima reddito prospettico;
- Normalizzazione del reddito;
- Scelta arco temporale e approccio valutativo;
- Identificazione tasso attualizzazione.

### **STIMA REDDITO PROSPETTICO**

In questa prima fase, solitamente si tende ad effettuare la stima del reddito prospettico partendo dai dati storici, tenendo in considerazione i risultati conseguiti nei più recenti anni che precedono la data di valutazione (ad esempio tre anni). Nel contesto attuale può essere anche molto difficile stimare un reddito prospettico, si pensi ad esempio alla situazione pre e post COVID oppure lo scenario di guerra che stiamo vivendo da ormai più di un anno. Pertanto, nella stima dei flussi reddituali futuri è importante considerare l'eventuale replicabilità dei flussi economici passati.

### **NORMALIZZAZIONE DEL REDDITO**

La seconda fase di tale metodo è la normalizzazione del reddito, la cui determinazione richiede un'attenta analisi dei bilanci consuntivi. La normalizzazione consiste in un processo volto a determinare un reddito cosiddetto "normale", ovvero depurato da componenti reddituali straordinari ed eccezionali, estranei alla gestione aziendale, prodotti da valutazioni di ordine fiscale o politica di bilancio, nonché da componenti di reddito solo apparenti. Pertanto, un primo passo per la normalizzazione del reddito è quella di non considerare eventuali costi e ricavi straordinari che non rappresentano l'effettivo reddito che l'impresa è in grado di generare. Alcuni esempi potrebbero essere: i contributi ottenuti a titolo di agevolazioni fiscali, come i contributi in conto capitale, oppure sopravvenienze attive e passive, plusvalenze o minusvalenze da cessione di attività immobiliari, utili fittizi relativi a periodi di elevata inflazione.

Un altro elemento da considerare sono i compensi degli amministratori. Nelle piccole e medie imprese è spesso frequente che gli amministratori siano anche i soci, pertanto in questi casi, la remunerazione degli amministratori non è in linea con i valori di mercato in quanto spesso gli amministratori-soci hanno dei compensi superiori o inferiori rispetto a

manager esterni alla proprietà, nel caso avessero coperto la medesima posizione. In questi casi sarà necessario considerare un ammontare di mutamento dell'amministratore in linea con quelli di mercato dato che il fine è quello di normalizzare il reddito. Con lo stesso principio spesso risulta necessario normalizzare anche l'ammontare dell'eventuale trattamento di fine mandato degli amministratori stessi.

La stessa regola vale per i cosiddetti *surplus asset*, per i quali non devono essere considerati i componenti reddituali connessi, come ad esempio gli affitti attivi negli immobili civili, in quanto tali asset sono valutati in modo separato.

Per quanto riguarda i gruppi societari, qualora la capogruppo sostenga costi a beneficio della società, come ad esempio un costo di pubblicità, in questo caso sarà necessario considerare tale quota parte del costo. Infine una normalizzazione molto frequente riguardo ai criteri di valutazione è quella relativa alla valutazione dei crediti e degli ammortamenti. Nel caso di svalutazione dei crediti, la mancata rideterminazione dell'ammontare del relativo fondo, si tramuta positivamente sull'attualizzazione dei flussi reddituali. Nel caso invece dell'ammortamento è necessario verificare se quest'ultimo è stato definito in relazione all'effettiva vita utile economica del bene e non sulla base di limiti di deducibilità fiscale. In quest'ultimo caso al fine di determinare il reddito normalizzato andrà sostituito l'ammortamento contabile con quello gestionale senza considerare l'effetto di eventuali plusvalenze da cessione. In merito all'imposte sui redditi sarà infine necessario stimarle sulla base di un'aliquota media effettiva. A tal proposito per rendere più chiara la questione del reddito normalizzato ho inserito una tabella esemplificativa:

*Figura 33 - tabella riassuntiva normalizzazione reddito*

<b>RISULTATO D'ESERCIZIO</b>	
	<b><i>Normalizzazione dei componenti di reddito di eccezionali/straordinari o non pertinenti/estranei alla gestione</i></b>
Più	Oneri "eccezionali"
Meno	Proventi "eccezionali"
Più	Oneri connessi a surplus asset
Meno	Proventi connessi a surplus asset
	<b><i>Normalizzazione componenti non a condizioni di mercato</i></b>
Più/Meno	Emolumenti amministratori a condizioni di mercato
Più/Meno	Canoni di affitto a condizioni di mercato
Meno	Costi di competenza sostenuti dalla capogruppo (nei caso di gruppi)

Meno	Interessi passive finanziamenti soci non remunerati
	<b>Normalizzazione componenti di reddito connessi a politiche di bilancio/distorsioni derivanti da norme fiscali</b>
Più/Meno	Ammortamenti
Più	Svalutazione crediti
	...
	<b>Reddito ante imposte normalizzato</b>
Meno	Imposte sul reddito
	<b>Reddito netto normalizzato</b>

Fonte: Bava Fabrizio, Devalle Alain, società il bilancio, il bilancio e revisione, “Valutazione d’azienda: il metodo reddituale e la normalizzazione”, Eutekne, pp. 60-61— 2024

## **SCELTA ARCO TEMPLARE DELLA VALUTAZIONE**

Solitamente l'arco temporale di un'impresa è, per definizione, infinito, in quanto è destinata a durare nel tempo. Tuttavia, i principi italiani di valutazione precisano che, talvolta, è preferibile un orizzonte temporale definito, si pensi ad esempio ad aziende caratterizzate da radici non ancora solide oppure aziende operanti in settori con elevata variabilità dei soggetti. Lo stesso vale per le aziende di piccole dimensioni data l'incertezza sul fatturato ed eventuali difficoltà di mantenere nel tempo il vantaggio competitivo, tali caratteristiche potrebbero indurre l'esperto ad attuare un arco temporale limitato nella stima. Con un arco temporale infinito, si deve tenere in considerazione che, per il periodo successivo a quello della stima di un reddito analitico, si dovrà ricorrere a ad un terminal value, un valore residuale con la prospettiva di una crescita dell'azienda perpetua. La formula base di tale metodo, costruita con la formula della rendita perpetua, è data dal rapporto tra il reddito netto prospettico (che varia in base all'approccio utilizzato) e il tasso di attualizzazione.

## **SCELTA APPROCCIO EQUITY SIDE O ASSET SIDE**

La scelta dell'approccio valutativo è una fase essenziale per la valutazione in oggetto. Come già evidenziato all'inizio di questo capitolo, con l'approccio asset side si ottiene l'Enterprise value al quale va sottratta la posizione finanziaria netta, mentre con l'approccio equity side, si andrà direttamente a stimare il valore del capitale netto, ovvero l'equity value. L'obiettivo di entrambi gli approcci è quello di identificare l'equity value, ma cambia la modalità per raggiungere tale scopo. La scelta di un approccio piuttosto

che un altro, fa variare il metodo di calcolo del reddito netto prospettico. Nel caso di equity side, il reddito netto prospettico da utilizzare è il risultato economico normalizzato, nel caso di asset side il reddito netto prospettico da utilizzare è il NOPAT normalizzato. Il NOPAT è il *Net Operating Profit After Taxes*, il quale è dato dall'EBIT al netto delle imposte calcolate solo sulla parte operativa.

Figura 34 - calcolo NOPAT

Ricavi
Costi operativi (monetari)
<b>EBITDA</b>
Ammortamenti
<b>EBIT</b>
Imposte (solo su parte operativa - EBIT)
<b>NOPAT</b>

### **DETERMINAZIONE TASSO DI ATTUALIZZAZIONE**

L'ultima fase è la determinazione del tasso di attualizzazione il quale, anch'esso varia in base all'approccio utilizzato. Nel caso di asset side verrà utilizzato il WACC, mentre nell'approccio equity side si fa riferimento al costo dell'equity (si rimanda al calcolo del [WACC – Capitolo 1](#)).

Nella prassi aziendale il metodo reddituale è molto utilizzato alternativamente ai discounted cash flow - che analizzerò al capitolo successivo - nel caso in cui, come avviene specialmente nelle micro e piccole-medie imprese, non sia disponibile un business plan (e perciò non si potrà attualizzare i flussi di cassa prospettici) oppure non sia prevista una crescita che richieda nuovi investimenti.

### **3.2.3 METODI BASATI SUL CONCETTO DI ECONOMIC PROFIT**

Il metodo basato sul concetto di *economic profit* si fonda sull'idea che la stima del capitale economico da effettuare sia data dalla somma di due addendi il valore dell'attività aziendale in essere e quello dei redditi che superano il rendimento atteso delle attività stesse. Qualora tale eccedenza esista e sia positivo, si forma il cosiddetto

*economic profit*, ovvero il profitto economico. A tal proposito distinguiamo due differenti metodi basati sul concetto di *economic profit*:

- Il metodo del *Economic Value Added* (EVA);
- Il metodo misto con evidenziazione dell'avviamento (*goodwill*).

### 3.2.3.1 METODO ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

Con il concetto di *economic value added* in realtà ci si riferisce ad una metodologia di valutazione delle performance aziendali nonché un parametro che misura la capacità del management di creare valore durevole e stabile per l'impresa. Può essere paragonato al ROE o al ROI, essendo anch'essi degli indicatori di performance, ma si differenzia da questi per il fatto di considerare anche il costo del capitale investito. Altra differenza con i due indicatori poc'anzi citati, è che l'EVA utilizza componenti di reddito e capitale investito modificati pervenendo un valore del capitale investito rettificato ed un reddito normalizzato, ricostruito partendo dal reddito operativo.

L'indicatore EVA è dato dal NOPAT, dal quale si va a sottrarre il tasso di attualizzazione WACC moltiplicato al capitale investito rettificato. In termini di formula avremo:

*Figura 35 - Economic Value Added*

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

Tuttavia, si può dire che l'azienda crea valore economico aggiuntivo quando il reddito aziendale normalizzato eccede il costo del capitale investito rettificato.

Rendimento del capitale investito operativo	-	Costo del capitale investito operativo	> 0
---	---	--	-----

*ossia*

$$EVA > 0$$

L'*economic value added* può essere utilizzato come metodo valutativo di un'azienda qualora l'ottica sia prospettica, pertanto i dati utilizzati si riferiscono alla generazione

futura di un nuovo valore. In questo caso il valore del capitale economico stimato deriva dalla somma algebrica tra il valore attuale degli EVA attesi (che prende il nome di *Market Value Added* - MVA) e il valore del capitale investito rettificato; a questo si va successivamente a sottrarre il valore della PFN.

*Figura 36 - Market Value Added*

$$MVA = \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT - (WACC * CIR)_t}{(1 + WACC)^t}$$

$$EnV = MVA + CIR$$

$$EqV = EnV - PFN$$

Nel calcolo del *Market Value Added* può essere aggiunto anche un terminal value alla fine dell'orizzonte esplicito di previsione, attualizzandolo. In questo caso aggiungendo il capitale investito rettificato si troverà l'Enterprise value.

Una volta terminata l'analisi della stima del capitale economico attraverso il metodo del EVA, possiamo ora all'analisi del secondo metodo basato sui flussi di risultato.

### 3.2.3.2 METODI MISTI PATRIMONIALE-REDDITUALE (UEC)

La metodologia in questione è rappresentata dal metodo misto patrimoniale-reddituale che, nella prassi delle valutazioni aziendali, è ben noto e frequentemente utilizzato. La peculiarità di questo metodo è la ricerca di un risultato condiviso che consideri congiuntamente l'elemento di obiettività e verificabilità rappresentato dal metodo patrimoniale e le attese reddituali le quali rappresentano una componente fondamentale dell'equity value. Il metodo misto patrimoniale-reddituale viene anche denominato "metodo UEC", il quale è stato formulato e raccomandato nel 1961 dall'*Union Europeenne des Experts Comptables Economicques et Financiers*, da cui deriva la denominazione di "metodo UEC".

A tal fine, ci si focalizza su due elementi: il valore del patrimonio netto rettificato e il valore dell'avviamento, generato dalla capacità dell'azienda di produrre un rendimento extra rispetto a quello normalmente atteso dal business, il quale può essere sia positivo che negativo. Perciò, esso è un metodo basato principalmente sul concetto dell'avviamento,

infatti, se l'impresa in questione remunera meglio il capitale investito nell'attività rispetto ai propri concorrenti, tanto più alto sarà il valore dell'avviamento aziendale e quindi dell'azienda stessa.

Si osserva che, qualora la capacità reddituale dell'impresa ecceda le normali attese degli investitori ci troviamo di fronte ad un avviamento positivo, cosiddetto *goodwill*, il quale porterà l'impresa a generare degli extra rendimenti rispetto a quelli attesi. Nel caso opposto, laddove le normali attese degli investitori eccedono la capacità reddituale dell'impresa, si è in presenza di un avviamento negativo, il cosiddetto *badwill*.

I metodi misti a cui possiamo fare riferimento sono principalmente due:

- **Il metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio:** nei quali andrà identificato un numero di anni di determinazione del sovra-reddito, limitata nel tempo, supponendo che le condizioni per le quali si genera il rendimento extra non possono permanere per sempre ma che siano destinati ad affievolirsi nell'arco di un periodo limitato. Quanto al tasso di attualizzazione del sovra-reddito ( $i'$ ), sarà maggiore del tasso di rendimento ( $i$ ) in quanto tiene conto del rischio che il vantaggio competitivo possa deteriorarsi nel tempo e che quindi il rendimento extra non possa manifestarsi in maniera perpetua.

*Figura 37 - metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio*

$$W = K + (R - i * K) * a_{n-i'}$$

dove:

K = valore patrimoniale netto rettificato;

R = reddito normalizzato;

n = numero di anni di determinazione del sovra-reddito;

i = tasso di rendimento normale per il settore di appartenenza dell'impresa;

$i'$  = tasso di attualizzazione del profitto o sovra-reddito.

- **Il metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio:** nel quale si stima il valore aziendale come la somma del patrimonio netto rettificato e di un avviamento calcolato su una rendita del sovrareddito temporaneamente illimitata. In questo caso il sovrareddito si produce nel tempo in maniera perpetua.

Figura 38 - metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio

$$W = K + n * (R - i * K)$$

dove:

K = valore patrimoniale netto rettificato;

R = reddito normalizzato;

n = numero di anni di determinazione del sovrareddito;

i = tasso di rendimento normale per il settore di appartenenza dell'impresa.

### 3.2.4 METODO FINANZIARIO: DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

In questo paragrafo andrò a definire a grandi linee il metodo finanziario, ma non entrerò nello specifico in quanto sarà oggetto del capitolo successivo. Il metodo finanziario stima il valore aziendale basandosi sui flussi di cassa che l'azienda si presume possa generare negli esercizi futuri. Il metodo finanziario più conosciuto, è quello dei Discounted Cash Flow o Discounted Cash Flow Analysis.

Gli elementi fondamentali della valutazione aziendale con tale metodo, sono quindi i flussi di cassa i quali variano in base all'approccio che si vuole utilizzare. Se utilizzeremo l'approccio asset side, il flusso di cassa da utilizzare è quello della gestione operativa al netto delle imposte, il FCFO e *Free Cash Flow from Operations*, d'altra parte, se utilizzeremo un approccio equity side, dovremo utilizzare invece il flusso di cassa netto per gli azionisti, il FCFE o *Free Cash Flow to Equity*. Di seguito richiamerò il metodo di determinazione di entrambi i flussi di cassa, già presentati nei capitoli precedenti.

Figura 39 - calcolo FCFO e FCFE

PFN
CCNO
+ EBITDA
- Var CCNO
- CAPEX
- IMPOSTE (sull'Ebit)
<b>FCFO</b>
+ Var. PFN
- Oneri Finanziari
+ Scudo fiscale
- Dividendi
<b>FCFE</b>

Perciò il primo passo da perseguire, qualora si scegliesse di stimare il capitale economico attraverso il metodo finanziario, sarà innanzitutto capire l'approccio da utilizzare. Le formule generali da cui partire per la stima sono le seguenti:

*Figura 40 - formula generica capitale economico*

$$\text{Asset side: } Eq = \frac{FCFE}{WACC} - PFN \qquad \text{Equity side: } Eq = \frac{FCFE}{Ke}$$

Il secondo passo è, come per il metodo reddituale, stabilire l'arco temporale della valutazione la quali può avere una durata illimitata oppure illimitata. A tal proposito distinguiamo:

- **Il metodo sintetico:** in questo caso il valore aziendale asset side o dell'equity side è ottenuto attraverso formule compatte. A tal proposito si può attuare un'ulteriore suddivisione stimando una crescita per l'impresa, in questo caso ci troviamo di fronte ad una steady growth, dove l'impresa cresce ad un tasso  $g$ , oppure stimare dei flussi costanti per l'impresa, in quanto questo l'impresa non cresce e prende il nome di steady state;
- **Il metodo analitico:** in questo caso il valore aziendale asset side o dell'equity side non è ottenuto attraverso formule compatte, ma è frutto di una somma di due variabili: un piano prospettico che va indicativamente dai 3 ai 7 anni ed un valore residuale dell'impresa successivamente al piano, il cosiddetto terminal value.

Inutile dire che il metodo analitico è più preciso rispetto a quello sintetico, però d'altra parte diviene più complesso. A tal proposito in merito al terminal value, è possibile distinguere due ipotesi:

- **Durata illimitata:** il più utilizzato nella prassi valutativa, nella quale si ipotizza un'impresa con una rendita perpetua stimando un valore finale in un periodo  $n$ -esimo, al termine del quale, si potrà distinguere a sua volta un terminal value:
  - **Economico**, ipotizzando una redditività aziendale superiore al costo-opportunità del capitale anche dopo il periodo  $n$  (pertanto avremo una redditività aziendale  $>$  al WACC dopo  $n$ );

- **Di equilibrio**, ipotizzando invece una redditività aziendale equivalente a quella a minima attesa, escludendo l'ipotesi della creazione di valore dopo n (pertanto avremmo una redditività aziendale = redditività attesa dopo n).
- **Durata limitata:** in questo caso le limitazioni potrebbero essere molteplici tra le quali possiamo riscontrare delle limitazioni oggettive, come quelle di natura normativa (operando ad esempio in un regime di autorizzazione o concessione come un servizio pubblico), ambientale (svolgendo attività di sfruttamento di risorse naturali come ad esempio un giacimento petrolifero), nonché di natura giuridica (vita limitata per imposizioni statutarie, possibile ad esempio nelle joint-venture). Un altro caso di durata limitata del valore terminale è l'inserimento di un valore di liquidazione dell'azienda. Pertanto, se la durata è limitata il termine può assumere:
  - Un valore **terminale contabile**, che dipende dal valore contabile degli asset che compongono il patrimonio aziendale al termine del periodo di previsione analitica. Tendenzialmente il valore terminale contabile e il valore di equilibrio coincidono in condizioni di sviluppo regolare dell'attività;
  - Un valore **terminale di liquidazione**, che dipende dal valore assunto dalla cessione dell'attività e l'estinzione delle passività componenti il patrimonio aziendale.

Per valutare la correttezza e la convenienza nell'uso di un metodo analitico occorre quantificare il peso del valore terminale rispetto al valore degli asset o dell'equity, rispettivamente se viene utilizzato l'approccio asset side o equity side, attraverso un semplice rapporto tra grandezze. Il capitolo successivo sarà dedicato esclusivamente ai DCF, nel quale, tale valutazione di correttezza ed adeguatezza della stima sarà approfondita. In tale paragrafo si accenna solo che, qualora risultasse una percentuale troppo elevata, porta l'analista ad optare per l'utilizzo del metodo sintetico, in quanto quello analitico non riscontra discontinuità o fenomeni rilevanti, risultando inutile. Alcune conclusioni che si possono trarre qualora si ricavi un valore troppo elevato sono ad esempio, aver commesso errori nella stima dei flussi relativi al periodo previsionale oppure l'utilizzo di un periodo di previsione troppo breve, in quanto non tiene in considerazione dell'intero fenomeno di rientro dall'investimento.

### 3.3 VALUTAZIONI RELATIVE: METODO COMPARATIVO

L'ultimo metodo valutativo da analizzare è l'approccio comparativo (o dei multipli), il quale stima il valore dell'azienda secondo due prospettive:

- *Stock multiple*: stimare il valore aziendale partendo dai prezzi di borsa di aziende simili o comparabili;
- *Deal multiple*: stimare il valore aziendale partendo dai prezzi di transazioni comparabili.

Quanto alla prima prospettiva, la quale verrà approfondita al [capitolo cinque](#) di tale elaborato, si va a stimare il valore aziendale moltiplicando delle grandezze economico-reddituali con determinati moltiplicatori, i multipli di mercato.

Anche per il metodo esaminato si possono distinguere i multipli calcolati utilizzando grandezze asset side o i multipli calcolati utilizzando grandezze equity side, a seconda che nella grandezza utilizzata si possono distinguere o meno i costi derivanti dalla *financial structure*. In linea generale un multiplo è dato dal rapporto tra il valore dell'Enterprise value o del price rispettivamente se ci troviamo in prospettiva asset side o equity side, con una grandezza economico-reddituale.

Figura 41 - formula base multiplo

$$K = \frac{\textit{Enterprise value o prezzo}}{\textit{grandezza economico finanziaria}}$$

Generalmente una volta identificato il metodo valutativo principale è opportuno individuare un secondo metodo che funge da "metodo di controllo" con il fine di valorizzare e verificare il risultato ottenuto con il metodo principale. Il metodo dei multipli può avere entrambe le finalità, pertanto può essere utilizzato sia come mezzo principale così come metodo di controllo. Tendenzialmente si tende ad utilizzarli molto nella prassi poiché sono di elevata semplicità applicativa, in quanto si prende il multiplo e lo si moltiplica per la grandezza economica dell'impresa selezionata. Tuttavia, sono tanto semplici quanto imprecisi, infatti l'utilizzo dei multipli implica che i prezzi di mercato delle aziende comparabili siano una stima non distorta del loro valore effettivo, il che è raro dato che, come abbiamo visto al capitolo uno, il valore si discosta spesso dal prezzo, poiché quest'ultimo è determinato in funzione di un unico parametro.

Dal punto di vista operativo si possono distinguere tre fasi principali nell'utilizzo del metodo in esame:

- Scelta di un gruppo di imprese comparabili chiamate anche *comparables* o *peer*;
- Calcolo dei moltiplicatori per le imprese comparabili selezionate;
- Calcolo del multiplo medio delle *comparables*.

Per determinare i multipli di mercato solitamente si utilizzano le banche dati a disposizione gratuitamente, come ad esempio Damoderan, oppure a pagamento, come Bloomberg o Thompson Reuters, le quali calcolano i multipli basandosi sulle quotazioni di mercato della società. Affinché si possono calcolare i multipli di mercato, sarà necessario disporre quindi della capitalizzazione di mercato che deriva dal valore dell'azione di borsa, il che implica a dire che il presupposto per il calcolo dei multipli è che le società comparabili siano quotate. Solitamente i multipli vengono successivamente calcolati per settori con l'obiettivo di stabilire una media e una mediana.

Tuttavia la difficoltà di tale metodo sta nella ricerca delle *comparables*. Si pensi ad esempio il caso in cui si prenda un multiplo di una società quotata e lo si applichi ad una PMI, assumendo così che le condizioni che stanno alla base del valore delle società quotate si trovino nelle PMI; questo non può essere verificato. Sicuramente il grado di rischio è diverso in quanto una PMI ha una maggior liquidità derivante dal fatto che i titoli non possono essere scambiati.

Come accennato inizialmente, i multipli possono derivare anche da transazioni comparabili (o transazioni concluse), la cosiddetta prospettiva *deal multiple*. La peculiarità è che deve essere presente una vendita recente, infatti, il parametro di riferimento in questo caso non è il prezzo di borsa, bensì il prezzo di compravendita. Si possono distinguere quattro caratteristiche nelle transazioni comparabili:

- Utilizzo del prezzo di compravendita di una recente transazione di un'azienda non quotata;
- Si fa riferimento a pacchetti di maggioranza o minoranza qualificata;
- Risultato di un'unica transazione;

- La particolarità di questo metodo è che l'unica tipologia che tiene conto del premio per il controllo pagato al momento della stima del valore.

Per determinare il multiplo della transazione conclusa, si dovrà analizzare il contratto di cessione delle quote determinando il multiplo dal valore di vendita. Tuttavia nei contratti pubblici di cessione delle quote spesso non sono presenti tutte le condizioni.

Anche il multiplo derivante dalle transazioni comparabili è chiaramente un rapporto, dove al numeratore si avrà il prezzo concordato dalle parti, mentre al denominatore si avrà invece una grandezza economico-patrimoniale storica (la cosiddetta versione *current*, unica alternativa per le transazioni comparabili, diversamente dai multipli di borsa dove ne avremo tre, approfondite successivamente).

Vediamo come l'utilizzo dei multipli, che siano derivanti dal mercato o da transazioni concluse, dovrà essere effettuato con estrema attenzione in base al contesto di in cui si effettua la valutazione.

Concluso tale capitolo dove ho elencato i principali metodi valutativi aziendali utilizzati nella prassi operativa, utilizzando una chiave pressoché teorica e meramente qualitativa, il prossimo capitolo avrà una veste più tecnica e pratica, caratterizzata da formule applicate. Entrerò nello specifico su i due metodi valutativi principali: metodo finanziario dei DCF e metodo dei multipli di borsa, i quali li utilizzerò successivamente nel case study.

Di seguito ho inserito una tabella riepilogativa:

	EQUITY SIDE	ASSET SIDE
VALORE STIMATO	Market cap (Equity value)	Enterprise value
PATRIMONIALE	CP rettificato	CIN rettificato
REDDITUALE	Reddito normalizzato	NOPAT normalizzato
FINANZIARIO	FCFE	FCFO
COSTO DEL CAPITALE	$K_e$	WACC o VAM



## CAPITOLO 4 – DISCOUNTED CASH FLOW

### 4.1 INTRODUZIONE DEI DCF

I metodi finanziari per la valutazione aziendale per eccellenza sono i metodi DCF (discounted cash flow), i quali sono molto utilizzati nella prassi internazionale, anche se da alcuni decenni hanno trovato frequente applicazione anche nel contesto italiano. Come accennato nel capitolo precedente al paragrafo dedicato ad essi, i discounted cash flow prevedono che l'impresa venga riconosciuta un valore in relazione alla sua attitudine volta a produrre flussi di cassa previsionali, i quali vengono poi attualizzati scontando il profilo di rischio ad essi riferito. Tale metodo potrebbe essere assimilato alla logica utilizzata per il calcolo del VAN (si veda il [Capitolo uno](#)), infatti il valore d'impresa può essere visto anche come il valore attuale dell'impresa stessa, o meglio il valore attuale dei suoi flussi di cassa prospettici.

Il metodo dei DCF è generalmente suddiviso, come già anticipato più volte, in due modelli, che variano in funzione la prospettiva di analisi. A tal proposito, distinguiamo il modello *Flow to Equity*, che sostanzialmente richiama l'approccio equity side, dal modello del WACC, che invece richiama l'approccio asset side.

Nel **modello *Flow to Equity***, premesso che il focus è sulla determinazione del valore del capitale proprio dell'equity, i flussi prospettici da considerare saranno quelli potenzialmente percepiti dai soci, ovvero i flussi di cassa disponibili per gli azionisti nonché gli FCFE, attualizzati ad un tasso che considera il rischio che gli azionisti stessi corrono nell'investimento aziendale. Il tasso in questione che esprime le attese di rendimento degli azionisti è il costo del capitale proprio  $r_E$ , già ampiamente discusso nel capitolo uno. L'importante nell'utilizzo di tale metodo è che ci sia coerenza tra il costo del capitale utilizzato e l'ottica di flussi finanziari. Il modello in questione solitamente viene espresso dall'acronimo FTE (*Flow to Equity*) o equity side aggregato, mediante la seguente formula:

Figura 42 - modello FTE

$$\text{Valore equity} = \sum_{i=1}^N \frac{FCFE_i}{(1 + r_E)^i}$$

Nel modello del WACC, il focus in questo caso, non sarà più l'equity, bensì gli asset, pertanto i flussi prospettici da considerare saranno quelli di pertinenza di tutti i conferenti di capitale, ovvero capitale proprio e di terzi, i quali sono espressi dagli FCFO. In questo caso il tasso di attualizzazione è il costo medio ponderato del capitale ovvero il WACC, il quale dovrebbe esprimere l'attesa di rendimento medio dei conferenti di capitali e tale tasso è corretto per il rischio assunto in media dagli stessi. Chiaramente, anche in questo caso è importante che ci sia coerenza tra il costo del capitale utilizzato i flussi finanziari impiegati. Il modello in esame viene appunto nominato modello del WACC, un metodo asset side aggregato espresso mediante la seguente formula:

*Figura 43 - modello WACC*

$$Valore\ assets = \sum_{i=1}^N \frac{FCFO_i}{(1 + WACC)^i}$$

Dal quale, come sappiamo, per trovare il valore aziendale sarà necessario sottrarre il valore del debito, ovvero la posizione finanziaria netta.

I modelli FTE e WACC sono ampiamente utilizzati nella valutazione di imprese, sia quotate che non quotate, ma presentano limiti significativi, specialmente per le imprese non quotate di dimensioni più piccole. Uno dei principali limiti è la difficoltà nel gestire la variazione del livello di indebitamento lungo il periodo di stima dei flussi di cassa, poiché questo influisce sia sul costo del capitale proprio che sul costo medio ponderato del capitale. Ad esempio, quando il livello di indebitamento cambia nel tempo, il WACC diventa problematico poiché è influenzato dal rapporto di leva finanziaria. Questa sfida è mitigata nell'analisi di imprese quotate, dove si dispone di dati di mercato per determinare il rapporto di leva finanziaria. Tuttavia, per le imprese non quotate, gli analisti spesso fissano un obiettivo di indebitamento per calcolare un WACC o un costo del capitale proprio costante nel piano. D'altra parte però, stabilire un obiettivo di leva finanziaria a valori di mercato è complesso, poiché i consulenti e gli imprenditori sono abituati a utilizzare dati di leva finanziaria contabile, che potrebbero non riflettere il vero rischio finanziario dell'impresa. Pertanto, la mancanza di dati di mercato rende difficile la rideterminazione continua del rapporto di leva finanziaria per le imprese non quotate. Una soluzione alternativa è quella di utilizzare aziende quotate come riferimento, ma questo può generare discrepanze significative, poiché le aziende non quotate tendono

ad essere più indebitate. Un approccio alternativo è l'utilizzo di un metodo DCF il cui tasso di sconto non viene influenzato dal livello di indebitamento, tale approccio è identificato come Adjusted Present Value (APV), conosciuto anche come Valore Attuale Modificato (VAM), nel quale il debito viene valutato separatamente e può essere utilizzato per superare queste criticità.

## 4.2 APV: SCOMPOSIZIONE VALORE *LEVERED* ED *UNLEVERED*

Il metodo Adjusted Present Value o Valore Attuale Modificato, già stato accennato nel capitolo introduttivo iniziale, è un mezzo di valutazione aziendale alternativo la cui stima del valore comprensivo del debito (valore *levered*) viene calcolato determinando prima il suo valore privo di debito (valore *unlevered*) e successivamente aggiungendo il valore attuale dello scudo fiscale del debito.

Tale modello utilizza l'ottica asset ed è definito anche come modello asset di tipo aggregato in quanto, come anticipato disaggrega il valore *unlevered* e quello dello scudo fiscale del debito. Pertanto, il metodo in esame, comporta a stimare i valori aziendali valorizzando i benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli interessi finanziari come addendo al valore dell'impresa *unlevered*.

Il metodo del Adjusted Present Value si ispira alla scomposizione del valore dell'impresa in tre elementi:

- Il valore dell'impresa come se fosse prima di debito;
- Il valore dello scudo fiscale;
- Il debito finanziario netto (o posizione finanziaria netta).

A tal proposito, la formula generale è la seguente:

*Figura 44 – Valore levered*

$$V_l = APV = V_u + VA (\text{scudo fiscale del debito}) - PFN$$

Per la stima del valore *levered* con il metodo in questione, la prima fase sarà quella di calcolare il valore dell'investimento ipotizzando che l'azienda sia priva di debito. A tal proposito, si dovrà scontare i flussi di cassa del capitale, utilizzando gli FCFO, non utilizzando il costo medio ponderato del capitale, bensì il solo costo dell'equity

*unlevered*, quindi  $r_0$ . Il valore aziendale determinato coincide con l'Enterprise value, poiché l'impresa è priva di debito, il capitale investito netto coinciderà, per definizione, con l'equity. A tal proposito per trovare il valore sarà necessario calcolare separatamente lo scudo fiscale del debito. Volendo generalizzare e tralasciando l'ipotesi di *steady state* e *steady growth*, avremo che il valore aziendale è dato da due sommatoria:

Figura 45 – modello APV

$$V = \sum_{i=1}^N \frac{FCFO_i}{(1 + r_0)^i} + \sum_{i=1}^N \frac{OF_j * t_c}{(1 + r_D)^i}$$

La prima parte esprime appunto il valore degli asset dell'impresa e priva di debito, motivo per il quale i flussi finanziari operativi vengono attualizzati al costo del capitale *unlevered*. La seconda parte invece, fa riferimento al beneficio derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari. Infatti il valore dello scudo fiscale è determinato, nella sua forma semplificata, moltiplicando il debito per l'aliquota fiscale, pertanto avremo:

$$Tax\ shield = OF * t_c$$

che, scomponendo, gli oneri finanziari sono dati dal debito finanziario dell'esercizio precedente moltiplicato per il tasso di interesse.

L'utilizzo dell'Adjusted Present Value e quindi del valore attuale modificato piuttosto del WACC, presenta molti vantaggi, tra i quali:

- Più semplice da applicare rispetto al WACC quando l'impresa non mantiene costante il rapporto di indebitamento in quanto con i flussi operativi sono scontate di un tasso che non risente livello di indebitamento;
- Non occorre conoscere il costo dell'equity, evitando quindi le classiche e teoriche ipotesi semplificatrici;
- Il WACC utilizza una struttura finanziaria costante, con un determinato peso dell'equity e con determinato peso del debito, con il VAM invece si possono qualificare analiticamente i flussi di cassa;
- Può essere utile anche ai manager, fornendo loro una valutazione esplicita dello scudo fiscale;

- Si possono tenere conto anche altre imperfezioni oltre che le imposte, come i costi del dissesto, i quali non vengono considerati dal WACC;
- Maggior trasparenza in quanto poiché si mette in evidenza il contributo del debito al valore generato dall'impresa e il contributo dell'attività operativa;
- Con questa suddivisione è possibile aggiungere un ulteriore addendo alla formula, il quale è rappresentato dai costi del dissesto, ovvero gli impatti finanziari associati a situazioni di crisi che comportano scenari negativi per l'impresa.

In conclusione, aggiungendo il metodo del APV, rettifico quanto detto all'inizio di questo capitolo, il modello dei DCF, pertanto, prevede una suddivisione in tre approcci: Flow to Equity (FTE), metodo del WACC e Adjusted Present Value (APV).

Per i tre approcci appena elencati, il valutatore avrà a disposizione due tipi di ipotesi in merito all'andamento prospettico dei flussi finanziari:

- Utilizzare un **metodo sintetico** per i quali i flussi finanziari non sono stabili oppure crescono ad un tasso costante per tutto il piano (tasso  $g$ );
- Utilizzare un **metodo analitico** per i quali i flussi finanziari non sono stabili, ma seguono per un certo periodo di tempo una dinamicità non del tutto regolare, pertanto esiste un periodo di previsione aggiunto ad un valore terminale di lungo termine il cosiddetto *terminal value*.

Il metodo sintetico e quello analitico saranno oggetto dei due paragrafi successivi.

### 4.3 IL MODELLO SINTETICO

Qualora si decidesse di optare per il metodo sintetico, la prima distinzione da svolgere sta nel distinguere i flussi finanziari stabili o che crescono ad un tasso  $g$ , dove avremo rispettivamente un'impresa *steady state* o *steady growth*.

L'ipotesi **steady state** prevede che l'impresa abbia ricavi, costi ed asset attivi e passivi pressoché stabili, abbia una durata illimitata e presenti lo stesso rischio operativo nell'arco di tempo analizzato. Capiamo che in presenza di tali forti ipotesi semplificatrici, lo si utilizzi molto poco nella prassi operativa.

In seguito a tali *assumption*, comporta ad una determinazione dei flussi finanziari FCFO e FCFE parzialmente differente da quella generalmente operata. Nel caso dei **FCFO**,

mantenendo stabili gli elementi dell'attivo del passivo, non comporta ad una variazione del capitale circolante netto operativo e quindi facendo corrispondere l'EBITDA al netto delle imposte operative al flusso di cassa netto della gestione caratteristica (FCGC). Non essendoci nemmeno una variazione del capitale fisso, il CAPEX corrisponderà all'ammontare degli ammortamenti e questo comporta che l'impresa investe, e quindi spende, in investimenti fissi un ammontare che equivalente agli ammortamenti (pertanto avremo stessa capacità produttiva e stesso livello di capitale fisso). Da ciò deriva che l'FCFO corrisponde all'EBITDA al netto delle imposte operative e al netto degli ammortamenti e che il NOPAT corrisponde al FCFO (si ricorda che il NOPAT equivale a reddito operativo al netto delle imposte operative).

Per quanto riguarda la determinazione del **FCFE**, la stabilità degli asset attivi e passivi non comporta variazione della posizione finanziaria netta. Da ciò ne deriva che il FCFE corrisponde al NOPAT al netto degli oneri finanziari sommato agli scudi fiscali che, di fatto corrisponde al risultato d'esercizio, derivante dal bilancio.

A tal proposito avremo che i due flussi finanziari saranno così calcolati:

*Figura 46 - flussi finanziari in ipotesi steady state*

+ EBITDA	
- Var CCNO	
- CAPEX	
- IMPOSTE (sull'Ebit)	
<b>FCFO</b>	
<hr/>	
+ Var. PFN	
- Oneri Finanziari	
+ Scudo fiscale	
- Dividendi	
<b>FCFE</b>	

$$FCFO = EBITDA (1 - t) - amm. ti$$

$$FCFE = risultato d'esercizio$$

Le formule da utilizzare qualora la durata dell'impresa sia illimitata e i flussi finanziari siano stabili, è quella della rendita perpetua. A tal fine si andrà ad attualizzare al relativo tasso di sconto il flusso costante e, in base ai tre modelli valutativi si formeranno le seguenti formule:

Figura 47 - formule modelli steady state

Modello FTE	$E = \frac{\text{Risultato d'esercizio}}{r_E}$
Modello WACC	$V = \frac{NOPAT}{WACC}$
Modello APV	$V = \frac{NOPAT}{r_0} + \frac{Dr_D t_c}{r_D} = \frac{NOPAT}{r_0} + Dt_c$

Teoricamente dai tre modelli dovrebbe risultare il medesimo risultato in termini di valore di attività e dell'equity.

Le suddette formule possono condurre a considerazioni molto valide in termini di redditività e creazione del valore così da rendere coerenti l'intero processo di valutazione. Il ROI (in questo caso al netto delle imposte operativa) è dato dal rapporto tra il NOPAT e il capitale investito netto, pertanto, prendendo come riferimento il modello WACC la formula può essere così riscritta:

Figura 48 - Creazione valore ottica WACC

$$ROI_N \frac{NOPAT}{CIN} \Rightarrow V = \frac{ROI_N * CIN}{WACC}$$

Da cui si ricava, attraverso semplici calcoli, che il rapporto tra valore aziendale e il capitale investito netto equivale a rapporto tra il ROI netto e il WACC. Ciò comporta a dire che la creazione di valore, ovvero un valore aziendale in eccesso rispetto al capitale investito netto posso essere presente solamente qualora l'impresa riesco a produrre un ROI al netto delle imposte operative maggiore al WACC. In altre parole si può dire che la creazione di valore per l'impresa avviene solo nel momento in cui la redditività si mantenga superiore al costo medio del capitale. Da ciò ne deriva che:

- $V/CIN > 1$                      $\rightarrow$                      $ROI_N > WACC$
- $V/CIN = 1$                      $\rightarrow$                      $ROI_N = WACC$
- $V/CIN < 1$                      $\rightarrow$                      $ROI_N < WACC$

In maniera similare avremo potuto ragionare negli altri due casi. Nel caso del modello del FTE, variandone la relativa formula e sapendo che dal rapporto tra il ROI e il capitale proprio ne deriva il risultato di bilancio; si conclude che:

Figura 49 - creazione valore ottica FTE

$$E = \frac{ROE * CP}{r_E} \Rightarrow \frac{E}{CP} = \frac{ROE}{r_E}$$

Pertanto, qualora la redditività del capitale proprio sia superiore al costo dell'equity, avremo un valore dell'equity maggiore del capitale proprio.

Nel **caso invece del APV** si creerà valore solo quando la redditività del capitale investito al netto delle imposte operative (ROI) sia superiore al costo del capitale *unlevered*, comporterà a risultare un valore aziendale *unlevered* maggiore del capitale investito netto.

Figura 50 - Creazione valore ottica APV

$$V_u = V - Dt_c = \frac{ROI_N * CIN}{r_0} \Rightarrow \frac{V_U}{CIN} = \frac{ROI_N}{r_0}$$

In passato, specialmente in Italia, c'era una preferenza per valutare le aziende basandosi sui margini economici piuttosto che sui flussi finanziari, soprattutto perché la "cultura" dei flussi finanziari era meno diffusa tra i professionisti del settore nel paese. Secondo questo approccio, il valore di un'azienda era determinato principalmente dalla sua capacità di generare risultati netti (vista dall'ottica dell'equity) o margini operativi prospettici (vista dalla logica dell'asset).

Spesso in tale modello si ipotizzava un andamento crescente dei risultati economici o dei margini nel tempo, per includere l'effetto della crescita nel valore attuale dell'azienda. Tuttavia, questo approccio non considerava gli sforzi finanziari necessari per sostenere tale crescita, come gli investimenti aggiuntivi. Pertanto, l'utilizzo di un modello reddituale avrebbe senso solo se si ipotizzassero margini costanti, dove l'azienda non deve investire ulteriori capitali per mantenere quei margini.

Questo modello è più adatto per aziende mature con prospettive di crescita limitate, dove si proietta un margine o un risultato economico all'infinito facendo una media degli

ultimi esercizi per normalizzare i risultati e evitare effetti non ripetibili attribuibili solo all'ultimo esercizio disponibile.

Quanto detto finora è riferito all'impresa con flussi finanziari costanti, le cosiddette *steady state*, ora procediamo invece togliendo l'ipotesi della stabilità dei flussi finanziari e ipotizzando una crescita per l'impresa. In altre parole andrò ad analizzare l'ipotesi dell'impresa *steady growth*, la quale prevede che le *assumption* relative alla durata e rischio operativo non variano, però verrà aggiunta una crescita ad un tasso costante. A tal proposito avremo le seguenti caratteristiche:

- Crescita costante ad un tasso  $g$  sia per elementi patrimoniali nonché in cui economici;
- Durata illimitata stesso;
- Stesso rischio operativo nell'arco di tempo analizzato.

Di conseguenza avremo che i flussi finanziari analizzati aumenteranno per lo stesso tasso ( $g$ ) in maniera perpetua. Inoltre, non saranno presenti variazioni del costo del capitale per l'attualizzazione dei flussi di cassa in quanto il rischio operativo rimane costante nel tempo.

In seguito a tali *assumption*, vediamo ora alla determinazione dei flussi finanziari FCFO e FCFE in ipotesi di *steady growth*. Il primo effetto dovuto alla crescita ad un tasso costante dei margini e degli elementi dell'attivo, è sicuramente che la variazione del capitale circolante netto operativo e del capitale fisso equivalgono al valore iniziale di questi elementi, moltiplicati per il tasso di crescita  $g$ . Pertanto, consegue che la variazione del CCNO è data dallo stesso al tempo zero moltiplicata per  $g$  e, contestualmente, la variazione del capitale fisso è data dallo stesso al tempo zero moltiplicato anch'esso per  $g$ . Un altro effetto è che ammortamenti, imposte operative ed EBITDA saranno equivalenti agli stessi riferimenti dell'esercizio precedente e incrementati di  $(1+g)$ . Conseguentemente il cash flow operativo sarà così composto:

$$FCFO_1 = EBITDA_0 (1 + g) - imposte_0 (1 + g) - amm. ti_0 (1 + g) - g * CCNO_0 - g * capitale fisso_0$$

dove, qualora raccogliessimo in primis per  $(1 + g)$  e successivamente per  $(- g)$ , ne ricaviamo che il cash flow operativo è dato da:

$$FCFO = NOPAT (1 + g) - g * CIN$$

Per quanto riguarda la quantificazione dei flussi di cassa per gli azionisti e avremo che la variazione della posizione finanziaria netta equivale alla stessa moltiplicata per il tasso di crescita mentre, quanto agli oneri finanziari e gli scudi fiscali, questi saranno pari agli importi dell'esercizio precedente incrementati di (1+g). Pertanto in altre parole si può definire il flusso di cassa disponibile per gli azionisti come il flusso di cassa operativo maggiorato dei flussi in ingresso derivanti dall'incremento della posizione finanziaria netta e gli scudi fiscali a letto degli oneri finanziari. A tal proposito avremo che:

Figura 51 - flussi finanziari in ipotesi steady growth

$$\begin{aligned} FCFE &= FCFO_0 + g * PFN_0 + OF_0 * t_c (1 + g) - OF_0 (1 + g) \\ &= NOPAT_0 (1 + g) - g * CIN + g * PFN_0 + OF_0 * t_c (1 + g) \\ &\quad - OF_0 (1 + g) \\ &= NOPAT_0 * (1 + g) - OF_0 * (1 - t_c) (1 + g) - CP_0 * g \\ &= Risultato d'esercizio_0 * (1 + g) - capitale proprio_0 * g \end{aligned}$$

Quindi l'FCFE può essere calcolato mediante le suddette semplificazioni, attraverso il risultato di esercizio di ogni anno incrementato di (1 + g) al netto della crescita del capitale proprio.

Ora vediamo come si compongono le formule per i tre modelli di valutazione utilizzando la formula compatta per la quale, per calcolare il valore aziendale sarà necessario suddividere il flusso di cassa previsionale di riferimento per il relativo tasso di sconto detratto del tasso di crescita g.

Figura 52 - formule modelli steady growth

Modello FTE	$E = \frac{\text{Risultato d'esercizio}_0(1 + g) - CP_0 * g}{r_E - g}$
Modello WACC	$V = \frac{NOPAT_0(1 + g) - g * CIN_0}{WACC - g}$

Modello APV	$V = \frac{NOPAT_0(1 + g) - g * CIN_0}{r_0 - g} + \frac{D_0 r_D t_c}{r_D - g}$
-------------	--

Rispetto al caso precedente di uno *steady state*, il costo medio ponderato del capitale e il costo dell'equity dipendono anche dall'effetto del tasso di crescita.

Prima di passare alla fase successiva vorrei porre l'attenzione sul tasso di crescita, il quale finora è stato sempre denominato con la lettera *g*, tuttavia sarà necessario concretizzare una mera consonante in un effettivo calcolo. Il tasso di crescita è dato dal rapporto tra la redditività del capitale proprio (ROE - *Return On Equity*) e la ritenzione degli utili (TRU), dove quest'ultima è la percentuale degli utili che viene trattenuta all'interno dell'azienda per far fronte a nuovi investimenti pertanto è una sorta di autofinanziamento. La formula della ritenzione degli utili è la seguente:

*Figura 53 – formula ritenzione utili*

$$TRU = \frac{(EPS - DIV)}{EPS}$$

dove EPS sta ad indicare gli utili per azione (*Earning Per share*) mentre DIV è riferito ai dividendi (*dividend*). Il tasso di ritenzione degli utili può essere nuovamente semplificato con (1 - *b*), dove *b* è il *payment ratio*, il quale è dato dal rapporto tra il dividendo e l'utile per azione. Una volta stabilita la ritenzione degli utili è utile stabilire anche l'indicatore economico della redditività del capitale proprio il quale è invece dato dal rapporto tra il risultato di esercizio e il capitale proprio. Pertanto avremo che il tasso di crescita è così calcolato:

*Figura 54 - tasso di crescita g*

$$\begin{aligned}
 g &= ROE * TRU \\
 &= \frac{RN}{CP} * (1 - b) \\
 &= \frac{RN}{CP} * \left(1 - \frac{DIV}{EPS}\right)
 \end{aligned}$$

Il ROE, oltre alla classica formula poc'anzi detta, può essere anche trovato attraverso un ulteriore calcolo, derivante dalla somma tra il ROI e il prodotto tra il rapporto di indebitamento e la differenza tra il ROI stesso e il tasso di attualizzazione. Quanto appena detto vale nel caso volessimo trovare il ROE in ipotesi di valori *levered*, d'altra parte, in ipotesi di valore a *unlevered*, il ROE sarà esattamente pari al ROI, in quanto il rapporto di indebitamento sarà pari a 0 e di conseguenza si azzerà anche la differenza tra il ROI e il tasso di attualizzazione. Ora, per comprendere meglio quanto appena detto inserirò le relative formule.

*Figura 55 – calcolo ROE*

$$ROE_l = ROI + (ROI - i) * \frac{D}{E}$$

$$ROE_u = ROI$$

Alternativamente, il tasso di crescita di lungo periodo può essere calcolato in altri modi, come ad esempio, basandosi sul tasso di crescita storico, il quale si fonda principalmente su una media del tasso di crescita determinato dagli elementi fondamentali registrati dall'azienda. Oppure ci si può basare sul tasso di crescita derivante da previsioni degli analisti, il quale è applicabile specialmente alle società quotate, costantemente analizzate da esperti.

Tendenzialmente tale tasso non dovrebbe però eccedere il tasso di crescita dell'economia nella quale opera l'azienda, pertanto se non ci sono abbastanza informazioni disponibili si può prendere come tasso di crescita di riferimento quello dell'economia attuale.

#### 4.3.1 EFFETTO NEGATIVO DELL'INDEBITAMENTO

Fino ad ora sono stati tenuti in considerazione solo gli effetti positivi derivanti dall'indebitamento finanziario, i quali derivano dalla possibilità di ridurre gli oneri finanziari guadagnando così scudi fiscali. Pertanto, in prima istanza si potrebbe arrivare alla conclusione che l'aumento dell'indebitamento non abbia effetti negativi e che quindi, più si aumenta il debito maggiore sarà il beneficio degli scudi fiscali derivanti dalla deduzione degli oneri finanziari. Tuttavia, mantenere un debito troppo alto consegue ad

un aumento del rischio finanziario incrementando così la probabilità per l'impresa and incorrere in condizioni di insolvenza, provocando un effetto negativo sul valore aziendale. Dunque, qualora l'impresa abbia un grado di indebitamento troppo elevato è opportuno considerare anche i costi del dissesto nella stima del valore della stessa. Tale scenario è spesso frequenti principalmente nelle piccole e medie imprese.

Gli analisti spesso considerano un premio aggiuntivo per il rischio di insolvenza, il quale fa variare in aumento il costo dell'equity o il costo medio ponderato del capitale rispettivamente nei modelli FTE e WACC. Tuttavia, questi aggiustamenti non sono sempre basati su una rigorosa formulazione, ma piuttosto da evidenze empiriche, il che può portare a errori di stima se l'azienda non rientra nei casi oggetto della quantificazione empirica.

Una valida alternativa è considerare l'effetto negativo dell'indebitamento come un valore in deduzione anziché come correzione al tasso di sconto, seguendo l'approccio concettuale della teoria del Trade-off di Myers (1984). Il modello "*With-cost-of-leverage*" di Fernandez (2007) consente di considerare sia gli effetti positivi che quelli negativi dell'indebitamento come un unico addendo, basandosi sui dati specifici dell'impresa anziché sull'evidenza empirica generale. A calcolare con precisione il valore attuale dei costi il dissesto non è affatto semplice, o meglio è quasi impossibile. Tuttavia, li si può stimare attraverso delle stime riferite alla perdita attesa che i finanziatori supportano nel momento in cui erogano finanziamenti alle imprese. Tale perdita deriva moltiplicando l'esposizione debitoria alla *loss given default (LGD)*, ovvero il tasso di perdita verificabile al momento del default. Da ciò ne deriva la perdita in valore assoluto che, per renderla una perdita potenziale, dovrà essere moltiplicata per la probabilità di insolvenza o alternativamente chiamata *probability of default (PD)*. Contestualmente si può intendere la perdita attesa dei finanziatori come *spread* moltiplicato per il valore del debito. Da ciò ne perviene la seguente uguaglianza:

$$\text{Esposizione} * \text{LGD} * \text{PD} = D (r_D - r_F)$$

Dove, la differenza tra il costo del debito e il tasso di mercato privo di rischio, rappresenta lo *spread* per il rischio ovvero, il *credit spread*. A tal proposito, arrivati a questo punto, siamo giunti alla stima della perdita attesa supportata dai finanziatori assimilabili ai

cosiddetti costi del dissesto. Un ultimo passaggio da fare è attualizzare il tutto al costo del capitale *unlevered*, definendo la seguente formula:

Figura 56 – formula costi del dissesto

$$\text{Financial distress costs} = \frac{D(r_D - r_f)}{r_0}$$

Tale formula andrà sottratta al calcolo del valore aziendale; per semplicità mostrerò la correzione con i costi del dissesto solo nel modello del Adjusted Present Value, pertanto perviene che:

In ipotesi di **steady state** avremo:

Figura 57 – formula ATP steady state con costi del dissesto

$$V = \frac{NOPAT}{r_0} + Dt_c - \frac{D(r_D - r_f)}{r_0} = \frac{NOPAT}{r_0} + D \frac{r_0 t_c - r_D + r_f}{r_0}$$

In ipotesi di **steady growth** avremo:

Figura 58 – formula ATP steady growth con costi del dissesto

$$\begin{aligned} V &= \frac{NOPAT_0(1+g) - g * CIN_0}{r_0 - g} + \frac{D_0 r_D t_c}{r_0 - g} - \frac{D_0(r_D - r_f)}{r_0 - g} \\ &= \frac{NOPAT_0(1+g) - g * CIN_0}{r_0 - g} + D_0 \frac{r_f - r_D(1 - t_c)}{r_0 - g} \end{aligned}$$

Il valutatore ha la facoltà di quantificare o meno i costi del dissesto in base alle circostanze e soprattutto in base alle proprie competenze. Pertanto, la loro quantificazione non è obbligatoria, ma fortemente consigliata qualora ci si trovi di fronte ad un'azienda con un elevato indebitamento.

#### 4.4 IL MODELLO ANALITICO

La metodologia sintetica per la stima dei valori aziendali analizzata al paragrafo precedente, non include previsioni analitiche di grandezze reddituali o di flussi, piuttosto si mira a proiettare il flusso finanziario nel perpetuo sulla base di un andamento costante o crescente, il che rappresenta un metodo valutativo piuttosto semplici in termini di applicazione. Tuttavia, nella prassi aziendale il fatto di prevedere un flusso finanziario costante o con crescita perpetua potrebbe essere fuorviante e spesso dare dei risultati gonfiati o fittizi, in quanto tale andamento non rappresenta correttamente un adeguato trend prospettico del business aziendale. Questo avviene solitamente in casi in cui sono previsti importanti opportunità di crescita il cui tasso di crescita non può considerarsi costante, quando ad esempio è previsto un declino del business aziendale, o ancora qualora, durante la vita dell'impresa, possono essere presenti importanti fenomeni di discontinuità aziendali, il che comporta ad una probabile irregolarità dei flussi finanziari nel medio termine. Per tali motivazioni, al fine di avere una valutazione più precisa possibile, sarà necessario utilizzare un diverso approccio valutativo. Il preferito nella prassi operativa è il metodo che andrò ad analizzare nel presente paragrafo, ovvero il metodo analitico.

La stima del valore aziendale attraverso il metodo analitico prevede un primo periodo nel quale i flussi finanziari vengono determinati analiticamente e un secondo periodo nel quale i flussi finanziari sono invece costanti oppure crescono determinato tasso di crescita. Sostanzialmente il metodo analitico è dato dalla fusione tra una stima analitica dei flussi e che porta a stimare il valore della previsione esplicita e una stima realizzata utilizzando il metodo sintetico aggiunta al periodo previsionale esplicito. Quest'ultimo prende il nome del cosiddetto *terminal value* aziendale, già anticipato nel capitolo precedente al paragrafo dedicato. Il *terminal value* dovrà poi essere attualizzato al momento della stima.

Un importante aspetto da tenere in considerazione con il fine di ottenere una corretta applicazione del modello dei discounted cash flow analitico sta nella determinazione del primo flusso finanziario da proiettare nel perpetuo, che, come anticipato, può essere costante, qualora si stima che l'impresa mantenga la sua posizione nel perpetuo o in crescita, quando si stima una crescita dell'impresa in seguito al piano. Questo flusso corrisponderà ai margini ipotizzati nel caso di un'ipotesi di stato stazionario (*steady*

state), o ai margini aumentati dal tasso di crescita netto degli investimenti nel caso di un'ipotesi di crescita costante (*steady growth*). Tuttavia, potrebbe verificarsi che gli ammortamenti nel caso di uno stato di *steady state*, o la crescita del capitale investito netto nel caso di crescita, non riflettano adeguatamente gli investimenti a lungo termine necessari. In altre parole, gli ammortamenti o la crescita del capitale investito netto potrebbero essere troppo alti o troppo bassi rispetto agli obiettivi di generazione di flussi finanziari per determinare il valore terminale. In queste situazioni, il valutatore dovrebbe "normalizzare" il FCFO o FCFE, aggiungendo o riducendo un componente di investimento in modo da rendere credibile la generazione di tali flussi nel lungo periodo. A tal proposito però, se l'analista ha già previsto un numero sufficiente di anni di previsione esplicita che considerano tutti gli effetti derivanti da fenomeni come le discontinuità aziendali, il flusso finanziario dovrebbe già essere adeguatamente "aggiustato" (e quindi normalizzato) per essere proiettato in avanti senza ulteriori variazioni. In questo caso, non sarebbe necessario normalizzare il flusso finanziario come poc'anzi detto.

Come nel caso del metodo sintetico di seguito andrò ad inserire una tabella per i diversi approcci valutativi, inutile dire che, anche nel metodo analitico sono tre: il modello del Flow to Equity, il modello del WACC e quello dell'Adjusted Present Value.

Figura 59 - formule steady state con terminal value

Modello FTE	$E = \sum_{i=1}^t \frac{FCFE_i}{(1+r_E)^i} + \frac{\text{Reddito netto}}{r_E} * \frac{1}{(1+r_E)^t}$
Modello WACC	$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \frac{NOPAT_n}{WACC} \frac{1}{(1+WACC)^t}$
Modello APV	$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+r_O)^i} + \sum_{i=1}^t \frac{OF_i * t_c}{(1+r_D)^i} + \frac{NOPAT_n}{r_O} \frac{1}{(1+r_O)^t} + \frac{D_t r_D t_c}{r_D} \frac{1}{(1+r_D)^t}$

Si ricorda che il NOPAT (in tal caso normalizzato) è dato dall'EBIT al netto delle imposte in ipotesi steady-state equivale al FCFO. Si ricorda inoltre che non essendoci crescita, il FCFE equivale al reddito netto di bilancio.

Figura 60 - formule steady growth con terminal value

Modello FTE	$E = \sum_{i=1}^t \frac{FCFE_i}{(1+r_E)^i} + \frac{RN(1+g) - CP * g}{r_E - g} * \frac{1}{(1+r_E)^t}$
Modello WACC	$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \frac{NOPAT(1+g) - CINO * g}{WACC - g} * \frac{1}{(1+WACC)^t}$
Modello APV	$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+r_o)^i} + \sum_{i=1}^t \frac{OF_i * t_c}{(1+r_D)^i} + \frac{NOPAT(1+g) - CINO * g}{r_o - g} * \frac{1}{(1+r_o)^t}$ $+ \frac{D_t r_D t_c (1+g)}{r_D - g} * \frac{1}{(1+r_D)^t}$

Come abbiamo visto, l'ultima parte aggiunta alle suddette formule è il cosiddetto terminal value, ovvero il valore residuale dell'impresa dopo il piano prospettico stimato. Le formulazioni analisi di studio prevedono una durata infinita dell'impresa la quale può sembrare un'ipotesi forte in quanto sarà necessario verificare che tale *assumption* sia coerente con il business aziendale. Infatti, non in tutti i settori un valore residuale infinito può essere una corretta soluzione, si pensi ad esempio il caso in cui l'impresa nasca per gestire delle concessioni, oppure limitazioni oggettive di natura giuridica (imposizioni statutarie), normativa (autorizzazione limitata nel tempo) o ambientale (svolgendo attività di sfruttamento di risorse naturali), o molto semplicemente qualora sia frutto di un accordo contrattuale rappresentato da una durata limitata nel tempo. A tal proposito si riporta quanto stabilito al capitolo precedente circa il *terminal value*. Si ricorda che quest'ultimo può essere suddiviso in ipotesi di durata illimitata o ipotesi di durata limitata. Nel primo caso, il più utilizzato nella prassi valutativa, si ipotizza un'impresa con una rendita perpetua stimando un valore finale in un periodo *n*-esimo, al termine del quale, si potrà distinguere a sua volta un *terminal value*:

- **Valore terminale economico**, in questo caso si ipotizza una redditività aziendale superiore al costo opportunità del capitale anche dopo il periodo *n*, il che comporta ad una creazione di valore, pertanto in ipotesi del modello del WACC avremo  $ROI > WACC$  (dopo *n*);

- **Valore terminale di equilibrio**, in questo caso si ipotizza una redditività aziendale equivalente a quella a minima attesa, escludendo pertanto l'ipotesi della creazione di valore dopo n. Questo comporterà ad avere  $ROI = WACC$  (dopo n).

Nel secondo caso di durata limitata, si può distinguere:

- **Valore terminale contabile**, il quale dipende dal valore contabile degli asset che compongono il patrimonio aziendale al termine del periodo di previsione analitica. Tendenzialmente il valore terminale contabile e il valore di equilibrio coincidono in condizioni di sviluppo regolare dell'attività;
- **Valore terminale di liquidazione**, il quale dipende dal valore assunto dalla cessione dell'attività e l'estinzione delle passività componenti il patrimonio aziendale.

Per valutare la correttezza e la convenienza nell'uso di un metodo analitico occorre quantificare il peso del valore terminale rispetto al valore degli asset o dell'equity, rispettivamente se viene utilizzato l'approccio asset side o equity side, attraverso un semplice rapporto tra le due grandezze.

Nei modelli di valutazione DCF, c'è sempre il rischio di ottenere valutazioni troppo alte o basse rispetto agli equilibri aziendali storici e prospettici. Questo rischio deriva dal fatto che devono essere gestite molte variabili ed ipotesi nel piano finanziario, il che rende impossibile ottenere una stima inequivocabilmente esatta del valore. Quindi è importante stabilire criteri ragionevoli per evitare errori che sarebbero difficili da spiegare e giustificare.

Spesso il valore ottenuto può essere troppo ottimistico a causa di errori nella scelta del periodo di previsione o delle politiche di investimento e di redditività. Per mediare a problemi, è utile attuare tre tipi di controlli:

- **Controllare quanto il *terminal value* incide sul valore totale stimato dell'azienda.** Se il *terminal value* rappresenta più dell'80/85% del totale, potrebbe indicare una stima debole, poiché dipende principalmente da flussi futuri incerti, che si verificheranno dopo il periodo di previsione considerato. Questo può accadere principalmente per due motivi. Il primo motivo potrebbe essere che il periodo di previsione esplicita è troppo breve per evidenziare completamente

eventi significativi, come cambiamenti radicali nel settore o nella strategia aziendale. Il secondo motivo potrebbe essere che il periodo di previsione esplicita non è giustificato dalla situazione specifica dell'azienda, ad esempio se l'azienda è già consolidata nel suo settore e non ci sono prospettive di cambiamenti significativi. In entrambi i casi, è consigliabile adattare la durata del periodo di previsione esplicita per riflettere meglio la situazione reale dell'azienda.

- **Verificare se gli investimenti in capitale fisso (CAPEX) nel periodo di previsione sono in linea con l'andamento dei ricavi.** Se ci sono discrepanze, potrebbe significare che non sono state considerate in modo adeguato le spese di investimento necessarie per sostenere la crescita;
- **Misurare la marginalità operativa in termini di EBITDA.** In questo caso si dovrà andare a misurare quanto “guadagno lordo” viene generato per ogni euro di ricavo attraverso l'*EBITDA margin* (EBITDA/Vendite). Se si osserva un aumento eccessivo di questo indicatore nel periodo di previsione, potrebbe indicare stime troppo ottimistiche. È importante monitorare questo indicatore nel tempo e confrontarlo con dati di settore, eventualmente apportando correzioni alle ipotesi sui costi previsionali.

Il primo controllo è quello principale, tendenzialmente una percentuale corretta e potenzialmente credibile si aggira intorno al 50%-60%. In questo caso si può concludere che non siano stati così commessi grossi errori nella stima dei flussi relativi al periodo previsionale e che sia stato utilizzato un corretto periodo di previsioni considerando l'intero fenomeno del rientro dell'investimento.

Tuttavia, nella prassi operativa si tende a combinare i tre controlli con il fine di avere una stima più corretta ed adeguata possibile.

#### 4.4.1 I MODELLI DCF COME STRUMENTO PER VALUTARE L'EFFICACIA DELLE STRATEGIE DI RISANAMENTO

I modelli DCF possono essere utili per valutare le strategie finanziarie volte al risanamento aziendale. Questi modelli non solo aiutano a valutare l'effetto di tali strategie sugli equilibri finanziari e sulle dimensioni economiche dell'azienda, ma anche a quantificarne l'impatto sul valore complessivo dell'azienda, con particolare attenzione

agli investitori proprietari. Dal momento che l'obiettivo delle strategie finanziarie è di ridurre il debito senza necessariamente influenzare la produzione di flussi di cassa dell'azienda, è opportuno valutarle considerando il punto di vista del patrimonio netto. Pertanto, una strategia finanziaria sarà considerata generatrice di valore attuale netto se il valore dell'equity generato è maggiore rispetto all'investimento in capitale proprio. La valutazione del valore può essere uno strumento non solo per un momento specifico, come la vendita di azioni o fusioni, ma anche per comprendere in tempo reale se le scelte finanziarie adottate possono avere effetti positivi. Le strategie di risanamento sono spesso applicate ad aziende in situazioni di squilibrio patrimoniale, finanziario ed economico. Queste strategie mirano a riequilibrare il bilancio, ridurre il debito ed ottimizzare il capitale investito per aumentare la redditività per unità di capitale. Le principali strategie di risanamento includono la ristrutturazione del debito, la ricapitalizzazione e il ridimensionamento del capitale (*downsizing*).

## **RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO**

Nel caso della ristrutturazione del debito, l'obiettivo primario è di allineare meglio i tempi di pagamento delle passività con il ciclo di generazione dei flussi finanziari dell'azienda, andando a ripristinare l'equilibrio patrimoniale. Un caso comune è la ristrutturazione delle passività a breve termine, solitamente prestiti bancari, che finanziano investimenti a lungo termine, come l'acquisto di attrezzature. Questo può causare un'elevata esposizione al debito a breve termine, con un ritmo di rientro più lento e un aumento degli oneri finanziari. La trasformazione di parte del debito a breve in debito a medio o lungo termine (attraverso consolidamenti o rifinanziamenti) mira a ripristinare l'equilibrio finanziario. Tuttavia, ci sono alcune criticità:

- Dal punto di vista dei creditori, specialmente le banche, non sono così disposti ad accettare queste strategie a causa del rischio associato alla classificazione del rischio del prestito;
- Dal punto di vista pratico, questa strategia richiede flussi di cassa futuri eccedenti rispetto ai pagamenti richiesti per il debito esistente. Infatti, trasformare debito a breve in debito a medio o lungo termine aumenta gli impegni finanziari futuri;
- Dal punto di vista degli equilibri aziendali, questa strategia ha un impatto limitato sugli altri aspetti aziendali, infatti la strategia esaminata migliora l'equilibrio

patrimoniale solamente riducendo il debito a breve termine, senza influenzare direttamente la redditività operativa. Tale strategia comporterà la conseguenza che il valore generato in termini di equity è generalmente limitato.

## **RICAPITALIZZAZIONE**

Nel caso della ricapitalizzazione, si prevede di introdurre nuova liquidità attraverso investimenti di capitale proprio al fine di ridurre il debito finanziario esistente. Questa mossa mira a ridurre il livello di squilibrio finanziario, particolarmente cruciale per le imprese gravemente indebitate. Se una parte dell'equity viene impiegata per ripagare il debito a breve termine, può anche contribuire al ripristino dell'equilibrio patrimoniale. Sebbene la ricapitalizzazione sia una delle strategie più comuni per ristabilire la salute finanziaria di un'azienda in difficoltà, anche in questo caso possono sorgere alcune criticità.

- Mancanza di possibilità finanziarie da parte della proprietà sufficienti a ridurre il debito;
- L'equilibrio economico in termini di redditività del capitale investito (ROI) non migliora necessariamente;
- Potrebbero verificarsi effetti indesiderati, poiché il valore generato per gli azionisti potrebbe essere inferiore al capitale investito. In altre parole, l'aumento del valore per gli azionisti potrebbe superare il capitale investito solo se l'azienda è ad alto rischio di insolvenza, con costi di dissesto significativi. In questa situazione, la riduzione del debito potrebbe abbassare il valore attuale dei costi di dissesto, creando valore per gli azionisti.

## **RIDIMENSIONAMENTO AZIENDALE (DOWNSIZING)**

Il ridimensionamento aziendale (downsizing) consiste nel cedere gli asset non essenziali per la generazione di profitti e flussi finanziari dell'azienda, come ad esempio reparti o investimenti che non contribuiscono alla generazione di entrate. Sebbene possa essere difficile per l'azienda eliminare investimenti non redditizi o almeno ottenere risorse finanziarie equivalenti ad altre strategie, questa strategia offre diversi vantaggi, tra i quali troviamo che la sua principale forza risiede nella capacità di migliorare globalmente l'equilibrio patrimoniale, finanziario ed economico, specialmente se i proventi dalla

vendita degli asset vengono utilizzati per ridurre l'indebitamento a breve termine. Infatti, l'equilibrio economico migliora poiché l'azienda riesce a mantenere la stessa redditività operativa con un capitale investito inferiore. Inoltre, il valore netto generato da questa strategia è generalmente positivo.

Confrontando le tre strategie, la terza è indubbiamente la preferita in quanto riequilibra contemporaneamente equilibrio patrimoniale, finanziario ed economico. L'imprenditore dovrebbe seguire una gerarchia delle suddette strategie in base al loro potenziale di generare valore netto, iniziando con quella che offre il massimo valore e procedendo verso quelle con un valore inferiore. Dopo di ciò avremmo che al primo posto si posiziona il downsizing, al secondo posto la ricapitalizzazione per poi concludere con la ristrutturazione del debito. La successiva tabella mette a confronto le tre strategie evidenziando i pro e i contro delle stesse.

*Figura 61 - confronto tra strategie di risanamento aziendale*

	<b>PUNTI DI FORZA</b>	<b>PUNTI DI DEBOLEZZA</b>
<b>RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Recupera equilibrio patrimoniale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Necessita di flussi di cassa</li> <li>• Non migliora livello di indebitamento</li> <li>• Non migliora livello economico</li> <li>• Non aumenta di valore netto per i soci</li> </ul>
<b>RICAPITALIZZAZIONE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Recupera equilibrio patrimoniale</li> <li>• Miglior livello di indebitamento</li> <li>• Aumenta il valore netto per i soci (se la probabilità di insolvenza è elevata)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Non migliora l'equilibrio economico</li> <li>• Non aumenta il valore netto per soci In tutte le situazioni</li> </ul>
<b>DOWNSIZING</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Recupero equilibrio</li> </ul>	

	patrimoniale <ul style="list-style-type: none"> <li>• Miglior livello di indebitamento</li> <li>• Aumenta il valore netto per i soci</li> <li>• Miglior equilibrio economico mantenendo stessa marginalità operativa con livello inferiore di capitale investito</li> </ul>	
--	---	--

#### 4.5 MODELLO A PIÙ STADI

In fase di valutazione aziendale con il metodo dei discounted di cash flow analitico è possibile attuare una variante con il fine di rendere la previsione ancora più precisa e veritiera. Si potrà, pertanto, utilizzare un modello DCF **analitico multi-stadi**, il quale rappresenta un metodo avanzato utilizzato per valutare un'azienda o un progetto, il quale tiene conto delle caratteristiche specifiche dell'azienda scomponendo il processo di valutazione in diversi stadi di sviluppo dell'attività, stimando i flussi di cassa futuri e i relativi tassi di crescita, tenendo conto dei rischi specifici associati a ciascuna fase. I flussi di cassa vengono quindi scontati al presente utilizzando il relativo tasso di sconto, ottenendo il valore attuale netto di ciascuna fase. Infine, ogni valore attuale netto ottenuto verrà sommato per ottenere il valore totale dell'azienda.

A tal fine, il modello può essere composto da due stadi, con due diversi tassi di crescita, ad esempio si potrà avere una fase iniziale con un tasso di crescita elevato ed una fase successiva con un tasso di crescita più contenuto e stabile nel lungo periodo. Si potrà costruire un modello a tre stadi, ad esempio ipotizzando un tasso di crescita alto nella fase iniziale, per poi abbassarsi in una seconda fase di transizione e stabilizzarsi in una terza fase di crescita perpetua. E così via con quattro, cinque o  $n$  stadi in base all'andamento aziendale stimato e ad eventuale stagionalità.

Questo approccio consente di catturare in modo accurato il valore generato in ciascuna fase di sviluppo e di tener conto dei rischi specifici associati a ciascuno stadio, fornendo così una valutazione più completa e dettagliata.

## 4.6 CONCLUSIONI

In questo capitolo ho analizzato i due diversi metodi valutativi dei DCF, quello sintetico, di semplice applicazione e quello analitico, un po' più complesso ma d'altra parte anche più completo. Oltre a ciò ho analizzato anche le differenze che li caratterizzano. Come abbiamo visto il metodo sintetico si basa sulla proiezione di flussi finanziari costanti o in crescita nel tempo, il quale è relativamente semplice da applicare, ma può essere anche ingannevole nella pratica dando risultati fuorvianti. Infatti, assumere che i flussi finanziari rimarranno costanti o cresceranno perpetuamente potrebbe portare a valutazioni ingiustificate o irrealistiche. Questo può accadere quando si prevedono opportunità di crescita significative con tassi di crescita variabili nel tempo, durante periodi di declino aziendale, o quando si verificano discontinuità aziendali. Il metodo analitico invece si basa su un piano finanziario prospettico su una distanza che va dai tre ai sette anni derivante da un business plan aziendale al quale viene aggiunto un valore terminale residuo. Tale metodologia è più complessa nella fase applicativa, ma allo stesso tempo è anche più affidabile, dato che comunque può essere variato il tasso di crescita ed utilizzato anche in più stadi, il che rende la previsione molto più precisa ed attendibile. Per tali motivi ritengo che il metodo corretto per ottenere una valutazione più accurata sia il metodo analitico, il quale verrà utilizzato anche nel case study che analizzerò al capitolo sei.

## CAPITOLO 5 – METODO DEI MULTIPLI DI BORSA

### 5.1 INTRODUZIONE AI MULTIPLI

Negli ultimi tempi il metodo dei multipli è diventato sempre più rilevante nella valutazione del valore aziendale, specialmente nel contesto delle analisi finanziarie e degli investimenti professionali. Rispetto ai modelli assoluti, affrontati nei capitoli precedenti, i multipli (metodi relativi) assumono un ruolo predominante e contestualmente rimangono un importante strumento di controllo anche nelle valutazioni aziendali.

La diffusione di questo metodo è dovuta principalmente alla sua semplicità d'uso. In sostanza, il valore dell'azienda viene valutato moltiplicando un certo numero di volte una specifica grandezza patrimoniale o economica. Questo elimina uno dei principali svantaggi dei metodi assoluti, come ad esempio il metodo basato sui flussi di cassa scontati, che dipendono fortemente da stime potenzialmente soggette ad errori, rendendo il risultato molto variabile. Si pensi ad esempio, come la stima del costo del capitale per le aziende non quotate, le ipotesi sui margini o sul capitale circolante netto operativo previsionale possono influenzare notevolmente il risultato.

Tuttavia, i multipli possono presentare delle criticità, specialmente quando si cerca di valutare il capitale economico di piccole e medie imprese, le cui caratteristiche possono essere diverse da quelle delle imprese comparabili utilizzate per la valutazione. Tali criticità verranno analizzate al penultimo ultimo paragrafo.

L'obiettivo di quest'ultimo capitolo teorico è quindi quello di illustrare i principali multipli utilizzati nella valutazione, fornendo indicazioni su quali utilizzare a seconda della tipologia di impresa analizzata, delineando il processo da seguire per l'utilizzo dei multipli, evidenziando le criticità del metodo e sottolineando le specificità dei multipli derivanti da transazioni comparabili. Questo approccio si propone di essere innovativo e pragmatico nell'utilizzo delle *value map*, distinguendo il procedimento in base al tipo di impresa (industriale, commerciale o finanziaria). Si ritiene che l'applicazione dei multipli, pur mantenendo la semplicità d'uso, possa fornire stime più accurate per la valutazione del capitale economico di un'impresa non quotata.

## 5.2 I MULTIPLI: METODO COMPARATIVO

Anzitutto, la prima cosa da fare prima di procedere alla stesura del capitolo, è dare una definizione di multiplo. Quest'ultimo rappresenta un moltiplicatore, il quale deriva dal rapporto tra due grandezze: il valore dell'impresa, che varia in base all'ipotesi adottata, equity piuttosto che asset ed una grandezza economico patrimoniale di bilancio. Un multiplo è essenzialmente un modo per misurare quante volte una specifica grandezza presente nel bilancio di un'azienda è valorizzata dal mercato finanziario.

L'utilizzo dei multipli implica, indirettamente, che i prezzi di mercato delle comparabili siano una stima autentica dal loro valore effettivo, pertanto questa rappresenta un'ipotesi molto forte in quanto valore e prezzo non sono sempre la stessa cosa, anzi, è raro che questi coincidano.

Il concetto di valore e prezzo rappresenta una distinzione fondamentale soprattutto nel contesto finanziario e aziendale. Il valore si riferisce infatti all'ammontare teorico o stimato di un bene o un'azienda, il quale può essere considerato come "valore intrinseco" o valore reale. Esso rappresenta infatti l'ammontare al quale il capitale aziendale potrebbe essere comprato o venduto. Tuttavia, questo valore non è un dato fisso, ma è il risultato di diverse stime che possono variare a seconda di fattori come le previsioni dei flussi di cassa futuri o le variazioni dei tassi di interesse.

D'altro canto, il prezzo è ciò per cui effettivamente un bene o un'azienda viene comprato o venduto sul mercato. Questo può essere influenzato da una serie di fattori, tra cui domanda e offerta, sentimenti del mercato, aspettative degli investitori e condizioni di negoziazione. Il prezzo può quindi discostarsi dal valore a causa di variazioni di mercato, cambiamenti nelle condizioni economiche o fattori soggettivi. Il prezzo pertanto è determinato dai mercati finanziari e riflette le condizioni soggettive di negoziazione.

Riassumendo, mentre il valore rappresenta una valutazione teorica o stimata, il prezzo è il risultato concreto delle transazioni sul mercato in un dato momento.

Pertanto, è chiaro come il metodo dei multipli si basa sull'ipotesi che i prezzi di mercato rappresentino una buona approssimazione del valore dell'impresa. Nel metodo dei multipli, il valore dell'azienda viene stimato confrontando le sue quantità contabili come utili, ricavi o patrimonio netto, con quelle di altre aziende simili. Si cerca, dunque, di individuare una relazione tra i prezzi delle aziende comparabili e le suddette quantità

contabili, assumendo che tale relazione media possa essere applicata anche all'azienda in esame. In sostanza, si cerca di stabilire quanto vale l'azienda confrontandola con altre simili sul mercato.

L'utilizzo di multipli avviene mediante due approcci:

- **Multipli di borsa**, chiamato anche approccio *stock multiple*, secondo il quale si stima il valore aziendale partendo dai prezzi di borsa di aziende simili o comparabili, facendo quindi riferimento a società quotate per quantificare i multipli di borsa. In base all'ottica che si opta, equity side o asset side, la misura presa come riferimento del valore dell'impresa è data, nel primo caso, dal prezzo di borsa e nel secondo caso dalla sommatoria tra la capitalizzazione di borsa e la posizione finanziaria netta, quantificando l'Enterprise value;
- **Transazioni comparabili**, chiamato anche approccio *deal multiple*, secondo il quale si stima il valore aziendale partendo dai prezzi di compravendite realizzati fuori borsa, tipicamente di società non quotate. In questo caso si andranno a quantificare i cosiddetti multipli da transazioni comparabili nel seguente modo: qualora il valore sia equity side, il multiplo viene quantificato rapportando il prezzo pagato al 100% del capitale, d'altra parte, qualora il valore sia asset side, l'Enterprise value si ottiene sommando il valore dell'equity (calcolato nel modo poc'anzi descritto) alla posizione finanziaria netta.

Ora andremo ad analizzare il **numeratore ed il denominatore** delle due tipologie di multipli. Per quanto riguarda i multipli di borsa, al numeratore potranno esserci due forme di prezzo: un prezzo puntuali alla stessa data di chiusura del bilancio, ovvero l'ultimo prezzo disponibile, oppure si potrà utilizzare una media del prezzo relativo a sei o un massimo dodici mesi precedenti, evitando così i picchi relativi a situazioni di mercato in certe. Inutile dire che quest'ultima determinazione numeratore è la preferita in quanto si otterranno delle stime del prezzo che non dipendono da situazioni particolari di *underpricing* o *overpricing*. Con riferimento invece all'allungamento dell'orizzonte temporale di riferimento per determinare il numeratore può essere utile per ridurre la distruzione di eventuali bolle dei prezzi spesso presenti nel mercato azionario.

Con riferimento invece al denominatore, questo potrà avere tre possibilità di grandezza:

- Una grandezza storica, o detta anche comunemente versione *current*, ovvero una grandezza patrimoniale derivante dall'ultimo bilancio annuale disponibile, il quale rappresenta il metodo più utilizzato nella prassi operativa;
- Una grandezza previsionale o detta anche comunemente versione *leading*, ovvero una grandezza patrimoniale futura la cui previsione può essere tratta da un business plan, qualora sia disponibile, come nelle società quotate, oppure attraverso il lavoro di un consulente (un analista) che studia la società fornendo previsioni dell'andamento della stessa. Quest'ultima talvolta può essere distorta per effetto delle previsioni troppo ottimistiche;
- Una grandezza cumulata dei 12 mesi precedenti, o detta anche comunemente versione *trailing*, ovvero una grandezza patrimoniale passata la quale può essere rappresentata solo per dati economici. Quest'ultima rappresenta una versione intermedia rispetto alle due precedenti in quanto è una media di risultati passati, normalizzando i dati storici.

A tal proposito il multiplo che si posizione al primo posto in termini di omogeneità ai fini del calcolo è sicuramente quello in cui viene utilizzato un prezzo al numeratore degli ultimi 12 mesi e al denominatore viene utilizzata una grandezza *training*, relativi agli ultimi 12 mesi.

Per quanto riguarda i multipli derivanti dalle transazioni comparabili, rispetto ai precedenti, rappresentano delle diversità. Infatti questi, al numeratore ci sarà solo un'unica possibilità, ovvero quella di inserire il prezzo concordato dalle controparti, pertanto si differenzia dai multipli di borsa in quanto c'è un'unica opzione. Con riferimento al denominatore invece, anche in questo caso avremo un'unica possibilità rispetto alle tre dei precedenti multipli borsa. In questo caso al numeratore sarà utilizzato una grandezza storica o detta anche comunemente versione *current*. Tuttavia, nel caso di transazioni concluse, i dati sono spesso incompleti in quanto privati.

Ponendo particolare attenzione su quest'ultima categoria di multipli, ovvero quelli relativi alle transazioni comparabili, è necessario evidenziare due principali fattori che influenzano le transazioni stesse, generalmente associabili alla negoziazione che ha portato a quantificare il multiplo. Tali fattori sono:

- Fattori di mercato, i quali riguardano le dinamiche di domanda e offerta nel mercato in un dato momento. A volte, i prezzi possono essere spinti “verso l'alto” (a causa di un'eccessiva domanda) o “verso il basso” (a causa di un'eccessiva offerta), distaccandosi notevolmente dai valori di riferimento. Questo può avvenire durante cicli economici particolari, come le cosiddette "*merger waves*", oppure quando nuove innovazioni tecnologiche o regolamentari creano nuovi prodotti o modelli di business con pochi concorrenti qualificati, favorendo il venditore. Allo stesso modo, il venditore può trovarsi in una posizione di forza per motivi personali che lo spingono a vendere;
- Fattori specifici dell'operazione, i quali riguardano, per l'appunto, gli aspetti specifici dell'operazione stessa. Il prezzo al quale avviene una transazione può essere influenzato dall'obiettivo sia dell'acquirente che del venditore, dalla presenza di attività eccedenti, dalle modalità di pagamento concordate o dalla presenza di clausole di "*earn out*", la quale indica un patto volto a verificare se il valore di un bene produttivo può variare dopo la sua trasmissione.

In seguito a questa lunga premessa passiamo ora all'analisi dei multipli nello specifico e i driver di creazione del valore. Il *Price-to-Earning ratio*, o *P/E ratio*, è uno dei multipli più noti ed utilizzati. Si calcola dividendo il prezzo delle azioni per l'utile per azione (EPS). Questo rapporto fornisce informazioni su quanto il mercato valuta gli utili generati dall'azienda e su quanti anni potrebbero essere necessari per recuperare un investimento tramite gli utili futuri. Affinché il *P/E ratio* abbia un significato economico, è fondamentale che ci sia una forte correlazione tra gli utili e il prezzo delle azioni. In altre parole, gli utili dovrebbero influenzare significativamente il prezzo delle azioni e contribuire alla creazione di valore per l'azienda. Tuttavia, ci sono casi in cui anche con utili negativi il prezzo delle azioni può mantenersi alto, ad esempio a causa di costi straordinari che non impattano il prezzo allo stesso modo degli utili. Pertanto, è importante selezionare con attenzione i multipli da utilizzare nella valutazione, in modo da assicurarsi che il denominatore rifletta effettivamente l'influenza sui prezzi di mercato e contribuisca alla valutazione accurata delle imprese e del settore di riferimento, così da evitare i cosiddetti “falsi multipli”.

A tal proposito è doveroso, anche in questo caso, distinguere i multipli in ottica asset side da quelli in ottica equity side. Oltre a tale suddivisione, con il fine di svolgere un'analisi

più accurata, saranno distinti anche i multipli economici dai multipli patrimoniali, ferme restando le predette ottiche. A tal proposito prima di entrare nello specifico dei multipli di borsa, capiamo quando è preferibile utilizzare un multiplo in ottica asset rispetto ad un multiplo in ottica equity e viceversa. Dopodiché invece analizzeremo cosa distingue un multiplo patrimoniale da un multiplo economico.

In base all'ottica da adottare, è importante valutare quanto la gestione finanziaria dell'azienda sia distinguibile dalla gestione operativa e quanto quest'ultima incida sui risultati economici complessivi dell'azienda. Se la gestione operativa è il principale driver dei margini aziendali e può essere facilmente separata dalla gestione finanziaria del debito, allora è consigliabile adottare un'ottica patrimoniale. Questo è spesso il caso per aziende industriali, commerciali o di servizi, soprattutto se non quotate in borsa. In tali situazioni, l'uso di multipli basati sull'equity potrebbe non essere ottimale concettualmente e potrebbe portare a una sottostima del valore finale dell'azienda, a causa di fenomeni ben noti come la sottocapitalizzazione di molte piccole imprese o la sottovalutazione dei risultati economici per ridurre il carico fiscale, che può derivare da politiche contabili o dalla manipolazione dei bilanci. D'altra parte, se la gestione finanziaria del debito gioca un ruolo fondamentale nella determinazione dei margini economici e non può essere facilmente separata dalla performance operativa, allora è consigliabile adottare un'ottica basata sull'equity. Questo è spesso il caso per le istituzioni finanziarie come banche e compagnie di assicurazione.

Quando invece si deve decidere se utilizzare una base economica anziché una patrimoniale nella scelta del multiplo, è importante valutare quanto la quantità di capitale raccolto influenzi effettivamente la creazione di valore per l'azienda. Ci sono settori in cui il livello di capitale proprio e di finanziamento esterno è relativamente basso, come ad esempio nei servizi, in questi casi un multiplo basato sul patrimonio netto potrebbe avere una rilevanza limitata, poiché il valore dell'azienda non dipende principalmente dagli investimenti effettuati, ma da fattori come clientela o contratti in essere, pertanto si opterà più per una grandezza economica. D'altra parte, in settori in cui il valore è strettamente legato all'ammontare del capitale investito, come nel caso delle imprese immobiliari, dove il valore è principalmente determinato sulla base del valore degli immobili detenuti, può essere più opportuno includere le grandezze patrimoniali nella valutazione tramite multipli.

Pertanto, mentre in alcuni settori ha più senso utilizzare multipli basati su grandezze economiche, come nel primo caso, in altri settori, come nel secondo, può essere più indicato considerare delle grandezze patrimoniali per valutare correttamente il rapporto.

Figura 62 - i multipli di mercato

	OTTICA ASSET SIDE	OTTICA EQUITY SIDE
MULTIPLI ECONOMICI	EV/SALES	P/E
	EV/EBITDAR	P/FCFE
	EV/EBITDA	P/E adjusted
	EV/EBIT	
MULTIPLI PATRIMONIALI	EV/CIN	P/BV

In seguito a tale tabella esplicativa dei vari multipli di borsa utilizzabili, entrerà nel merito di ogni singolo multiplo, distinguendoli in base all'ottica.

Per quanto riguarda i **multipli asset side**, andando in ordine con quelli evidenziati nella tabella il multiplo derivante dal rapporto tra l'Enterprise value e vendite evidenzia che il driver principale volto a spiegare il valore aziendale è l'ammontare complessivo delle vendite. Questo multiplo pertanto può essere utilizzato nel caso in cui le imprese commerciali collocano alla base della creazione del valore clienti. Dal punto di vista dell'utilizzo del multiplo, è frequente principalmente in due casi: qualora le stime contabili siano soggette ad errori oppure in caso di margini operativi. Infatti, qualora il valutatore ritenga che le stime contabili non siano attendibili o che comunque possono essere distorte per svariati motivi, si pensi ad esempio alla valorizzazione delle rimanenze che incidono sul costo del venduto, oppure il valutatore vede che l'impresa oggetto di valutazione chiude l'esercizio con margini operativi negativi, ma che comunque ci siano opportunità di crescita, si pensi ad esempio alle *start-up*, si preferisce utilizzare quel dato di conto economico meno soggetto a manovre, rappresentato dal fatturato.

Analizzando il secondo e il terzo multiplo congiuntamente, derivanti dal rapporto tra l'Enterprise value e rispettivamente EBITDAR o EBITDA, sono i multipli più utilizzati in assoluto nel settore industriale. Si utilizzano questi denominatori economici in quanto si vuole sterilizzare la politica degli ammortamenti qualora gli stessi vengono pilotati per ottenere un margine più elevato. A tal proposito c'è da evidenziare un'altra particolarità, in quanto anche tra le politiche di acquisizione delle immobilizzazioni si aprono due mondi opposti, si distinguono infatti coloro che acquistano le immobilizzazioni da coloro che invece lo ottengono attraverso dei contratti di leasing. È per questo motivo che si distingue l'EBITDA dall'EBITDAR, dove, in quest'ultimo caso si vanno a sommare i canoni di leasing all'EBITDA, andando così a sterilizzare il margine da questo particolare componente.

Passiamo ora all'analisi del quarto multiplo derivante dal rapporto tra l'Enterprise value e l'EBIT, anche se è molto utilizzato nel comparto industriale in quanto si presume che il valore aziendale sia direttamente proporzionale alla produzione di margine operativo netto. Si opta per l'utilizzo di questo multiplo qualora l'impresa analizzata e le imprese appartenenti al campione, abbiano una simile politica di investimenti in capitale fisso ed ammortamenti.

Terminata l'analisi dei multipli economici in ottica asset side passiamo ad analizzare l'unico multiplo patrimoniale ovvero quello derivante dal rapporto tra l'Enterprise value e il capitale investito netto. Quest'ultimo multiplo è molto utilizzato nella prassi operativa qualora il valore aziendale sia fortemente influenzato dagli asset patrimoniali inclusi nel capitale investito netto. Per citare qualche esempio, si pensi all'impresе immobiliari dove il valore dell'immobile è il principale driver della creazione del valore o ancora nel caso delle holding di partecipazione.

Terminata l'analisi dei multipli in ottica asset side passiamo ora a entrare nel merito dei **multipli in ottica equity side**, seguendo sempre l'ordine della suddetta tabella.

Il primo multiplo in questione è il P/E (*Price-to-Earnings ratio*) derivante dal rapporto, come precedentemente anticipato, tra il prezzo e gli utili, il quale rappresenta un indicatore utilizzato principalmente per valutare imprese industriali mature o aziende finanziarie. Infatti in presenza di aziende in fase di crescita, dove gli utili possono variare notevolmente, il P/E potrebbe non fornire una stima affidabile del valore aziendale. In

presenza invece di aziende finanziarie, la gestione operativa e finanziaria è spesso interconnessa, pertanto è preferibile una valutazione basata sull'equity.

Quando si utilizza il multiplo P/E è possibile neutralizzare gli effetti straordinari come componenti non ricorrenti negli utili, pertanto si dovrà ricalcolare l'utile al quale verranno sottratti i proventi straordinari e sommati gli oneri straordinari. È per questo motivo che viene chiamato utile "aggiustato" (*adjusted*) in quanto, non considerando gli elementi straordinari, si viene a configurare un utile normalizzato.

Per quanto riguarda il terzo multiplo della tabella, esso deriva dal rapporto tra il prezzo e i flussi di cassa reddituale (*Price-to-cash flow-ratio*). Tale moltiplicatore viene utilizzato quando l'utile è influenzato dalla politica di ammortamento la quale, come già anticipato, può influenzare negativamente le grandezze economiche. Si potrà in questo caso utilizzare il flusso di cassa reddituale al posto degli utili e quindi, il suddetto rapporto tra il prezzo e i cash flow può essere una misura più accurata in alcuni casi.

Esauriti i multipli economici passiamo ad analizzare l'ultimo multiplo, unico rapporto patrimoniale il quale deriva dal tra il prezzo e il valore contabile, comunemente chiamato anche come *book value (Price-to-Book Value)*. Spesso tale multiplo viene usato nel settore finanziario, specialmente per le banche, data l'estrema importanza del capitale proprio. Talvolta, per evitare di sovrastimare il valore a causa di asset immateriali, come il *goodwill*, sia utilizza una variabile del multiplo, derivante dal rapporto tra il prezzo e il valore contabile tangibile (P/BVT) dove quest'ultimo esclude dal valore contabile gli asset intangibili.

Nella prassi operativa generalmente è preferito l'utilizzo di multipli con un'ottica asset side in quanto sono meno inquinati da politiche di bilancio e anche perché spesso risulta difficile applicare l'equity ad imprese non quotate in quanto sono spesso sottocapitalizzate e rappresentate da utili poco significativi.

Come si può notare dalla specificità dei diversi multipli, la scelta di un multiplo piuttosto che un altro è basata sul driver volto a creare valore associato al proprio business. Pertanto in alcuni settori, può aver senso calcolare un multiplo basandoci su grandezze non economiche o finanziarie, ponendo quindi al denominatore grandezze di sintesi più interconnesse con lo specifico business dell'impresa oggetto di valutazione. Tenzialmente in queste situazioni si utilizzano i multipli in ottica asset; a titolo

esemplificativo, si può citare il rapporto tra l'Enterprise value e il numero di follower, si pensi ad esempio il caso di settori strettamente collegati ai social, oppure si potrebbero rapportare l'Enterprise value al numero dei clienti o degli abbonati, si pensi ad esempio al settore delle videoteche digitali, come Netflix o Amazon Prime Video, o ancora si potrebbero rapportare l'Enterprise value al numero di kilowatt prodotti, come nel caso di imprese che basano il loro business nel settore energetico.

### 5.3 PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

I passaggi che il valutatore deve seguire per la valutazione aziendale mediante i multipli di borsa sono principalmente cinque:

1. Selezione del multiplo di borsa rispetto al settore e alle condizioni dell'azienda oggetto di valutazione;
2. Selezione del campione dell'impresa comparabili rispetto a quella oggetto di valutazione;
3. Quantificazione ed applicazione dei multipli dei multipli e pulizia del campione;
4. Calcolo del multiplo medio e valutazione dell'impresa;
5. Eventualmente sottrarre la posizione finanziaria netta per trovare il valore aziendale (passaggio obbligatorio solo nel caso in cui si utilizzi l'ottica asset).



Per quanto riguarda il primo punto, sarà in primis necessario procedere con la selezione del multiplo per la valutazione. In questo caso va tenuto in considerazione il settore in cui opera l'azienda oggetto di valutazioni e le relative caratteristiche della stessa così da selezionare il corretto multiplo anche in base al fatto che ci sia un legame tra numeratore e quindi rispetto al valore generato e denominatore e quindi rispetto alla grandezza economica finanziaria di riferimento. L'esperto dovrà spiegare le ragioni per le quali sono fondate le proprie decisioni riguardanti i multipli scelti, come sono stati calcolati e quali società sono state considerate nel confronto. È importante giustificare la variazione dei

multipli osservati e assicurarsi che le aziende confrontate siano simili a quella oggetto di valutazione.

Per quanto riguarda il secondo punto, sarà necessario selezionare il campione di riferimento. Il criterio più utilizzato per la selezione delle imprese comparabili si basa principalmente sull'appartenenza allo stesso settore dell'impresa oggetto di valutazione. Oltre a ciò, un'altra caratteristica da tenere in considerazione è che l'impresa da selezionare faccia parte dello stesso contesto nazionali piuttosto che selezionare imprese appartenenti a un paese diverso. Quest'ultimo sarebbe da utilizzare solo qualora ci si trovasse nella situazione di non trovare imprese comparabili nello stesso paese, in quanto la scelta del medesimo paese comporta la riduzione dei rischi legati ai diversi regimi fiscali e contabili presenti nei diversi paesi. Per quanto riguarda il criterio di selezione per uguale settore, ci si può trovare di fronte a dei casi nei quali, sebbene l'impresa da valutare faccia parte dello stesso settore delle comparabili potrebbero essere presenti delle peculiarità del processo produttivo il che renderebbe l'impresa stessa molto differente rispetto alle altre imprese del settore. La soluzione in questo caso potrebbe essere quella di non utilizzare come criterio di comparabilità il settore ma altre caratteristiche che renderebbero la comparabile in linea con l'impresa da valutare, facendo un confronto intersettoriale, specialmente nel caso in cui ci siano poche *comparables* disponibili. Si può pertanto andare a scegliere le comparabili in base al tipo di business oppure valutando delle similitudini in termini di distribuzione di un prodotto simile. Per portare un esempio si pensi al settore delle auto di lusso il quale può trovare comparabilità con il settore del *luxury fashion*, in questo caso il settore delle auto di lusso potrebbe trovare più affinità con il settore della moda di lusso rispetto ad esempio nel caso in cui venga confrontato con un settore di auto utilitaria.

In merito al terzo passaggio, una volta determinato il multiplo da applicare e il campione delle imprese comparabili, sarà necessario quantificare il valore del multiplo rispetto ad una precisa configurazione. Questa è la fase nella quale si andrà a determinare se utilizzare un multiplo *current*, basandosi quindi sui dati dell'ultimo bilancio, *trailing*, basandosi negli ultimi 12 mesi precedenti, oppure *leading*, basandosi sui dati futuri. Successivamente, con il fine di evitare che ci sia una distruzione delle stime, si andranno a scartare quelle entità con valori troppo elevati o troppo bassi, i cosiddetti *outliers*.

L'ultima fase per i multipli in ottica equity e penultimo per i multipli in ottica asset, è la fase del calcolo del multiplo medio con conseguente valutazione dell'azienda. Infatti in questa fase si andrà a calcolare il multiplo medio e lo si moltiplica per la grandezza dell'impresa con l'obiettivo di andare ad ottenere il valore dell'equity o dell'Enterprise value. Alternativamente alla media è possibile utilizzare anche la mediana, anche se comunque la media rappresenta uno stimatore adeguato nel caso in cui siano state scartate le osservazioni fuori scala e si faccia riferimento a delle comparabili contenute. A tal proposito, una volta stimato l'Enterprise value, nel caso in cui si faccia riferimento ad un'ottica asset side sarà necessario sottrarre il valore della posizione finanziaria netta con il fine di ottenere il valore dell'equity.

## 5.4 CRITICITÀ E RISOLUZIONI DELLE DIFFORMITÀ

Come abbiamo visto il metodo dei multipli, non comporta tante problematiche applicative rispetto agli altri metodi valutativi infatti è per questo motivo che risulta di semplice applicazione. Tuttavia, tali semplicità applicative vengono compensate da svariate criticità presenti nell'impiego dei multipli. Tale paragrafo è dedicato proprio a queste complessità di impiego, le quali possono essere distinte in due macro aree:

- Criticità di comparabilità nell'utilizzo di multipli;
- Criticità riguardanti il calcolo del singolo multiplo.

Tuttavia, tali criticità non risultano insuperabili, potranno pertanto essere oltrepassate attraverso alcune risoluzioni che affronteremo al paragrafo successivo di tale capitolo.

### 5.4.1 CRITICITÀ DI COMPARABILITÀ

In prima istanza le principali criticità che incidono nell'impiego dei multipli di borsa:

- Redditività e tasso di crescita  $g$ : anche se un'impresa fa parte dello stesso business, il fatto che una *comparable* cresca più delle altre potrebbe rappresentare un problema;
- Leva finanziaria: diverso livello di indebitamento  $D$  che esprime il valore del mercato del debito finanziario come il valore contabile;

- Leva operativa: diverso rischio operativo che in primis riflette nel costo del capitale *unlevered*;
- Principi contabili: il regime contabile differente può avere influenza sul ROI;
- Profili fiscali differenti: il regime fiscale ha effetto sull'aliquota  $t_c$ .

Per valutare appieno i pro e i contro dell'utilizzo del metodo dei multipli, è cruciale identificare le variabili specifiche che possono influenzare il valore di un multiplo. Questo è importante per capire quali fattori possono portare a differenze nel valore del multiplo tra aziende simili. A tal scopo, possiamo illustrare le criticità poc'anzi elencate del multiplo P/E, utilizzando e scompongo il modello del *dividend discount model* a crescita costante, noto anche come modello di Gordon.

Il *dividend discount model* eguaglia il prezzo al rapporto tra il dividendo per azione (DPS) e la differenza tra un costo dell'equity ( $r_E$ ) e tasso di crescita  $g$ . A tal proposito, è possibile scomporre i suddetti elementi:

- Il dividendo per azione (DPS): può essere espresso come gli utili per azione al tempo zero ( $EPS_0$ ) moltiplicati al tasso di ritenzione degli utili  $(1-b)$ ;
- Il costo dell'equity ( $r_E$ ): dato dalla somma tra il costo dell'equity *unlevered* ( $r_0$ ) e lo stesso al netto del costo del debito moltiplicato al rapporto di indebitamento netto;
- Il tasso di crescita ( $g$ ): dato, come abbiamo visto nel capitolo precedente, dalla redditività del capitale proprio (ROE) moltiplicata alla quota degli utili reinvestiti e quindi per il tasso di ritenzione degli utili. Il ROE si può scomporre ulteriormente (come abbiamo visto nel capitolo precedente in seguito a un tasso di crescita) come ROI, sommato al ROI meno il tasso di attualizzazione e successivamente moltiplicato al rapporto di indebitamento.

Pertanto di seguito si mostra la scomposizione del modello di Gordon, il quale evidenzia tutte le variabili che incidono sul multiplo.

Figura 63 - modello di Gordon\_1

$$P_0 = \frac{DPS_1}{r_E - g}$$

$$P_0 = \frac{EPS_0(1 - b)}{r_E - ROE * TRU}$$

$$P_0 = \frac{EPS_0(1 - b)}{\left[ r_0 + (r_0 - r_D) \frac{D}{E} (1 - t_c) \right] - \left[ ROI + (ROI - i) * \frac{D}{E} \right] (1 - b)}$$

Per concludere, si può ulteriormente dividere per EPS in entrambi i lati, in modo tale da esprimere al meglio le determinanti del multiplo *Price-to-Earning*:

Figura 64 - modello di Gordon\_2

$$\frac{1}{EPS_0} * P_0 = \frac{EPS_0(1 - b)}{\left[ r_0 + (r_0 - r_D) \frac{D}{E} (1 - t_c) \right] - \left[ ROI + (ROI - i) * \frac{D}{E} \right] (1 - b)} * \frac{1}{EPS_0}$$

$$\frac{P_0}{EPS_0} = \frac{(1 - b)}{\left[ r_0 + (r_0 - r_D) \frac{D}{E} (1 - t_c) \right] - \left[ ROI + (ROI - i) * \frac{D}{E} \right] (1 - b)}$$

Attraverso tale scomposizione si può comprendere facilmente come le determinanti delle criticità influenzino un multiplo. La redditività e il tasso di crescita sono evidenziati dalla scomposizione del ROE, quanto al rischio operativo e finanziario, questi sono rappresentati rispettivamente dalla scomposizione del costo dell'equity e dal livello di indebitamento. Per quanto riguarda il lato della fiscalità, si fa sempre riferimento alla scomposizione del costo dell'equity in quanto il rapporto di indebitamento viene preso al netto della tassazione ed infine, quanto al regime contabile, influenzando sui principi, può modificare il ROI e il tasso di attualizzazione.

Il fatto che le imprese comparabili possano differire dalle caratteristiche specifiche dell'azienda da valutare può portare ad una varietà di valori del multiplo che potrebbero non essere adatti per la valutazione specifica. Gli analisti generalmente cercano di selezionare imprese con profili simili in termini di crescita, indebitamento, rischio operativo e aspetti fiscali e contabili. Tuttavia, nella prassi operativa, spesso per ottenere un numero sufficiente di imprese comparabili, si finisce per ignorare alcune di queste differenze, infatti nel caso in cui non ci siano abbastanza *comparables*, si adatta il multiplo di valutazione di un'impresa comparabile per renderlo più simile alle

caratteristiche dell'azienda in questione. Questo può rendere il metodo più complesso e meno pratico, spingendo gli analisti a preferire altri approcci di valutazione.

Ciononostante, non tutte le correzioni sono così complesse da rendere il metodo inutilizzabile. Alcune correzioni, come quelle per adattare il multiplo in base alla crescita o per aggiustare il livello di indebitamento delle aziende comparabili, possono essere implementate in modo relativamente semplice migliorando la validità del metodo. In altre parole, aggiustare il multiplo può essere conveniente solo se mantiene una certa semplicità nel metodo. Di seguito, esaminerò queste correzioni mostrando come, se combinate, possano costituire un valido strumento alternativo agli altri metodi di valutazione assoluta.

In primis, per risolvere la criticità relativa ai **regimi contabili**, il valutatore tende a scegliere imprese comparabili appartenenti allo stesso paese, il che riduce la criticità, ma non elimina definitivamente il problema. A titolo esemplificativo si pensi al caso italiano dove le imprese quotate redigono il bilancio secondo i principi contabili internazionali mentre normalmente le imprese non quotate lo redigono ancora secondo i principi contabili nazionali. Scegliere imprese dello stesso paese può ridurre parzialmente anche la criticità legata ai **regimi fiscali** in quanto, teoricamente, se si tratta di imprese che hanno la sede su uno stesso paese pagano le imposte su quel paese, dovrebbero avere le stesse aliquote e dovrebbero avere le stesse componenti di costi non deducibili. In Italia ad esempio, avendo due imposte diverse per le persone giuridiche, ovvero IRES e IRAP, non tutti gli oneri sono deducibili ai fini IRAP, come gli oneri finanziari che hanno una base imponibile diversa. Anche in questo caso quindi non si elimina la problematica ma la si riduce notevolmente.

La criticità relativa alla **redditività e al tasso di crescita** è quella che richiede maggior attenzione, pertanto un analista per ridurre tale problematica riferita ai diversi profili di crescita dell'impresa oggetto di valutazione rispetto alla media delle *comparables*, può optare per le seguenti soluzioni:

1. Prendere in esame esclusivamente imprese che, oltre ad essere simili per business model o per settore, hanno similari opportunità di crescita. Questa è una soluzione spesso utilizzata dagli analisti, tuttavia qualora ci si trovi di fronte ad imprese con particolari caratteristiche per le quali risulta difficile ricercare imprese simili, la soluzione è quella di ridurre il numero delle imprese

appartenenti al campione di riferimento facendo perdere solidità alla stima effettuata;

2. Rettificare i profili di crescita delle comparabili adeguandoli all'impresa oggetto di valutazione utilizzando i cosiddetti multipli direttamente rettificati per la crescita, come ad esempio il multiplo PEG, il quale divide il rapporto per il tasso di crescita dei flussi. Tuttavia, tali multipli non sono oggetto del mio elaborato, in quanto non vengono molto utilizzati nella prassi dato che il procedimento di sterilizzazione richiede un processo troppo lungo e complesso che talvolta non è nemmeno così attendibile in quanto il tasso di crescita viene considerato esclusivamente come divisione del multiplo stesso;
3. Combinare la teoria dei multipli con i metodi DCF per correggere i multipli delle imprese comparabili dalla crescita implicita dei flussi finanziari nel loro prezzo/valore d'impresa (EV). Successivamente, viene utilizzato un tasso di crescita appropriato per l'impresa da valutare per aggiustare il valore del multiplo di ciascuna azienda comparabile. Tuttavia, questo metodo richiede l'applicazione di un modello DCF specifico come base, ad esempio utilizzando una crescita perpetua dei flussi finanziari, e si basa su tassi di crescita che potrebbero essere sovrastimati (specialmente quando il tasso di crescita è calcolato moltiplicando il ROE per il tasso di ritenzione degli utili) o essere il risultato di stime molto soggettive;
4. Utilizzare le cosiddette "Value Maps", mettendo in relazione la redditività con i multipli di borsa. Tale metodo si basa su una regressione lineare tra un multiplo, come ad esempio il *P/E ratio*, e un indice di redditività dell'impresa. Si presume che il valore corretto del multiplo dipenda dalla redditività dell'impresa, poiché questa tende ad influenzare il valore del multiplo stesso. Questo approccio adatta il multiplo alla specifica redditività dell'impresa oggetto di valutazione. Sebbene tale metodo consideri solo la redditività e non altri fattori come il tasso di ritenzione degli utili o i margini, ritengo che sia l'opzione più equilibrata tra facilità applicativa ed efficacia dei risultati, pertanto verrà di seguito spiegato nello specifico.

Con riferimento alle value maps, abbiamo visto che per sviluppare tale metodo bisogna esaminare la redditività con i relativi multipli borsa, pertanto la prima cosa da fare è quella di ricercare la redditività relativa al multiplo.

Con riferimento all'**imprese finanziarie**, si agirà in ottica equity side e sarà necessario partire dal *dividend discount model*.

Figura 65 - multipli equity value maps\_1

$$P_0 = \frac{EPS_0(1 - b)}{r_E - ROE * TRU} = \frac{ROE * BV_0(1 - b)}{r_E - ROE * TRU}$$

Successivamente andando a dividere per *book value* in entrambi i lati, si deriverà la seguente formula:

Figura 66 - multipli equity value maps\_2

$$\frac{P_0}{BV_0} = \frac{ROE(1 - b)}{r_E - ROE * TRU}$$

Dalla suddetta equazione si nota come il multiplo *Price-to-Book Value* sia direttamente influenzato dal valore del ROE, pertanto, per ciascuna impresa relativa al campione di riferimento delle comparabili si utilizzerà la relazione ROE - P/BV. In questo caso la regressione sarà:

Figura 67 - regressione multipli equity value maps

$$\frac{P}{BV} = \alpha + \beta ROE + \epsilon$$

A tal proposito, da quanto poc'anzi detto si potrà trarre le seguenti conclusioni:

- Qualora il ROE fosse allineato al costo del capitale di rischio, consegnerà che il valore di mercato dell'equity dovrebbe coincidere con il suo valore contabile (P/BV = 1). In questo caso è come se si facesse un investimento a valore attuale netto nullo;
- Qualora il ROE fosse maggiore al costo del capitale di rischio, consegnerà in questo caso che il valore di mercato dell'equity dovrebbe essere maggiore del suo

valore contabile ( $P/BV > 1$ ). In questo caso è come se si facesse un investimento a valore attuale netto positivo;

- Qualora il ROE fosse minore al costo del capitale di rischio, conseguirà che il valore di mercato dell'equity dovrebbe essere inferiore al suo valore contabile ( $P/BV < 1$ ). In questo caso è come se si facesse un investimento a valore attuale netto negativo.

Nel caso invece di **imprese industriali** verranno utilizzare le value maps sfruttando la relazione tra ROI e EV/CIN, facendo riferimento ad un'ottica asset side e partendo dalla definizione dell'Enterprise value:

*Figura 68 - multipli asset value maps\_1*

$$EV_0 = \frac{NOPAT_0(1 + g) - g * CIN_0}{WACC - g} = \frac{ROI * CIN_0 - g * CIN_0}{WACC - g}$$

Successivamente andando a dividere per il capitale investito netto in entrambi i lati, si deriverà la seguente formula:

*Figura 69 - multipli asset value maps\_2*

$$\frac{EV_0}{CIN_0} = \frac{ROI - g}{WACC - g}$$

Dalla suddetta equazione si nota come il multiplo Enterprise value su capitale investito netto sia direttamente influenzato dal valore del ROI, pertanto, per ciascuna impresa relativa al campione di riferimento delle comparabili si utilizzerà la relazione ROI - EV/CIN. In questo caso la regressione sarà:

*Figura 70 - regressione multipli asset value maps*

$$\frac{EV}{CIN} = \alpha + \beta ROI + \epsilon$$

A tal proposito, da quanto poc'anzi detto si potrà trarre le seguenti conclusioni:

- Qualora il ROI fosse allineato al costo medio ponderato del capitale, consegnerà che il valore dell'Enterprise value dovrebbe coincidere con il valore del capitale investito netto ( $EV = CIN$ ). In questo caso è come se si facesse un investimento a valore attuale netto nullo;
- Qualora il ROI fosse maggiore del costo medio ponderato del capitale, consegnerà che il valore dell'Enterprise value dovrebbe essere superiore al valore del capitale investito netto ( $EV > CIN$ ). In questo caso è come se si facesse un investimento a valore attuale netto positivo;
- Qualora il ROI fosse minore del costo medio ponderato del capitale, consegnerà che il valore dell'Enterprise value dovrebbe essere inferiore al valore del capitale investito netto ( $EV < CIN$ ). In questo caso è come se si facesse un investimento a valore attuale netto negativo.

Nelle formule di regressione si ricorda che  $\alpha$  rappresenta il valore del multiplo il quale non dipende dalla redditività,  $\beta$  è il coefficiente angolare della retta che rappresenta la sensibilità del multiplo alla redditività, infatti tale valore verrà moltiplicato alla redditività aziendale di riferimento (nel primo caso ROE e nel secondo caso ROI) ed infine  $\epsilon$  rappresenta il termine di errore.

Altra criticità nell'impiego dei multipli di borsa è il **livello di indebitamento** il quale può differire nonostante le imprese comparabili svolgano uno stesso business e siano situati nello stesso paese. In questo caso si corregge il multiplo come se l'intero finanziamento dell'azienda fosse ottenuto tramite equity, simulando l'impatto che avrebbe la sostituzione del debito con l'equity attraverso nuove emissioni di azioni. Questo approccio si basa sullo stesso principio delle teorie di Modigliani e Miller: le variazioni nel rapporto debito-equity sono considerate sostituzioni l'una dell'altra, anziché aumenti netti di una delle due risorse finanziarie a discapito dell'altra. Questa operazione di "pulizia" dal livello di indebitamento comporta una modifica del multiplo, che varia a seconda che si stia valutando l'azienda da un punto di vista equity o asset, pertanto ci dovranno analizzare le due fattispecie: i multipli equity *unlevered* e i multipli asset *unlevered*.

Per quanto riguarda i **multipli equity unlevered**, la rimozione dell'indebitamento sui multipli in questione, si nota un impatto sia sul numeratore che sul denominatore del rapporto. Nel numeratore, la riduzione dell'indebitamento comporta la perdita del

vantaggio fiscale derivante dagli interessi passivi. Nel caso di un multiplo che considera la capitalizzazione di mercato anziché il prezzo per azione, questo porta a un aumento della capitalizzazione di mercato fino a quando non coincide completamente con il valore dell'impresa (EV) dopo il rifinanziamento del debito con equity, considerando anche il valore attuale dei vantaggi fiscali. Nel denominatore, gli utili per azione, da un lato aumentano a causa della porzione di oneri finanziari che non deve più essere pagata ai finanziatori esterni (dopo le imposte), rappresentando quindi un ulteriore guadagno per gli azionisti. Dall'altro invece, gli utili per azione diminuiscono poiché vengono emesse più azioni per compensare il rimborso immaginario del debito. In alternativa, se si considera il valore assoluto degli utili, essi aumentano semplicemente del valore netto degli interessi passivi che l'azienda non dovrebbe più pagare in assenza di debito. Entrambe le situazioni, sia la pressione relativa con il prezzo che quella assoluta con la capitalizzazione di mercato, portano al medesimo risultato, assumendo che il capitale raccolto tramite l'aumento di capitale sia esattamente uguale alla somma dei debiti da rimborsare.

Per quanto riguarda invece i **multipli asset unlevered**, la correzione risulta più semplice ed immediata perché coinvolge solo il numeratore del rapporto. Basta quindi sottrarre il valore attuale degli scudi fiscali, poiché la sostituzione del debito con equity non influirebbe sul valore *unlevered* dell'azienda. Il denominatore, invece, non essendo influenzato dalla politica di indebitamento, rimane invariato.

A tal proposito, al fine di concretizzare quanto appena detto, inserirò una tabella riassuntiva che evidenzierà i suddetti multipli *unlevered*.

Figura 71 - multipli unlevered

<i>Multipli equity side</i>	<i>Multipli asset side</i>
1) $\frac{P}{E_{UL}} = \frac{MK\ CAP}{Utile_{UL}} = \frac{EV-D \cdot t_c}{Utile+Oneri\ finanziari(1-t_c)}$	1) $\frac{EV}{EBITDA_{UL}} = \frac{EV-D \cdot t_c}{EBITDA}$
2) $\frac{P}{E_{adj \cdot UL}} = \frac{MK\ CAP}{Utile\ adj \cdot UL} = \frac{EV-D \cdot t_c}{Utile\ adj.+Oneri\ finanziari(1-t_c)}$	2) $\frac{EV}{EBIT_{UL}} = \frac{EV-D \cdot t_c}{EBIT}$
3) $\frac{P}{CF_{UL}} = \frac{MK\ CAP}{CF_{UL}} = \frac{EV-D \cdot t_c}{CF+Oneri\ finanziari(1-t_c)}$	3) $\frac{EV}{SALES_{UL}} = \frac{EV-D \cdot t_c}{SALES}$
4) $\frac{P}{BV_{UL}} = \frac{MK\ CAP}{C.PROPRIO_{UL}} = \frac{EV-D \cdot t_c}{CIN}$	4) $\frac{EV}{CIN_{UL}} = \frac{EV-D \cdot t_c}{CIN}$

Fonte: Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio Stefano, Sclip Alex (2021), "Analisi e valutazione finanziaria d'impresa", Giappichelli Editore, Torino – pg. 236

In merito alla stima dei valori aziendali attraverso i multipli *unlevered* si procederà nel seguente modo:

- Calcolare il multiplo *unlevered*;
- Moltiplicare la grandezza economico patrimoniale dell'impresa oggetto di valutazione per il moltiplicatore precedentemente calcolato, ottenendo *unlevered* così il valore dell'azienda;
- Aggiungere il valore attuale degli scudi fiscali, così da ottenere il valore *levered* dell'azienda;
- Sottrarre la posizione finanziaria netta per ottenere il valore dell'equity.

Tuttavia, si ricorda che il principio dell'utilizzo dei multipli come metodo di valutazione è proprio la semplicità di calcolo ed applicazione. Pertanto, qualora il calcolo dei multipli *unlevered* fosse troppo complesso viene meno il fattore della semplicità del calcolo e tale metodo perde efficacia; si tornerà quindi ai multipli *levered*.

#### 5.4.2 CRITICITÀ DEL SINGOLO MULTIPLO

La seconda tipologia di criticità che bisogna interfacciarsi qualora si opti per la valutazione con i multipli di mercato, sono quelle riferibili al calcolo del singolo multiplo. Pertanto, oltre alle criticità precedentemente esposte, bisogna tenere in considerazione anche le problematiche che analizzerò in questo paragrafo. A tal proposito si possono distinguere:

- Riscontro del valore del multiplo fuori misura rispetto alle *comparables* del campione;
- Eventuale presenza di proventi oneri straordinari;
- Eventuale presenza di investimenti extra gestionali;
- Eventuale presenza di crediti fiscali e tassazione differente;
- Eventuale presenza di perdite operative;
- Eventuale presenza dell'effetto di diluizione di prezzo;
- Eventuale presenza di gruppi societari o bilanci consolidati.

In seguito al suddetto elenco delle principali problematiche relative al calcolo del singolo multiplo, le analizzerò individualmente.

Per quanto riguarda la prima problematica, ci possono essere casi in cui il valore del multiplo di un'impresa è significativamente diverso rispetto alla media delle altre *comparables*, sia esso molto più alto ovvero molto più basso. Questi particolari casi sono chiamati *outliers* e possono essere il risultato di circostanze peculiari che hanno influenzato i margini economici dell'impresa in modo non congruente con il valore espresso dal mercato finanziario. Oppure, più semplicemente, il valore per l'impresa in questione potrebbe non essere correlato alla grandezza utilizzata nel denominatore del multiplo, causando così un "falso multiplo". Questa discrepanza può derivare da caratteristiche uniche dell'impresa, anche se essa opera nello stesso settore o ha profili di comparabilità con altre aziende. In tali casi, potrebbe essere consigliabile escludere queste imprese dal campione per evitare distorsioni nella valutazione.

I multipli equity e asset possono entrambi essere influenzati da eventi straordinari, pertanto, qualora ci trovassimo nella seconda problematica, gli attuali principi contabili internazionali nonché le direttive dell'OIC italiano, prevedono che tali componenti non vengano più distinti in una categoria separata del conto economico come in passato. In queste circostanze, sarebbe consigliabile consultare le informazioni fornite nella nota integrativa per eliminare dal denominatore del multiplo gli effetti degli eventi straordinari (rimuovendo i proventi e aggiungendo gli oneri), specialmente se si intende utilizzare multipli basati su grandezze economiche. In questo contesto, potrebbe essere consigliabile utilizzare preferibilmente multipli asset oppure multipli come il P/E *adjusted*, in modo tale da evitare le componenti straordinari.

Per quanto riguarda la terza problematica, relativa la presenza di investimenti extra gestione, è inutile dire che identificare gli investimenti non gestionali che impattano sul valore di mercato delle imprese considerate non è affatto semplice, specialmente perché il valutatore esterno o l'analista, non ha sempre accesso preciso alla destinazione e alla natura di tali investimenti aziendali. In queste situazioni, sarebbe opportuno regolare il prezzo o il valore dell'azienda sottraendo il valore degli investimenti non gestionali solo se si è certi che tali investimenti non influenzino le operazioni aziendali. Tuttavia, è importante notare che il valore di mercato di tali investimenti potrebbe non essere noto, e quindi la regolazione dovrebbe basarsi su valori contabili

che potrebbero non essere direttamente comparabili con il valore aziendale complessivo o con la capitalizzazione di mercato. Pertanto, si raccomanda di apportare questa regolazione solo se il valore degli investimenti non gestionali è significativo, lasciando il multiplo invariato nei casi meno rilevanti.

In contesti in cui la tassazione non rispecchia quella dell'azienda oggetto di valutazione, la quale abbia eventualmente un carico fiscale positivo e considerevoli crediti d'imposta, sarebbe necessario apportare correzioni specifiche. Se una o più delle imprese comparabili non sono soggette a tassazione, allora dovrebbe essere applicata una tassazione fittizia al denominatore dei multipli basati su grandezze economiche patrimoniali. Inoltre, se esistono crediti d'imposta significativi, questi dovrebbero essere sottratti dal numeratore del multiplo. Anche in questo caso, si confrontano valori di mercato con valori contabili (i crediti d'imposta), il che rende questa correzione un po' artificiosa e quindi sarebbe consigliabile applicarla solo quando il valore dei crediti è notevole rispetto alle altre attività.

Nel caso della quinta problematica, quando un'azienda registra perdite operative, il suo multiplo può risultare negativo e quindi non confrontabile con quello delle altre imprese. In queste circostanze, potrebbe essere più appropriato utilizzare un multiplo basato sul patrimonio netto oppure, come suggerito precedentemente, il multiplo derivante dal rapporto tra l'Enterprise value e il fatturato (EV/Sales), il quale è particolarmente adatto per valutare aziende in perdita.

Per quanto riguarda la sesta problematica, relativa alla presenza dell'effetto della diluizione dei prezzi, ci si riferisce principalmente al caso dell'aumento del numero delle azioni in circolazione, ovvero l'aumento di capitale. In tali circostanze si ritiene opportuno utilizzare corsi di borsa in periodi non influenzati da eventi particolarmente straordinari.

Proseguendo con l'eventuale presenza di strutture societari di gruppo o del bilancio consolidato, nella valutazione dei multipli, è spesso ricorrente l'uso di bilanci consolidati che includono sia le informazioni finanziarie delle società controllate che quelle di terzi, attraverso un metodo di consolidamento integrale. Questo comporta una discrepanza tra i dati di bilancio e quelli di mercato finanziario, poiché la capitalizzazione di mercato e l'Enterprise Value riflettono solo il valore per il gruppo, mentre i dati di bilancio includono anche elementi relativi a terzi. In tali situazioni, potrebbe essere preferibile utilizzare multipli equity, poiché tengono conto solo del patrimonio netto e del reddito

economico delle entità del gruppo, escludendo le componenti di terzi. Non è il caso infatti dei multipli asset, in cui costi e ricavi di terzi non sono distintamente indicati. In questo contesto, potrebbe essere utile considerare i bilanci individuali anziché quelli consolidati, includendo i proventi finanziari delle partecipate, come componenti operative all'interno delle vendite, dell'EBIT e dell'EBITDA.

Tali considerazioni precedentemente discusse sono solo alcune delle criticità che possono emergere nella valutazione di ciascun multiplo. Oltre a queste specifiche deformità, è importante considerare la logica generale che guida il processo valutativo. In particolare, il valutatore dovrebbe evitare di utilizzare i multipli in modo rigido, senza tener conto del contesto aziendale, delle performance economico-finanziarie e delle tendenze di mercato. Solo dopo un'attenta analisi di tali fattori, il valutatore sarà in grado di decidere se utilizzare il multiplo così com'è, rettificarlo oppure escludere completamente alcune delle imprese comparabili utilizzate per il calcolo del multiplo.

## 5.5 CONCLUSIONI

Come abbiamo visto in questo capitolo, i multipli possono derivare sia dai dati di mercato delle società quotate sia dai prezzi delle transazioni di fusioni e acquisizioni. Entrambi hanno caratteristiche specifiche da considerare attentamente per un'accurata valutazione. A tal proposito, sappiamo che quando si utilizzano i multipli come metodo valutativo di un'impresa, è essenziale considerare diverse criticità. Innanzitutto è importante condurre un'analisi dettagliata dei dati contabili e dei prezzi delle imprese comparabili per selezionare un campione adeguato, tuttavia, potrebbe essere necessario aggiustare i multipli in base ad esempio al livello di leva finanziaria delle imprese nel campione oppure in base alla redditività dell'impresa valutata, utilizzando il metodo delle value maps. Bisogna, inoltre, valutare attentamente se tali aggiustamenti siano realmente necessari e fattibili, considerando la similarità del profilo di indebitamento o la disponibilità di imprese comparabili. Nonostante ciò, questi metodi avendo una base concettuali semplice e di facile comprensione, sono determinati da un'elevata immediatezza in termini di utilizzo, pertanto possono essere molto utili per superare alcune delle criticità di comparabilità. Una volta calcolato il multiplo è fondamentale confrontare il valore ottenuto utilizzando tale approccio relativo, con altri

metodi di valutazione assoluti, come il discounted cash flow (DCF). In questo confronto, l'analista dovrebbe indagare sulle ragioni di eventuali differenze, le quali possono derivare da diverse ipotesi nei flussi di cassa scontati, dalla divergenza tra le imprese comparabili rispetto a quella oggetto di valutazione, dalla capacità dei metodi DCF di rilevare aspetti unici non considerati nei multipli, oppure dall'impatto dell'evoluzione del debito sul valore dell'impresa, soprattutto se la leva finanziaria non viene rettificata. Pertanto, si può concludere che per una accurata e più precisa valutazione è consigliabile utilizzare un metodo congiunto formato sia dalla valutazione assoluta derivante dal metodo dei discounted cash flow sia una valutazione relativa derivante dall'utilizzo del metodo dei multipli.



## **CAPITOLO 6 – IL CASO RP MANAGEMENT SRL:**

### **6.1 PRESENTAZIONE DELL'AZIENDA**

RP Management SRL è la società appartenente al gruppo Relegance Hotel Resort SRL, costituita nel 2022 per l'acquisizione della gestione del Rosapetra Spa Resort, hotel di lusso situato a Cortina d'Ampezzo. In seguito a questo breve preambolo, volevo presentare in poche parole l'hotel gestito dalla società oggetto di valutazione. Anzitutto, il nome Rosapetra deriva dal fatto che al sopraggiungere dell'imbrunire gli splendidi monti delle Dolomiti, tra cui il monte delle Tofane, che si possono ammirare dal giardino dell'albergo, si colora di rosa e dipinge uno splendido paesaggio mozzafiato.

Il Rosapetra Spa Resort ha una storia affascinante che si intreccia con lo sviluppo di Cortina d'Ampezzo, pittoresca cittadina nel cuore delle Dolomiti nel Nord Italia, come rinomata destinazione turistica di lusso nelle Dolomiti. Il resort sorge in una posizione mozzafiato, circondato dalle maestose montagne delle Dolomiti, che lo rendono un luogo ideale per coloro che cercano una fuga rilassante e rigenerante. La sua storia inizia molti anni fa, quando la regione di Cortina d'Ampezzo divenne una delle destinazioni turistiche più esclusive al mondo. L'hotel ha subito negli anni diverse trasformazioni e miglioramenti per offrire servizi sempre più esclusivi e all'avanguardia. Oggi, il Rosapetra Spa Resort è diventato un'icona di Cortina d'Ampezzo, rinomato per la sua eleganza, il suo servizio impeccabile e la sua atmosfera accogliente. L'hotel conta di 33 stanze di cui 7 suite, offrendo una combinazione di viste mozzafiato sulle Alpi, comfort moderni e un focus su benessere e relax.

Gli ospiti possono godere di camere e suite spaziose ed elegantemente progettate, molte delle quali offrono ottime viste sulle montagne circostanti. La spa del resort è un punto di riferimento, con una gamma di trattamenti ispirati sia alle pratiche tradizionali sia a quelle contemporanee di puro benessere. Tra massaggi, pulizie del viso e idroterapia, gli ospiti possono concedersi una varietà di esperienze progettate per rigenerare il corpo e la mente.

Oltre alle sue strutture termali il Rosapetra offre opzioni di ristorazione gourmet, tra cui un ristorante che serve un mix tra cucina italiana ed internazionale realizzata con ingredienti locali da ottimi chef. Il resort fornisce anche accesso ad attività all'aperto

come lo sci, l'escursionismo e il mountain bike, rendendolo una destinazione ideale sia per il relax che per chi cerca avventure.

Rosapetra Spa Resort offre un rifugio di lusso cullato dalle montagne più belle dell'Italia, combinando bellezze naturali con sistemazioni di lusso e strutture termali di alta qualità. Il Rosapetra non è rinomato soltanto per la sua spettacolare posizione immersa nelle Dolomiti, ma soprattutto per la qualità dell'esperienza offerta al cliente. Tra le caratteristiche principale dell'hotel possiamo distinguere:

- **Design:** Il design interno è molto elegante e raffinato, curato nei minimi dettagli, con un'atmosfera accogliente che si fonde perfettamente con l'ambiente naturale circostante. Materiali pregiati, come il legno e la pietra, vengono utilizzati per creare un'atmosfera di lusso alpino;
- **Spa e Benessere:** punto di forza del Rosapetra è la spa, classificata tra le 100 migliori d'Europa, una vera e propria oasi di relax e rigenerazione ed offre un'ampia gamma di trattamenti di bellezza. Gli ospiti possono immergersi in piscine riscaldate, saune e bagni turchi, il tutto circondato da viste mozzafiato;
- **Cucina di alta qualità:** Il ristorante del resort propone una cucina raffinata preparata con ingredienti freschi e di alta qualità, spesso provenienti dalla regione circostante. I piatti sono una fusione di sapori locali e internazionali, preparati da eccellenti chef;
- **Attività outdoor:** Cortina è famosa per le sue opportunità outdoor; durante la stagione invernale, gli ospiti possono optare per lo sci alpino sulle piste di fama mondiale mentre nei mesi estivi, l'area offre molte attività che vanno dalle escursioni, alle arrampicate o mountain bike;
- **Concierge:** Il team di concierge del Rosapetra è a disposizione degli ospiti per organizzare escursioni, prenotare tavoli nei ristoranti locali, fornire informazioni sulle attività della zona e soddisfare qualsiasi altra richiesta, in modo tale da vivere una vacanza su misura per le proprie esigenze e preferenze.

Figura 72 - Rosapetra Spa Resort



## 6.2 VALUTAZIONE AZIENDALE NEL PRATICO

I dati che utilizzerò per la valutazione della società sono riferiti all'anno 2022, in quanto quando ho ricevuto le informazioni utilizzate, l'esercizio e di conseguenza il bilancio 2023, dovevano ancora essere chiusi e le previsioni dovevano ancora essere state fatte. La società ha chiuso l'anno con un fatturato di € 1.837.317, una perdita di € - 176.449 e conta di 40 dipendenti (dato aggiornato al 2024). La società di gestione ha sede legale al seguente indirizzo: Sestiere San Marco 2760 – 30124 – Venezia (VE).

Di seguito riporto lo stato patrimoniale e il conto economico che sono stati redatti in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis* del c.c., in quanto presenta valori inferiori rispetto a quelli civilisticamente disciplinati. L'articolo citato stabilisce i requisiti del bilancio abbreviato, ovvero:

- 4.400.000 di Euro di totale dell'attivo di stato patrimoniale;
- 8.800.000 di Euro di ricavi delle vendite e delle prestazioni;
- 50 dipendenti occupati in media durante l'esercizio.

Successivamente ai due schemi contabili di bilancio riporto anche il budget e le previsioni fornitemi dalla società riguardanti stato patrimoniale, conto economico e piano finanziario prospettico nell'arco temporale di cinque anni.

Figura 73 - stato patrimoniale RP

31-12-2022

Stato patrimoniale	
Attivo	
B) Immobilizzazioni	
I - Immobilizzazioni immateriali	2.129
II - Immobilizzazioni materiali	154.360
Totale immobilizzazioni (B)	156.489
C) Attivo circolante	
I - Rimanenze	179.458
II - Crediti	
esigibili entro l'esercizio successivo	316.727
Totale crediti	316.727
III - Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	31.147
IV - Disponibilità liquide	1.534.021
Totale attivo circolante (C)	2.061.353
D) Ratei e risconti	51.441
<b>Totale attivo</b>	<b>2.269.283</b>
Passivo	
A) Patrimonio netto	
I - Capitale	10.000
VI - Altre riserve	1
VII - Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	31.147
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	(176.449)
Totale patrimonio netto	(135.301)
C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	67.674
D) Debiti	
esigibili entro l'esercizio successivo	1.447.422
esigibili oltre l'esercizio successivo	877.577
Totale debiti	2.324.999
E) Ratei e risconti	11.911
<b>Totale passivo</b>	<b>2.269.283</b>

Figura 74 – Conto economico RP

31-12-2022

<b>Conto economico</b>	
A) Valore della produzione	
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.837.317
5) altri ricavi e proventi	
altri	168
Totale altri ricavi e proventi	168
Totale valore della produzione	1.837.485
B) Costi della produzione	
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	352.410
7) per servizi	800.597
8) per godimento di beni di terzi	310.592
9) per il personale	
a) salari e stipendi	352.879
b) oneri sociali	106.611
c), d), e) trattamento di fine rapporto, trattamento di quiescenza, altri costi del personale	25.060
c) trattamento di fine rapporto	25.060
Totale costi per il personale	484.550
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(179.458)
14) oneri diversi di gestione	20.809
Totale costi della produzione	1.789.500
<b>Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)</b>	<b>47.985</b>
C) Proventi e oneri finanziari	
16) altri proventi finanziari	
d) proventi diversi dai precedenti	
altri	24
Totale proventi diversi dai precedenti	24
Totale altri proventi finanziari	24
17) interessi e altri oneri finanziari	
altri	191.439
Totale interessi e altri oneri finanziari	191.439
<b>Totale proventi e oneri finanziari (15 + 16 - 17 + - 17-bis)</b>	<b>(191.415)</b>
D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	
19) svalutazioni	
d) di strumenti finanziari derivati	8.076
Totale svalutazioni	8.076
Totale delle rettifiche di valore di attività e passività finanziarie (18 - 19)	(8.076)
<b>Risultato prima delle imposte (A - B + - C + - D)</b>	<b>(151.506)</b>
20) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	
imposte correnti	24.943
Totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	24.943
<b>21) Utile (perdita) dell'esercizio</b>	<b>(176.449)</b>

Figura 75 – budget previsionale 23-27

OLIMPIADI

<b>ROSAPETRA SPA RESORT</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Rooms	33	33	34	34	34
Days	365	366	365	365	365
Room availables	12045	12078	12410	12410	12410
Occupancy	54%	62%	66%	78%	68%
Rooms occupied	6504,3	7488,36	8190,6	9679,8	8438,8
ADR (Avaible daily room)	646 €	689 €	702 €	923 €	710 €
RevPar (Revenue per room)	349 €	427 €	463 €	720 €	483 €
<b>Room Revenues</b>	<b>4.201.778 €</b>	<b>5.159.480 €</b>	<b>5.749.801 €</b>	<b>8.934.455 €</b>	<b>5.991.548 €</b>
<b>F&amp;B Revenues</b>	<b>1.151.130 €</b>	<b>1.350.612 €</b>	<b>1.448.390 €</b>	<b>2.491.580 €</b>	<b>1.577.598 €</b>
Restaurant&Bar	1.023.450 €	1.203.780 €	1.310.496 €	2.034.800 €	1.434.596 €
Banqueting&Events	127.680 €	146.832 €	137.894 €	456.780 €	143.002 €
<b>SPA</b>	<b>556.986 €</b>	<b>579.265 €</b>	<b>601.545 €</b>	<b>895.780 €</b>	<b>629.394 €</b>
<b>Sponsorship</b>	<b>25.000 €</b>	<b>30.000 €</b>	<b>45.000 €</b>	<b>155.000 €</b>	<b>50.000 €</b>
<b>Other revenues</b>	<b>46.986 €</b>	<b>71.685 €</b>	<b>61.805 €</b>	<b>42.890 €</b>	<b>81.340 €</b>
<b>Total revenues</b>	<b>5.981.880 €</b>	<b>7.191.042 €</b>	<b>7.906.541 €</b>	<b>12.519.705 €</b>	<b>8.329.880 €</b>

<b>PAYROLL</b>	<b>1.243.807 €</b>	<b>1.341.005 €</b>	<b>1.295.995 €</b>	<b>1.540.468 €</b>	<b>1.320.738 €</b>
Front Office	247.258 €	252.203 €	254.676 €	257.148 €	259.621 €
Housekeeping	189.654 €	193.447 €	195.344 €	197.240 €	199.137 €
ROOM DIVISION	436.912 €	445.650 €	450.020 €	454.388 €	458.758 €
Restaurant	212.365 €	214.489 €	237.211 €	239.537 €	241.862 €
Kitchen	360.256 €	363.859 €	367.461 €	371.064 €	374.666 €
Extra FB	53.621 €	132.741 €	55.230 €	287.600 €	55.766 €
FB DIVISION	626.242 €	711.089 €	659.902 €	898.201 €	672.294 €
SPA	180.653 €	184.266 €	186.073 €	187.879 €	189.686 €
<b>OP.EXPENSES</b>	<b>1.134.881 €</b>	<b>1.348.711 €</b>	<b>1.471.908 €</b>	<b>2.338.735 €</b>	<b>1.560.259 €</b>
Commissions	336.142 €	412.758 €	459.984 €	714.756 €	479.324 €
Others	252.107 €	309.569 €	344.988 €	536.067 €	359.493 €
ROOM EXPENSES	588.249 €	722.327 €	804.972 €	1.250.823 €	838.817 €
Food cost of sales	193.390 €	226.903 €	243.330 €	418.585 €	265.036 €
Bvg cost of sales	128.927 €	151.269 €	162.220 €	279.057 €	176.691 €
<b>TOTAL FB COST OF SALES</b>	<b>322.317 €</b>	<b>378.172 €</b>	<b>405.550 €</b>	<b>697.642 €</b>	<b>441.727 €</b>
FB EXPENSES	126.624 €	148.567 €	159.323 €	274.074 €	173.536 €
SPA EXPENSES	72.056 €	73.497 €	75.659 €	89.536 €	79.262 €

OTHER MOD EXP	25.635 €	26.148 €	26.404 €	26.660 €	26.917 €
<b>OVERHEAD EXP</b>	<b>1.060.283 €</b>	<b>1.291.476 €</b>	<b>1.328.414 €</b>	<b>1.427.871 €</b>	<b>1.344.639 €</b>
PAYROLL AG	31.000 €	31.620 €	31.930 €	32.240 €	32.550 €
Credit card commissions	112.498 €	136.236 €	150.100 €	238.479 €	158.010 €
Other	112.365 €	114.612 €	117.983 €	122.478 €	120.231 €
Advisor	5.000 €	5.100 €	5.150 €	5.200 €	5.250 €
Headquarter Rebate	240.000 €	240.000 €	265.000 €	265.000 €	265.000 €
AG EXPENSES	469.863 €	495.948 €	538.233 €	631.157 €	548.491 €
IT EXPENSES	22.000 €	22.440 €	22.660 €	22.660 €	22.880 €
Sales Rebate	83.000 €	222.591 €	249.263 €	250.968 €	252.707 €
Sales Exhibition	51.000 €	65.000 €	75.000 €	70.000 €	65.000 €
SALES EXPENSES	134.000 €	287.591 €	324.263 €	320.968 €	317.707 €
MAINTENANACE EXPENSES	112.498 €	136.236 €	150.100 €	238.479 €	158.010 €
Energy Cost	175.683 €	179.197 €	182.710 €	186.224 €	189.738 €
Gas Cost	96.586 €	98.518 €	99.484 €	100.449 €	101.415 €
Water Cost	18.653 €	19.026 €	19.213 €	19.399 €	19.586 €
UTILITIES	290.922 €	296.741 €	301.407 €	306.072 €	310.739 €
<b>TOTAL COST</b>	<b>3.438.971 €</b>	<b>3.981.192 €</b>	<b>4.096.317 €</b>	<b>5.307.074 €</b>	<b>4.225.636 €</b>

<b>GOP</b>	<b>2.542.909 €</b>	<b>3.209.850 €</b>	<b>3.810.224 €</b>	<b>7.212.631 €</b>	<b>4.104.244 €</b>
INSURANCE	26.056 €	26.577 €	27.098 €	27.619 €	28.140 €
LOCAL TAX	12.000 €	12.240 €	12.360 €	12.480 €	12.600 €
RENT -CONTRACT	31.245 €	31.870 €	32.182 €	32.495 €	32.807 €
<b>EBITDAR</b>	<b>2.473.608 €</b>	<b>3.139.163 €</b>	<b>3.738.584 €</b>	<b>7.140.037 €</b>	<b>4.030.697 €</b>
RENTAL	1.050.000 €	1.400.000 €	1.695.750 €	2.358.589 €	1.755.073 €
OTHER RENTAL	168.750 €	182.250 €	185.895 €	204.485 €	189.613 €
<b>EBITDA</b>	<b>1.254.858 €</b>	<b>1.556.913 €</b>	<b>1.856.939 €</b>	<b>4.576.963 €</b>	<b>2.086.011 €</b>

<b>DEPARTMENT PROFIT</b>	<b>3.578.192 €</b>	<b>4.671.327 €</b>	<b>5.293.640 €</b>	<b>8.785.501 €</b>	<b>5.598.884 €</b>
ROOM PROFIT	3.176.617 €	3.991.503 €	4.494.809 €	7.229.244 €	4.693.973 €
FB PROFIT	75.947 €	112.784 €	223.615 €	621.663 €	290.041 €
SPA PROFIT	304.277 €	321.502 €	339.813 €	618.365 €	360.447 €
OTHER - MOD PROFIT	21.351 €	45.537 €	35.401 €	16.230 €	54.423 €

Figura 76 – SP prospettico 23-27

STATO PATRIMONIALE PROSPETTICO						
	2022	2023	2024	2025	OLIMPIADI	
					2026	2027
Immob. Immateriali	2.129 €	102.129 €	102.129 €	602.129 €	1.602.129 €	1.602.129 €
Immob. Materiali	154.360 €	604.360 €	609.360 €	614.360 €	619.360 €	624.360 €
Immob. Finanziarie	- €	- €	- €	- €	- €	- €
<b>Totale immobilizzaioni</b>	<b>156.489 €</b>	<b>706.489 €</b>	<b>711.489 €</b>	<b>1.216.489 €</b>	<b>2.221.489 €</b>	<b>2.226.489 €</b>
Rimanenze	179.458 €	299.094 €	359.552 €	395.327 €	625.985 €	416.494 €
Crediti Commerciali	316.727 €	1.495.470 €	1.797.761 €	1.976.635 €	3.129.926 €	2.082.470 €
Altri Crediti	31.147 €	- €	10.250 €	580.250 €	789.413 €	2.270.513 €
Disponibilità liquide	1.534.021 €	413.865 €	461.855 €	561.856 €	661.857 €	1.661.857 €
<b>Totale attivo circolante</b>	<b>2.061.353 €</b>	<b>2.208.429 €</b>	<b>2.629.418 €</b>	<b>3.514.068 €</b>	<b>5.207.182 €</b>	<b>6.431.334 €</b>
Ratei e risconti	51.441 €	21.070 €	50.507 €	220.507 €	128.477 €	228.477 €
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>2.269.283 €</b>	<b>2.935.988 €</b>	<b>3.391.414 €</b>	<b>4.951.064 €</b>	<b>7.557.148 €</b>	<b>8.886.300 €</b>
Patrimonio netto	- 135.301 €	629.303 €	1.638.606 €	2.852.515 €	5.300.948 €	6.677.484 €
Fondo TFR	67.674 €	167.914 €	167.914 €	167.914 €	167.914 €	167.914 €
Debiti commerciali	860.963 €	492.404 €	456.231 €	459.219 €	668.513 €	447.528 €
Debiti finanziari	969.753 €	982.753 €	898.753 €	1.217.753 €	1.389.753 €	1.561.753 €
Debiti tributari	62.752 €	123.385 €	31.801 €	155.060 €	- €	- €
Altri debiti	431.531 €	531.730 €	146.059 €	88.554 €	- €	1.600 €
<b>Totale debiti</b>	<b>2.257.372 €</b>	<b>2.927.488 €</b>	<b>3.339.364 €</b>	<b>4.941.014 €</b>	<b>7.527.128 €</b>	<b>8.856.279 €</b>
Ratei e risconti	11.911 €	8.500 €	52.050 €	10.050 €	30.020 €	30.021 €
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>2.269.283 €</b>	<b>2.935.988 €</b>	<b>3.391.414 €</b>	<b>4.951.064 €</b>	<b>7.557.148 €</b>	<b>8.886.300 €</b>

Figura 77 – CE prospettico 23-27

<b>CONTO ECONOMICO PROSPETTICO</b>						
	<b>OLIMPIADI</b>					
	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Ricavi di vendita (room, spa, F&B, sponsor)	1.837.317 €	5.934.894 €	7.119.357 €	7.844.736 €	12.476.815 €	8.248.540 €
Altri ricavi	168 €	46.986 €	71.685 €	61.805 €	42.890 €	81.340 €
Variazioni rimanenze	- 179.458 €					
Costi operativi	1.463.599 €	1.134.881 €	1.348.711 €	1.471.908 €	2.338.735 €	1.560.259 €
Overhead cost	- €	1.060.283 €	1.291.476 €	1.328.414 €	1.427.871 €	1.344.639 €
Oneri diversi di gestione	20.809 €	- €	- €	- €	- €	- €
Personale	484.550 €	1.243.807 €	1.341.005 €	1.295.995 €	1.540.468 €	1.320.738 €
<b>GOP</b>	<b>47.985 €</b>	<b>2.542.909 €</b>	<b>3.209.850 €</b>	<b>3.810.224 €</b>	<b>7.212.631 €</b>	<b>4.104.244 €</b>
Insurance	- €	26.056 €	26.577 €	27.098 €	27.619 €	28.140 €
Local tax	- €	12.000 €	12.240 €	12.360 €	12.480 €	12.600 €
Rent - contract	- €	31.245 €	31.870 €	32.182 €	32.495 €	32.807 €
<b>EBITDAR</b>	<b>47.985 €</b>	<b>2.473.608 €</b>	<b>3.139.163 €</b>	<b>3.738.584 €</b>	<b>7.140.037 €</b>	<b>4.030.697 €</b>
Rental	- €	1.050.000 €	1.400.000 €	1.695.750 €	2.358.589 €	1.755.073 €
Other rental	- €	168.750 €	182.250 €	185.895 €	204.485 €	189.613 €
<b>EBITDA</b>	<b>47.985 €</b>	<b>1.254.858 €</b>	<b>1.556.913 €</b>	<b>1.856.939 €</b>	<b>4.576.963 €</b>	<b>2.086.011 €</b>
Prov/Oneri finanziari	191.415 €	64.167 €	64.167 €	64.167 €	64.167 €	64.167 €
Sval. Strumenti derivati	8.076 €	- €	- €	- €	- €	- €
<b>UTILE LORDO</b>	<b>- 151.506 €</b>	<b>1.190.691 €</b>	<b>1.492.747 €</b>	<b>1.792.773 €</b>	<b>4.512.797 €</b>	<b>2.021.844 €</b>
Imposte	24.943 €	384.939 €	483.443 €	578.864 €	1.364.364 €	645.308 €
<b>UTILE NETTO</b>	<b>- 176.449 €</b>	<b>805.752 €</b>	<b>1.009.303 €</b>	<b>1.213.909 €</b>	<b>3.148.433 €</b>	<b>1.376.536 €</b>

Figura 78 – RF prospettico 23-27

CCNC ANNO 2022 PFN ANNO 2023	1.141.099		OLIMPIADI				
	- 564.268 €		2023	2024	2025	2026	2027
PFN			<b>568.888 €</b>	<b>436.898 €</b>	<b>655.897 €</b>	<b>727.896 €</b>	- <b>100.104 €</b>
CCNO			1.560.681 €	1.993.480 €	2.517.143 €	3.679.799 €	3.743.835 €
<b>RENDICONTO FINANZIARIO PROSPETTICO</b>							
+ EBITDA			1.254.858 €	1.556.913 €	1.856.939 €	4.576.963 €	2.086.011 €
- DCCNO	-		419.582 €	- 432.798 €	- 523.663 €	- 1.162.656 €	- 64.037 €
- CAPEX	-		550.000 €	- 5.000 €	- 505.000 €	- 1.005.000 €	- 45.740 €
- IMPOSTE (sull'Ebit)	-		460.972 €	- 407.259 €	- 717.523 €	- 1.224.704 €	- 660.708 €
<b>FCFO</b>	-		<b>175.697 €</b>	<b>711.855 €</b>	<b>110.753 €</b>	<b>1.184.604 €</b>	<b>1.315.526 €</b>
+ Var. PFN	-		1.133.156 €	131.990 €	- 218.999 €	- 71.999 €	828.000 €
- Oneri Finanziari	-		64.167 €	- 64.167 €	- 64.167 €	- 64.167 €	- 64.167 €
+ Scudo fiscale			15.400 €	15.400 €	15.400 €	15.400 €	15.400 €
- Dividendi			- €	- €	- €	- 700.000 €	- €
<b>FCFE</b>	-		<b>1.357.620 €</b>	<b>795.079 €</b>	- <b>157.012 €</b>	<b>363.838 €</b>	<b>2.094.760 €</b>

### 6.2.1 UTILIZZO DEL METODO DEI DISCOUNTED CASH FLOW

Nello studio di seguito effettuato per la valutazione d'azienda con i DCF ho scelto di utilizzare il metodo analitico, con l'approccio dell'*adjusted present value*, in ottica asset side per semplicità applicativa. Il metodo analitico, come precedentemente evidenziato, è preferito in quanto si basa sul business plan aziendale fornito dalla società oggetto di valutazione al quale viene aggiunto un valore terminale residuo, il terminal value. Tale metodologia è più complessa, ma allo stesso tempo è anche più affidabile e precisa.

La prima cosa da fare è la stima del costo del capitale *unlevered* al quale poi si aggiungerà la parte dello scudo fiscale. Per stimarlo utilizzerò la formula del CAPM, già evidenziata nel primo capitolo, che per comodità riporto qua sotto.

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

In questo caso sarà necessario il tasso risk free, che mi da il valore del tempo, sommato al premio per il rischio, il quale è dato dal *Market Risk Premium* (MRP) moltiplicato per il beta *unlevered*, in quanto si ricerca il tasso  $R_o$ , il quale è espressivo del rendimento richiesto dal mercato per investimenti con quel profilo di rischio operativo (e non anche

quindi per il rischio finanziario, in quanto *unlevered*). Si ricorda inoltre che il *Market Risk Premium* è dato dalla differenza tra il rischio di mercato e il tasso privo di rischio.

Prima di passare ai calcoli è necessario ricordare che nella valutazione d'azienda si prende come riferimento il tasso privo di rischio a 10 anni e non quello più lungo disponibile. A tal proposito, prenderò in considerazione il tasso privo di rischio che paga un Bund tedesco a 10 anni (fonte: investing.com), mentre il MRP e il beta verranno ricavati dal sito di Damodaran. Utilizzerò il MPR italiano, il quale avrà sicuramente un valore maggiore rispetto ad un MRP tedesco, in quanto la Germania viene considerata un paese risk free, ma essendo in Italia dovremmo andare ad aggiungerci lo spread. Per tale motivo ho deciso di prendere come riferimento un MPR italiano, il quale comprende già il premio per il rischio paese e quindi, sostanzialmente, include già il Credit Default Swap.

Passando ora al calcolo del beta *unlevered*, dal sito di Damodaran verrà preso il beta *unlevered* riguardante il settore dell'hotel. La prima colonna della figura sottostante è riferita all'impresе considerate nel campione che, nel settore di riferimento, sono state analizzate 106 imprese, il che rappresenta un dato solido, in quanto, più elevato è il campione, maggiore sarà la significatività. D'altra parte, qualora il campione fosse composto da un numero limitato di imprese (tendenzialmente sotto le 10 imprese il dato non è così attendibile) significa che siamo in presenza di una significatività più moderata. A tal proposito guardando i beta *unlevered*, si può notare come quest'ultimi siano inferiori rispetto ai beta *levered*, per effetto della presenza del rischio finanziario.

Figura 79 - tabella beta (fonte: Damodaran)

Industry Name	Number of firms	Average Unlevered Beta	Average Levered Beta	Average correlation with the market	Total Unlevered Beta	Total Levered Beta
Homebuilding	43	1,14	1,14	31,31%	3,65	3,64
Hospitals/Healthcare Facilities	29	0,20	0,56	18,71%	1,07	3,01
Hotel/Gaming	106	1,02	1,20	26,14%	3,91	4,57
Household Products	70	0,88	0,95	21,95%	3,99	4,32
Information Services	6	1,89	2,52	19,46%	9,71	12,95

## Determinazione costo del capitale *unlevered*

Rf =	2,58%	Bund tedesco 10y	Fonte: investing.com
MRP =	7,81%	Rischio ITA 3,21%	Fonte: Damodaran NYU
Beta unlev.=	1,02		Fonte: Damodaran NYU

$$Ro = Rf + MRP \times bu = 10,55\%$$

Una volta stabilito il costo del capitale *unlevered* dovremmo determinare il costo del debito. Quest'ultimo dato, nella sua misura più semplice, viene definito rapportando gli oneri finanziari dell'ultimo bilancio disponibile alla posizione finanziaria netta media oppure, può essere definito anche mediante la somma tra il *reference rate* e il *credit spread*. Essendo al primo anno di attività calcolando il costo del debito con il primo metodo, risulterebbero dei dati fuorvianti, pertanto ho deciso di utilizzare il secondo metodo. Per *reference rate* ho utilizzato l'Euribor, che in Italia equivale all'IRS (*Interest Rate Swap*), ad 1 anno (fonte: il Sole24 Ore del 3 maggio 2024), pari a 3,693% aggiungendo un credit spread del 2% derivante da una mera stima in quanto non ho abbastanza informazioni a sufficienza.

Figura 80 - tassi Euribor

Nome	Fixing	Data	Fixing Pr.	Data Pr.	Fixing 365	Fixing 365 Pr.
Euribor 1M	3,865%	03/05/2024	3,877%	02/05/2024	3,919%	3,931%
Euribor 3M	3,827%	03/05/2024	3,853%	02/05/2024	3,880%	3,907%
Euribor 6M	3,802%	03/05/2024	3,828%	02/05/2024	3,855%	3,881%
Euribor 12M	3,693%	03/05/2024	3,728%	02/05/2024	3,744%	3,780%

## Determinazione costo del debito

Euribor 3 maggio 2024	3,693%
<i>Credit spread</i> (stimato)	2%

**Rd = 5,69%**

Una volta stimato il costo del debito, per completare la ricerca dei dati necessari manca da calcolare il tasso di crescita, il quale abbiamo visto nei capitoli precedenti essere dato principalmente dal ROE moltiplicato al tasso di ritenzione degli utili. Tuttavia, nel caso relativo al flusso di cassa dell'ultimo periodo di previsione, borsa italiana suggerisce di adottare un approccio prudentiale nella determinazione del tasso di crescita  $g$ , il quale dovrebbe essere pari a zero. Tale decisione dovrebbe comunque essere valutata considerando le specificità del settore e dell'azienda e potrebbe essere adeguata a tassi diversi in situazioni particolari o quando l'orizzonte temporale delle previsioni è molto

breve. In ogni caso, l'uso di un tasso diverso da zero dovrebbe essere giustificato in modo appropriato. Anche se queste conclusioni potrebbero sembrare restrittive, si ritiene che rappresentino, nel lungo termine, scelte ragionevoli per un approccio razionale alla valutazione del valore aziendale. Pertanto, condividendo tali conclusioni porrò il tasso di crescita pari a zero e quindi utilizzerò un approccio *steady state* successivamente al piano industriale.

$$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+r_o)^i} + \sum_{i=1}^t \frac{OF_i * t_c}{(1+r_D)^i} + \frac{NOPAT_n}{r_o} \frac{1}{(1+r_o)^t} + \frac{D_t r_D t_c}{r_D} \frac{1}{(1+r_D)^t}$$

Ultimo dato che serve per procedere con la valutazione è l'aliquota fiscale, la quale è pari al 24%, ovvero l'aliquota attuale dell'imposta sul reddito delle società (IRES).

Riepilogo dati	
Ro	10,55%
Rd	5,69%
g (borsa italiana)	0,00%
T <sub>c</sub> (IRES)	24%

Proseguiamo ora con la determinazione del valore aziendale, prima determinato i valori *unlevered* e poi aggiungendo lo scudo fiscale, sia dei flussi di casse sia del terminale value.

## Determinazione valori *unlevered*

	2023	2024	2025	2026	2027
FCFO	- 175.697	711.855	110.753	1.184.604	1.315.526
VA	- 158.932	582.485	81.978	793.156	796.767

NOPAT =	1.585.368
TV =	15.029.040

Sommatoria VA dei FCFO	2.095.453
VA del TV	9.102.549
<b>EVu</b>	<b>11.198.003</b>

## Determinazione scudo fiscale

	2023	2024	2025	2026	2027
Oneri finanziari	64.167	64.167	64.167	64.167	64.167
Scudo fiscale	15.400	15.400	15.400	15.400	15.400
VA scudo fiscale	14.570	13.786	13.043	12.341	11.676
				Scudo fiscale TV <sup>13</sup> =	- 24.025

Calcolo PFN per scudo fiscale TV	
PFN inizio piano (2022)	(564.268)
Δ 2023	1.133.156
Δ 2024	(131.990)
Δ 2025	218.999
Δ 2026	71.999
Δ 2027	(828.000)
<b>PFN fine piano</b>	<b>(100.104)</b>

Sommatoria VA scudo fiscale	65.416
Attualizzazione scudo fiscale del TV	(18.215)
<b>Scudo fiscale (TS)</b>	<b>47.201</b>

<sup>13</sup> Il *terminal value* è dato dal rapporto tra il NOPAT 2027 e il costo del capitale *unlevered*. Infatti, l'azienda dopo il periodo di previsione esplicita è in condizioni di steady state e produce un FCFO pari al NOPAT (EBIT al netto delle imposte) del 2027.

## Determinazione Enterprise value

**EV levered**

**11.245.203**

## Derivazione Equity value

**Equity value (Ev - D)**

**11.809.471**

### 6.2.2 UTILIZZO DEL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA

Una volta stimato l'equity value in ottica asset side con il metodo dei discounted cash flow, passiamo ora a determinarlo invece con il metodo dei multipli di mercato sempre in ottica asset.

A tal proposito, seguendo le fasi relativi precedentemente evidenziate in merito alla valutazione aziendale mediante i multipli di borsa, il primo passaggio da attuare sarà quello della selezione del multiplo di riferimento. Il multiplo che ho selezionato è quello dato dal rapporto tra l'Enterprise value e il fatturato (EV/sales) in quanto, tale moltiplicatore è solito utilizzarlo dal momento che l'impresa oggetto di valutazione chiude l'esercizio con margini operativi negativi, ma che comunque ci siano buone opportunità di crescita, come ad esempio nel caso delle start-up. Nel caso di specie infatti, PG Management chiude in perdita, tuttavia le prospettive di crescita sono elevate e quindi, per tali motivazioni ritengo necessario l'utilizzo di tale multiplo, in quanto si andrà ad utilizzare quel dato di conto economico meno soggetto a manovre, rappresentato, appunto, dal fatturato.

Per effettuare una prima stima dell'equity value ho utilizzato il multiplo del settore hotel/gaming proposto da Damodaran, il quale prende come riferimento un campione composto da 650 imprese su base globale. Tale multiplo è pari a 3,56.

Figura 81 - tabella multiplo EV/sales (fonte: Damodaran)

Industry Name	Number of firms	Price/Sales	Net Margin	EV/Sales	Pre-tax Operating Margin
Homebuilding	173	1,03	9,53%	1,18	12,79%
Hospitals/Healthcare Facilities	232	1,61	3,61%	2,31	10,76%
Hotel/Gaming	650	2,63	6,56%	3,56	12,15%
Household Products	549	2,92	10,34%	3,20	15,04%
Information Services	81	1,53	3,88%	1,93	11,28%

## Determinazione multiplo da utilizzare campione di Damodaran

Dati RP Management 2022	
Sales	1.837.317
EBITDA	47.985
PFN	-564.268
Tax Rate	24%

$$\text{EV/Sales} = 3,56$$

$$\text{EV} = \text{Sales} \times \text{EV/Sales} = 6.540.849$$

$$\text{Equity} = 7.105.117$$

A tal proposito, potrebbe essere necessario attuare delle correzioni in modo tale da purificare il multiplo di alcune criticità studiate nei precedenti capitoli. Un altro motivo per il quale sarà necessario correggere tale moltiplicatore è che il campione di riferimento preso da Damodaran contiene al suo interno anche imprese non riguardanti l'hotellerie, rientrandovi anche imprese del *gaming* e *betting*, infatti il settore si chiama hotel/gaming. Pertanto, basandosi sul moltiplicatore di Damodaran, nel caso dell'azienda oggetto di valutazione, potrebbe dare dei risultati fuorvianti.

Per mediare alla problematica relativa alla presenza di imprese, all'interno del campione di Damodaran, non rientranti nel settore dell'azienda oggetto di valutazione, procederò alla seconda fase, ovvero quella della determinazione del campione di comparabili. Ho

pertanto selezionato dieci comparabili rientranti nel settore dell'hotellerie, attuando una ricerca per settore di appartenenza non basandomi su imprese esclusivamente italiane, poiché in Italia non sono presenti aziende quotate nell'ambito degli hotel di lusso. Tuttavia, ho esteso la mia ricerca in Europa, dalla quale ho costruito un campione con aziende spagnole, francesi, irlandesi, maltesi e cipriote, fino ad ultimare la ricerca a livello globale, comprendendovi anche quattro colossi di imprese statunitensi.

A tal punto si potrebbe semplicemente rapportare l'Enterprise value al valore del fatturato, così da trovare il multiplo EV/sales *levered* per ogni azienda e calcolare poi il multiplo medio. Tale valore va poi moltiplicato per il fatturato dell'azienda oggetto di valutazione e, sottraendo la posizione finanziaria netta, si ricaverà così il valore aziendale.

Guardando la posizione finanziaria netta però, si può notare che le imprese selezionate possiedono livelli di indebitamento molto diversi tra loro, andando da un minimo di circa 2 milioni, fino ad un massimo di quasi 2,7 miliardi. Pertanto, le aziende selezionate, simili per rischio operativo, non lo sono assolutamente in merito al rischio finanziario. Si potrà perciò "eliminare" la problematica del livello di indebitamento, e quindi del rischio finanziario, concentrandosi esclusivamente sul rischio operativo, attraverso il calcolo del multiplo *unlevered*.

La prima cosa da fare, sarà calcolare lo scudo fiscale delle comparables, che posso stimare ipotizzando una quantità di debito costante e perpetuo, pari al livello in essere alla data di riferimento. In tal caso, applicherò la formula semplificata dello scudo fiscale, il quale è dato dalla posizione finanziaria netta moltiplicata all'aliquota fiscale. Il valore appena calcolato diverrà necessario per calcolare il ricercato multiplo *unlevered*, infatti il valore dello scudo fiscale sottratto all'Enterprise value, equivale all'Enterprise value stesso detratto del rischio finanziario. Quest'ultimo valore, rapportato al fatturato della relativa azienda comparabile, risulterà pari al valore del multiplo *unlevered*.

Ho proceduto nella medesima maniera per tutte le comparabili calcolandone successivamente la media, la quale risulta pari a 2,52, contro i 2,87 della media basandomi sul multiplo *levered*.

Il delta tra i due multipli è il peso del rischio finanziario sul multiplo.

## Determinazione campione delle comparabili e multiplo *unlevered*

Fonte: MarketScreener - dati relativi al 2022

Società	Country	Tax rate	RO	ROS	Market Cap	EV	Sales	PFN*
A. Tsokkos Hotels Public Limited	Cyprus	12,50%	5.759.000	10,64%	17.970.000	229.300.000	54.140.000	211.000.000
Dalata Hotel Group plc	Ireland	12,50%	126.900.000	22,73%	728.800.000	1.483.000.000	558.300.000	754.000.000
International Hotel Investments p.l.c.	Malta	35,00%	22.540.000	9,46%	415.600.000	978.200.000	238.200.000	563.000.000
Les Hôtels de Paris SA	France	33,00%	6.434.000	15,14%	8.347.000	131.800.000	42.510.000	123.000.000
Meliá Hotels International, S.A.	Spain	25,00%	201.100.000	11,89%	1.008.000.000	3.681.000.000	1.692.000.000	2.673.000.000
NH Hotel Group, S.A.	Spain	25,00%	241.300.000	13,72%	1.294.000.000	3.498.000.000	1.759.000.000	2.205.000.000
Marriott International, Inc.	USA	21,00%	2.978.790	15,42%	43.830.900	52.718.910	19.318.890	8.888.010
Hilton Worldwide Holdings Inc.	USA	21,00%	2.417.070	29,62%	31.782.750	38.793.090	8.158.890	7.010.340
MGM Resorts International	USA	21,00%	3.252.210	26,64%	11.974.680	11.975.517	12.208.110	No debito
Hyatt Hotels Corporation	USA	21,00%	844.440	15,41%	9.010.770	10.837.290	5.478.630	1.826.520

\* PFN rettificata a valori di mercato

Tax Shield (PFN x tc)	EV Ul	EV/Sales Ul (EV Ul/Sales)	Diff con EV/sales
	(EV - TS)		
26.375.000,00	202.925.000,00	3,75	4,24
94.250.000,00	1.388.750.000,00	2,49	2,66
197.050.000,00	781.150.000,00	3,28	4,11
40.590.000,00	91.210.000,00	2,15	3,10
668.250.000,00	3.012.750.000,00	1,78	2,18
551.250.000,00	2.946.750.000,00	1,68	1,99
1.866.482,10	50.852.427,90	2,63	2,73
1.472.171,40	37.320.918,60	4,57	4,75
-	11.975.517,00	0,98	0,98
383.569,20	10.453.720,80	1,91	1,98
<b>MEDIA =</b>		<b>2,52</b>	<b>2,87</b>

EV ul =	2,52	x	1.837.317	=	4.632.245
---------	------	---	-----------	---	-----------

EV l =	EV ul	+	D x tc	=	4.496.821
--------	-------	---	--------	---	-----------

Equity value	4.496.821	-	- 564.268	=	5.061.089
--------------	-----------	---	-----------	---	-----------

In questo modo ho sicuramente affinato l'analisi dal multiplo di partenza proposto da Damodaran. Tale procedimento è il modo più corretto di procedere in quanto ho selezionato in maniera più attenta e puntuale le *comparables* e successivamente tolto la componente del rischio finanziario, con una distorsione di rischio finanziario media del rischio molto diverso tra le comparables, poiché hanno strutture finanziario molto diverse tra loro. Tali considerazioni hanno portato ad adeguare il valore dell'equity, passando dai 7.105.117 Euro stimati con il campione e multiplo di Damodaran ai 5.061.089 Euro, stimati con la selezione delle *comparables* depurate del rischio finanziario.

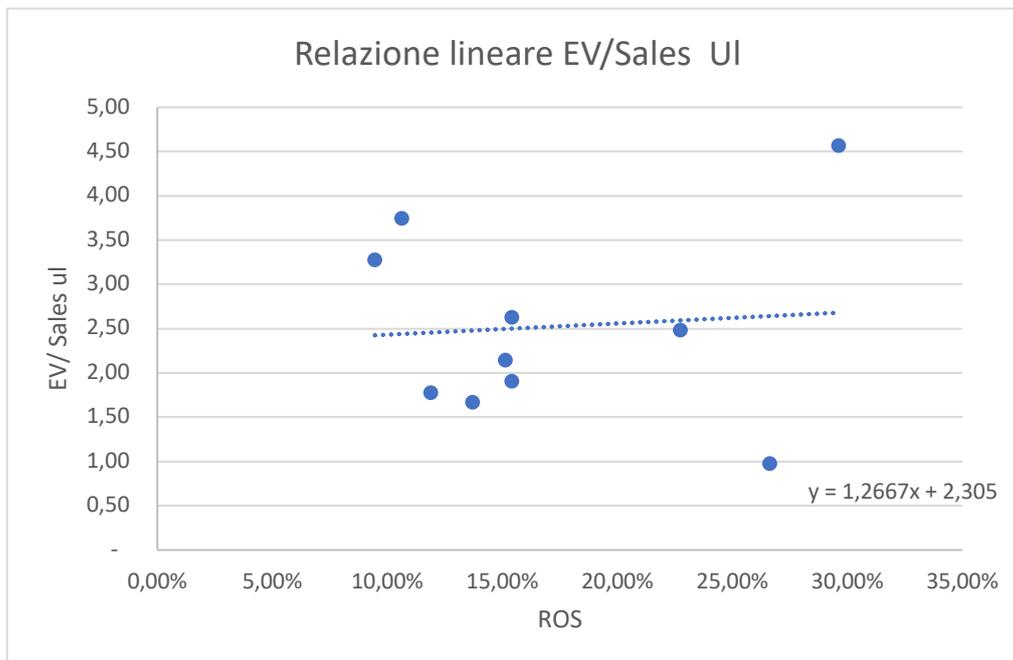
Guardando i ROS evidenziati nelle *comparables*, si può notare un elevato scostamento tra le redditività delle vendite, passando da un minimo di 9,46% per l'azienda International Hotel Investments p.l.c. ad un massimo di 29,62% per Hilton Worldwide Holdings Inc. A tal proposito si può mediare a questa ulteriore criticità utilizzando le cosiddette value maps, introdotte nei capitoli precedenti, per quantificare un multiplo più consono, andando a studiare la relazione tra la redditività e il multiplo *unlevered* precedentemente calcolato.

In questo caso verranno messi su un piano cartesiano da un lato il ROS e dall'altro il multiplo trovando il posizionamento delle *comparables*. A tal proposito, nel modello di regressione lineare si può notare un'elevata concentrazione tra il 10% e il 15% sebbene con Enterprise value differenti, inoltre attraverso l'equazione della retta troveremo il coefficiente angolare e l'intercetta della stessa che mi serviranno per calcolare il nuovo multiplo.

Pertanto, per trovare il nuovo multiplo depurato anche della criticità dovuta alla diversa redditività, si dovrà sommare l'intercetta al coefficiente angolare della retta moltiplicato al ROS dell'azienda oggetto di valutazione. Tale moltiplicatore ricavato verrà poi moltiplicato al fatturato detratto della posizione finanziaria netta con il fine di trovare il valore dell'equity depurato sia della criticità dovute a livello di indebitamento sia di quella dovuta alla diversa redditività.

## Criticità redditività operativo: utilizzo *value maps*

Società	ROS	EV/SalesUI
1	10,64%	3,75
2	22,73%	2,49
3	9,46%	3,28
4	15,14%	2,15
5	11,89%	1,78
6	13,72%	1,68
7	15,42%	2,63
8	29,62%	4,57
9	26,64%	0,98
10	15,41%	1,91



Coeff.ang. ( $\beta$ )	1,2667
Intercetta ( $\alpha$ )	2,305

ROS RP Management = Ebit/Sales = 2,61%

EV/Sales ul RP Management = a + b x ROS = **2,338**

**EV ul RP Management = EV/Sales x Sales = 4.295.798**

**EV levered = EV ul + D\*tc = 4.160.374**

**Equity = EV l - PFN = 4.724.642**

Dal suddetto risultato si può notare come l'equity value sia diminuito rispetto a quello calcolato senza tenere conto della criticità della redditività. Tale decremento è dovuto al fatto che l'azienda oggetto di valutazione performi peggio (in termini di redditività) rispetto alla media della *comparables*, in quanto se si calcola la media dei ROS delle *comparables*, troviamo un valore medio pari a 17,07%.

A tal proposito possono sorgere alcune domande spontanee come ad esempio se tale valore rappresenti davvero l'equity value dell'azienda oggetto di valutazione, nonostante gli aggiustamenti effettuati. Oppure se l'azienda abbia realmente un vantaggio competitivo rispetto alle altre *comparables*, o magari tali valori siano dovuti ad una performance temporanea oppure a situazioni congiunturali di mercato temporanee.

Con tale metodo si prende il fatturato dell'ultimo anno e sulla base di quello si calcola un multiplo, proiettandolo all'infinito, rischiando pertanto di prendere un valore puntuale e proiettarlo erroneamente nel futuro in maniera perpetua. Ma in quell'anno cos'è successo? È accaduto qualcosa destinato a permanere nel tempo o è un evento solo temporaneo?

Risulta perciò necessario valutare altre caratteristiche. Nel caso dell'azienda in esame si può pensare al fatto che il valore sia influenzato dalla perdita o dal primo anno di attività.

Questo è il limite dei multipli, si rischia infatti di prendere un picco, positivo o negativo che sia e calcolare il valore su quello, come se quella situazione fosse destinata a perdurare nel tempo, il che non rispecchia la realtà.

### 6.2.1 CONCLUSIONI

Dai risultati derivanti dalle valutazioni dell'equity value effettuate con il metodo dei discounted cash flow e l'approccio dei multipli sono emersi chiaramente risultati divergenti: con il primo metodo si riscontra un valore pari ad Euro 11.809.471 contro i 4.724.642 valutati con il secondo metodo.

I due approcci utilizzati infatti, sono tecniche di valutazione aziendale che spesso danno risultati diversi nella prassi valutativa. Si rammenta infatti che i DCF si basano su proiezioni dettagliate dei flussi di cassa futuri attualizzati tramite un tasso di sconto, offrendo una valutazione intrinseca basata sui fondamentali economici. I multipli invece si basano su valori di mercato di aziende comparabili, offrendo una valutazione relativa influenzata dal sentiment del mercato e da condizioni economiche attuali. Le differenze nei risultati sono dovute in primis alle diverse basi di calcolo, dove il metodo dei DCF dipende fortemente da previsioni future, infatti si basa su un business plan e su un rischio specifico, mentre i multipli riflettono l'attuale percezione del mercato, che talvolta può essere molto più volatile. Utilizzare entrambi i metodi solitamente permette di ottenere una valutazione più completa e verificare la coerenza con le condizioni di mercato, fornendo una visione più completa della valutazione di un'azienda.

Nel caso dell'azienda oggetto di valutazione c'è però un elevato scostamento tra i due dati, in quanto la divergenza ammonta a 7 milioni di Euro. In via preliminare si potrebbe dire che uno dei motivi principali che può giustificare tale divergenza è che i dati iniziali da cui sono partito per eseguire le stime ed effettuare la valutazione fossero inquinati dal fatto che l'azienda fosse in perdita. Anche il fatto che l'azienda fosse al suo primo anno di attività può motivare tale scostamento, in quanto potrebbe non aver avuto il tempo necessario per generare un fatturato e che si tramuti in un consono risultato operativo.

In questo caso, per l'effetto dell'utilizzo delle informazioni riguardanti il 2022 (primo anno di attività con margini negativi) relativamente bassi rispetto alle previsioni dei piani prospettici, ritengo che la valutazione che si avvicina più alla realtà è quella derivante

dall'utilizzo del metodo dei discounted cash flow, poiché offre una valutazione approfondita basata sui fondamentali economici e su previsioni di lungo termine, tenendo quindi conto della crescita post-avvio attività. Mentre il metodo dei multipli non tiene conto della previsione futura basandosi esclusivamente sui dati di mercato, con il fine di apprendere una rapida comparazione con il mercato attuale, e quindi capire quanto paga il mercato in quel preciso momento.

La soluzione a tale problematica potrebbe essere stata quella di evitare di utilizzare i bilanci del 2022, inquinati da dati che non valorizzavano la potenzialità della crescita aziendale, contaminando negativamente la valutazione relativa. Tuttavia, tale utilizzo era inevitabile, in quanto, come già detto, al momento della stesura di tale elaborato il bilancio più recente era solo quello, poiché il documento civilistico relativo al 2023 non era ancora stato approvato (quindi nemmeno depositato) e, non facendo più parte dell'azienda, non potevo avere quelle informazioni preziose che invece avrei potuto averle qualora fossi ancora nell'organico dell'azienda oggetto di valutazione.

A tal proposito, per rendere la mia ricerca più esaustiva ed avere un maggior confronto ho rieseguito la valutazione con il metodo comparativo utilizzando i dati previsionali relativi al 2023 dell'azienda oggetto di valutazione.

Il mio ragionamento verte nel fatto che, sebbene prospettici e quindi stimati, i dati del 2023 di RP Management tenevano conto perlomeno della crescita avvenuta l'anno successivo al primo. Chiaramente ho variato anche i dati delle *comparables*, servendomi dei dati disponibili più recenti (la maggior parte dei dati sono effettivi del 2023 per coloro che hanno approvato e depositato il bilancio), utilizzando come fonte MarketScreener e Investing.com. In questo caso, in base al risultato derivante dalla valutazione con i suddetti dati, potrò confermare o smentire la tesi che tale scostamento sia dovuto principalmente dal fatto che il 2022 presentasse margini operativi negativi.

Di seguito verranno rappresentati i nuovi calcoli effettuati:

## Determinazione multiplo da utilizzare campione di Damoderan

Sales	5.934.894
EBITDA	1.254.858
PFN	568.888
Tax Rate	24%

<b>EV/Sales =</b>	<b>3,56</b>
-------------------	-------------

<b>EV = Sales X EV/Sales</b>	<b>=</b>	<b>21.128.222</b>
------------------------------	----------	-------------------

<b>Equity</b>	<b>=</b>	<b>20.559.334</b>
---------------	----------	-------------------

## Determinazione campione delle comparabili

Fonte: MarketScreener - dati relativi al 2023 (se non disponibili ho utilizzato il 2022)

Società	Paese	Tax rate	RO	ROS	Market Cap	EV	SALES	PFN*
A. Tsokkos Hotels Public Limited	Cyprus	12,50%	5.759.000	10,64%	17.970.000	229.300.000	54.140.000	211.000.000
Dalata Hotel Group plc	Ireland	12,50%	159.000.000	26,16%	1.032.000.000	1.032.000.000	607.700.000	-
International Hotel Investments p.l.c.	Malta	35,00%	32.730.000	11,37%	354.000.000	962.200.000	287.800.000	608.000.000
Les Hôtels de Paris SA	France	33,00%	6.434.000	15,14%	8.347.000	131.800.000	42.510.000	123.000.000
Meliá Hotels International, S.A.	Spain	25,00%	231.000.000	11,96%	1.312.000.000	1.312.000.000	1.932.000.000	-
NH Hotel Group, S.A.	Spain	25,00%	303.200.000	14,02%	1.825.000.000	4.051.000.000	2.163.000.000	2.226.000.000
Marriott International, Inc.	USA	21,00%	3.659.550	16,59%	61.593.900	72.321.450	22.053.090	10.727.550
Hilton Worldwide Holdings Inc.	USA	21,00%	2.069.250	21,74%	43.426.350	51.234.630	9.518.550	7.808.280
MGM Resorts International	USA	21,00%	3.252.210	21,63%	14.193.660	17.370.540	15.032.520	3.176.880
Hyatt Hotels Corporation	USA	21,00%	283.650	4,57%	12.508.500	12.508.500	6.200.310	-

\*PFN rettificata a a valori di mercato

<b>Tax Shield (PFN x tc)</b>	<b>EV UI (EV - TS)</b>	<b>EV/Sales UI (EV UI/Sales)</b>	<b>Diff con EV/sales</b>
26.375.000,00	202.925.000,00	3,75	4,24
-	1.032.000.000,00	1,70	1,70
212.800.000,00	749.400.000,00	2,60	3,34
40.590.000,00	91.210.000,00	2,15	3,10
-	1.312.000.000,00	0,68	0,68
556.500.000,00	3.494.500.000,00	1,62	1,87
2.252.785,50	70.068.664,50	3,18	3,28
1.639.738,80	49.594.891,20	5,21	5,38
667.144,80	16.703.395,20	1,11	1,16
-	12.508.500,00	2,02	2,02
	<b>MEDIA =</b>	<b>2,40</b>	<b>2,68</b>

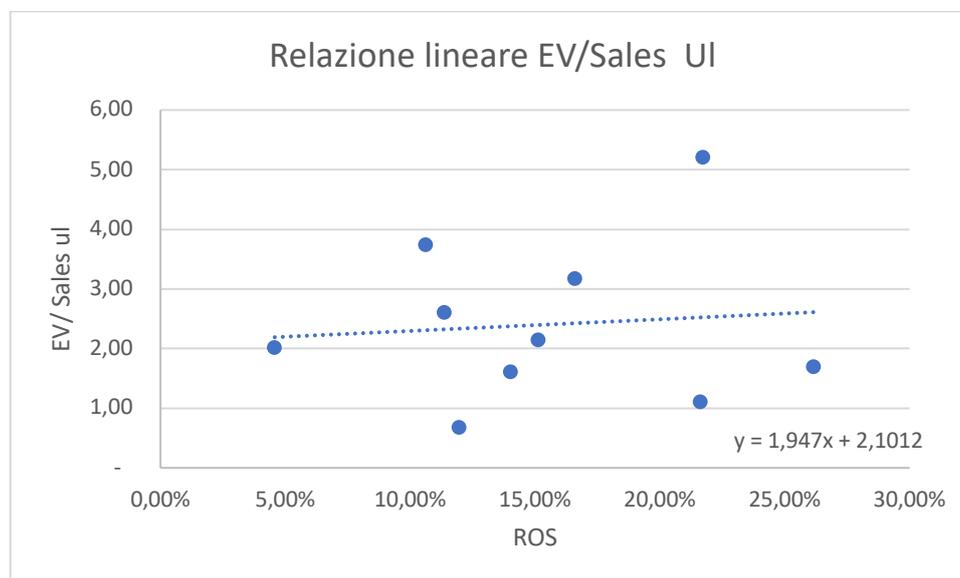
<b>2,40</b>	<b>x</b>	<b>5.934.894</b>	<b>=</b>	<b>14.247.719</b>
-------------	----------	------------------	----------	-------------------

<b>EV ul</b>	<b>+</b>	<b>D x tc</b>	<b>=</b>	<b>14.384.252</b>
--------------	----------	---------------	----------	-------------------

<b>14.384.252</b>	<b>-</b>	<b>568.888</b>	<b>=</b>	<b>13.815.364</b>
-------------------	----------	----------------	----------	-------------------

## Criticità redditività operativo: utilizzo value maps

Società	ROS	EV/Sales UI
1	10,64%	3,75
2	26,16%	1,70
3	11,37%	2,60
4	15,14%	2,15
5	11,96%	0,68
6	14,02%	1,62
7	16,59%	3,18
8	21,74%	5,21
9	21,63%	1,11
10	4,57%	2,02



Coeff.ang. ( $\beta$ )	1,9470
Intercetta ( $\alpha$ )	2,1012

ROS RP Management = Ebit/Sales = 21,14%

EV/Sales ul RP Management = a + b x ROS = **2,513**

**EV ul RP Management = EV/Sales x Sales = 14.913.607**

**EV levered = EV ul + D\*tc = 15.050.140**

**Equity = EV l - PFN = 14.481.252**

Dai risultati derivanti dalla nuova valutazione relativa è emersa una divergenza nettamente inferiore ai risultati precedenti, infatti si passa da una valutazione comparativa (dati anno 2022) pari ad Euro 4.724.642 ad una valutazione comparativa (dati anno 2023) pari ad Euro 14.481.252.

Tali risultati confermano la mia tesi, in quanto eseguendo una valutazione comparativa partendo dai dati, appena successivi all'esercizio in perdita, la valutazione dell'equity aumenta esponenzialmente avvicinandosi al valore stimato con il metodo dei DCF e nel caso di specie anche superandolo di circa 3 milioni di euro. Questo spiega la divergenza che si era formata con la valutazione relativa al 2022 e che il "picco negativo" del 2022 ha influenzato il valore calcolato basandosi sul mercato.

Quest'ultima analisi l'ho eseguita soltanto per fare un mero paragone e per capire da cosa fosse dovuta quell'elevato scostamento formatosi nelle valutazioni con i due metodi principali.

Ad ogni modo, ritengo che il metodo dei discounted cash flow sia molto più preciso in quanto si basa sui flussi di cassa stimati con un piano industriale di lungo periodo, tenendo conto anche dell'eventuale crescita dell'azienda, cosa che, d'altra parte, il metodo comparativo dei multipli, per quanto semplice sia la sua applicazione, non tiene assolutamente conto.

## CONCLUSIONI

Lo studio della materia esaminata presuppone la conoscenza di più nozioni economiche, dall'economia aziendale alla finanza aziendale, piuttosto che la statistica o la strategia d'impresa, tutti corsi che ho affrontato durante il mio percorso accademico.

Questo argomento ha suscitato in me particolare interesse dell'inizio dell'ultimo anno di magistrale. Essendo una materia estremamente attuale e molto utilizzata nella prassi aziendale, mi piacerebbe pertanto approfondire ulteriormente la questione, poiché penso che possa essere utile anche durante il mio percorso professionale di Dottore Commercialista.

Il presente elaborato si è focalizzato sul tema della valutazione d'azienda, un processo complesso e ben strutturato che richiede una vasta gamma di conoscenze economiche e che ha sempre suscitato grande interesse tra gli studiosi dell'economia e della finanza. Un interesse che deriva dall'importanza cruciale di comprendere il valore reale delle imprese, sia per fini interni di gestione e pianificazione, sia per operazioni esterne come fusioni, acquisizioni ed investimenti.

Negli ultimi anni di continuo sviluppo dei mercati finanziari globali, l'interesse verso le metodologie valutative, è notevolmente aumentato, il che può essere spiegato dalla crescente complessità delle dinamiche di mercato e dalla necessità per gli investitori di disporre di strumenti affidabili per prendere adeguate decisioni. La valutazione aziendale, quindi, non è solo un mero esercizio teorico, ma un elemento fondamentale per la stabilità e il successo delle imprese nel contesto economico contemporaneo.

La ricerca da me svolta si è posta l'obiettivo di applicare ad un caso pratico aziendale quanto appreso da un tema fondamentale nei miei studi accademici di economia.

Nel primo capitolo mi sono concentrato principalmente su aspetti introduttivi in modo tale da preparare il lettore alle tematiche affrontate nel proseguo della tesi, partendo dalla mera definizione della valutazione d'azienda, per poi passare a temi più specifici come il ruolo del *Chief Financial Officer*, piuttosto che la derivazione del costo del capitale. Il capitolo si conclude con un tema al giorno d'oggi molto discusso, il quale consiste nella sostenibilità e le tematiche ESG.

Nel secondo capitolo mi sono dedicato alle operazioni straordinarie, per le quali il ruolo del valutatore risulta essenziale, in quanto per concludere un'operazione straordinaria, il fine ultimo è quello della stima del capitale economico.

Proseguendo poi con i capitoli successivi, principalmente qualitativi, mi sono concertato ad esporre i vari metodi di valutazione più conosciuti ed utilizzati nella prassi, sia in ottica asset sia un'ottica equity side. Dopodiché mi sono concentrato sui due modelli valutativi principali: il metodo dei discounted cash flow e il metodo comparativo dei multipli di mercato. Ho dedicato due interi capitoli ai predetti metodi, rispettivamente il quarto e il quinto, evidenziando le modalità di calcolo con le relative sfaccettature, facendo emergere infine le principali criticità.

Il sesto ed ultimo capitolo è prevalentemente quantitativo. Ho iniziato con la presentazione di RP Management, azienda oggetto di valutazione, entrando anche nei particolari, data la mia conoscenza della struttura grazie alla mia esperienza lavorativa pregressa presso l'hotel in esame. Proseguendo, ho inserito il bilancio e le previsioni fornitomi dal CFO dell'azienda stessa, così da avere una solida base da cui partire. Ho continuato poi, con la valutazione dell'azienda, dapprima con il metodo dei discounted cash flow e successivamente con il metodo comparativo dei multipli di mercato. Infine ho concluso dando una breve spiegazione dei risultati.

Quest'ultimo capitolo è quello che ha richiesto maggior concentrazione ed impegno, in quanto, essendo prettamente pratico, ho eseguito preliminarmente i calcoli in un Excel e successivamente li ho riportato su Word, sotto forma di tabelle. Il fatto che l'impresa fosse al primo anno di attività, nonché in perdita, non è stato di grande aiuto per i miei calcoli, infatti non ha dato i risultati sperati. Tuttavia, l'obiettivo finale del mio elaborato era quello di applicare ad un caso pratico, utilizzando dati veritieri (e non meramente scolastici) le nozioni teoriche della valutazione d'azienda. Ritengo di aver raggiunto l'obiettivo con successo, in quanto, nonostante le criticità riscontrate, il risultato finale è stata comunque la stima dell'equity value con entrambi i metodi valutativi principali.

Per concludere, nell'ultima parte dell'elaborato ho inserito la bibliografia e la sitografia, sia utilizzata che consultata, la quale è molto ampia, in quanto ho fatto riferimento a molte fonti grazie alle biblioteche fisiche, ma allo stesso tempo anche digitali, nonché da articoli e riviste derivanti dalle banche dati consultate presso lo studio per cui lavoro.

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA CITATA E CONSULTATA

### BIBLIOGRAFIA

- Alberti Paola - Odetto Gianluca, Guida Eutekne: “*Conferimento d’azienda*” – aggiornamento del 08.01.2024;
- Alberti Paola, Guida Eutekne: “*Cessione d’azienda*” – aggiornamento del 08.01.2024;
- Articolo di Wolters Kluwer Italia, Articolo IPSOA: “*Aspetti fiscali del conferimento di azienda*”, ONE FISCALE;
- Bagnoli Carlo, *Economia Aziendale tra tradizione e innovazione*, Giuffré Francis Lefebvre – 2019;
- Bava Fabrizio, Devalle Alain, “Società e Contratti, Bilancio e Revisione - *Valutazione d’azienda: il metodo reddituale e la normalizzazione*”, Eutekne — 2024;
- Bava Fabrizio, Devalle Alain, “Società e Contratti, Bilancio e Revisione - *I metodi per la valutazione delle imprese*”, Eutekne — 2024;
- Bellavite Pellegrini Carlo, Dallochio Maurizio, Parazzini Enrico, *Valutazione d’azienda nel mondo ESG*, Egea, Milano 2020;
- Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio Stefano, Sclip Alex, *Analisi e valutazione finanziaria d’impresa*, G. Giappichelli Editore, Torino – 2021;
- Berk Jonathan, DeMarzo Peter, “*Capitolo 18: Capital Budgeting e valutazione in presenza di debito*”, FINANZA AZIENDALE 1, seconda edizione, Pearson Italia, Milano, Torino – 2011;
- Dallochio Maurizio, Salvi Antonio, *Finanza d’azienda*, Quarta edizione, Egea, Milano – 2021;
- Del Grosso Andrea, Capitolo 18 “*Capital budgeting e valutazione in presenza di debito*”, Finanza aziendale – a.a. 2019/2020;

- Dell'Acqua Alberto, Etro Leonardo “I metodi di valutazione delle IPO in Italia: analisi ed evoluzione nel periodo 1997-2010”, Pubblicato su “La Valutazione delle Aziende” n.62/2012;
- Demartini Paola, Monni Salvatore, “Workers’ buyout Corporate Governance e sistemi di controllo”, Capitolo 1: “*Workers’ buyout: definizioni e caratteristiche*” pp. 8-15 – 2017;
- Farinon Paolo, Corsi Corrado, “le operazioni straordinarie di impresa”, seconda edizione, Giappelli Editore, Torino – 2018;
- Germini Alessandro, “*Scissioni con scorporo anche a favore di società beneficiaria preesistente*” – articolo “Il Sole 24 Ore” del 15 Febbraio 2024;
- Guatri Luigi, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano – 1998;
- Guida alla Valutazione, listing guides fornite da Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group, Milano - Luglio 2014;
- Iannucci Alessio, IAS 7: presentazione del rendiconto finanziario, 2007;
- Kroll, “*ESG and Global Investor Returns Study*”, New York, 2023;
- Lupini Andrea, “KPI finanziario – oneri finanziario / debiti finanziari”, Bergamo – 2020;
- Mancin Moreno, *LE OPERAZIONI STRAORDINARIE D'IMPRESA NORMATIVA CIVILISTICA E RILEVAZIONI CONTABILI SECONDO I PRINCIPI OIC E IFRS*, Giuffrè Francis Lefebvre – 2020;
- Molinaro Giuseppe, ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI DI GENOVA di Roma “*Il procedimento di scissione*”;
- Monni Salvatore, Novelli Giulia, Pera Laura, Realini Alessio, “*Workers’ buyout Corporate Governance e sistemi di controllo*”, Romatre-press - 2017;
- *ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI DI GENOVA Commissione di Studio “Bilancio, Revisione e Principi internazionali, “IL D. LGS. 139 DEL 18 AGOSTO 2015”*, Genova – 2016;
- Organismo Italiano di Contabilità (OIC) 10, Principio contabile nazionale, 2016;
- Organismo Italiano di Contabilità (OIC) 4, Principio contabile nazionale, 2016;

- Organismo Italiano di Contabilità (OIC) 5, Principio contabile nazionale, 2016;
- Organismo Italiano di Valutazione – “*Le valutazioni ai fini di IPO*”, Discussion Paper DP.01.2017 - 18 maggio 2017;
- Orlandi Marco, “*Amministrazione & Finanza*”, Leveraged buy out e fusione inversa, IPSOA Wolters Kluwer - 2024, pp. 53-59;
- Palmaccio Paola, “*Workers Buy Out, crisi d’impresa più difficile*”, IPSOA – 2022;
- Panato Arrigo Andrea, “*Le cinque fasi della valutazione piena*”, Milano – 2022;
- Parolini Cinzia, “*Business planning dall’idea al progetto imprenditoriale*”, Terza edizione, Pearson, Milano – 2020;
- Pepe Raffaele, 4C Legal, “*Plusvalenze nelle operazioni straordinarie: il trattamento fiscale nel conferimento di partecipazioni*” – 2021;
- Pignataro Rebecca “*Valutazioni di azienda con debito: WACC vs VAM*”, Valutazioni di azienda con debito: WACC vs VAM, articolo del 15 giugno 2022;
- PIV: Principi Internazionali di Valutazione, Organismo italiano di valutazione (OIV) – Edizione del 2015 (applicazione dal 1° gennaio 2016) ;
- Proto Antonio, “*Mercati di strumenti finanziari*”, seconda edizione, ISEDI – 2020
- Ricci Federica, “*Presentazione del corso di ragioneria all’Università degli Studi di Roma SAPIENZA*”, Dipartimento di Diritto ed Economia delle Attività Produttive, Roma - 2022;
- Riva Paola, articolo: “*Worker buyout: il sostegno dell’Europa*”, Secondo Welfare – 31.03.2023;
- Salvidio Ascanio, ODCEC di Roma “*Le valutazione d’azienda in base ai metodi finanziari*” – 2010;
- Snam, “*Cambiamento climatico: scenari e sfide – la finanza sostenibile come strumento del cambiamento*” – 2018, p.21;
- Sostero Ugo - Ferrarese Pieremilio - Mancin Moreno – Marcon Carlo, *L’analisi economico-finanziaria di bilancio*, quarta edizione, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano - 2021;

- Tambalo Matteo, “*La scissione a simmetrica: inquadramento e finalità*” – articolo WeWealth del 7 aprile 2022;
- Trinchese Gabriella, “La scissione mediante scorporo: analisi della disciplina civilistica e profili” fondazione nazionale di ricerca dei commercialisti E.T.S – 14 Febbraio 2024;
- Università Ca’ Foscari Venezia, *Finanza Aziendale*, McGraw-Hill Education, Padova – 2020;
- Università Ca’ Foscari Venezia, *Politiche finanziarie e strategie di investimento*, McGraw-Hill Education – 2019;
- Zanichelli Renato, “*Il ruolo fondamentale della Corporate Sustainability Reporting Directive per i percorsi di sostenibilità delle imprese e le prospettive legata alla nuova normativa nell’analisi di Renato Zanichelli*”, Somma lombardo – 2023;

## SITOGRAFIA

- “*Diritto societario: da commercialisti focus su scissione mediante scorporo*”, teleborsa del 14 febbraio 2024, disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it>;
- Apiweb s.r.l., “Perché il VAN è il miglior criterio di scelta degli investimenti”, disponibile su: <https://www.appuntieconomia.it>;
- Country Default Spreads and Risk Premiums presi da: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html);
- Fortazza dottori commercialisti “Valutazione d’azienda con il metodo misto patrimoniale reddituale” Milano disponibile su: <https://commercialistainfo.it/valutazione-dazienda-metodo-misto-patrimoniale-reddituale/>;
- Gap studi e consulenze, “Quali son i metodi di valutazione di un’azienda”, disponibile su: <https://gapconsulenti.it/quali-sono-i-metodi-di-valutazione-di-unazienda/>;
- <https://www.rosapetracortina.it/>;

- ISTAT, “Le prospettive per l’economia italiana – Anni 2023-2024”, 5 dicembre 2023, disponibile su: <https://www.istat.it/it/archivio>;
- Marini Massimo, “*Valutazione d’azienda: appetiti applicativi*”, Università degli studi di Bari Aldo Moro, slide disponibili su: [https://www.uniba.it/it/corsi/mec/m.-mariani 1/Valutazione dazienda capitolo 10.pdf](https://www.uniba.it/it/corsi/mec/m.-mariani%201/Valutazione%20dazienda%20capitolo10.pdf);
- Pagano Marco, Puopolo W. Giovanni, “*Finanza Aziendale Avanzata -Valutazione e capital budgeting dell’impresa indebitata*”, Università degli studi di Napoli Federico II, slide disponibili su: <https://www.docenti.unina.it/webdocenti-be/allegati/materiale-didattico/34588550>;
- Project Management Center, “Periodo di pareggio”, disponibile su: <https://www.humanwareonline.com/project-management>;
- Rendimento Germania a 10 anni preso da <https://it.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>;
- Ricerca comparabili con dati derivanti da <https://it.marketscreener.com/>;
- Ricerca multipli e beta Damodaran su <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>;
- Rutigliano Michele, “*I metodi di valutazione di azienda*”, Università di Verona disponibile; su: <https://www.dse.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid380991.pdf>
- Tassi interbancari Euribor, disponibile su: <https://mutuionline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/euribor.asp>;



## **RINGRAZIAMENTI**

A conclusione di questo elaborato, vorrei spendere qualche minuto, citando tutte quelle persone che mi hanno supportato, ma soprattutto sopportato durante questi anni di studio e senza delle quali questa tesi probabilmente non esisterebbe nemmeno. Innanzitutto vorrei ringraziare la mia relatrice Maria Silvia Avi, che in questi sei lunghi mesi di lavoro è stata per me un'ottima guida, disponibile in qualsiasi giorno ed orario, compresi i festivi, ad aiutarmi e fornirmi suggerimenti pratici ed utili ai fini della stesura dell'elaborato. La scelta non è stata affatto casuale, il fatto che mi sia trovato molto bene durante la stesura della tesi triennale, la tempestività delle sue risposte via mail o addirittura al telefono (che non è da tutti), il suo appoggio e la sua disponibilità sono stati i driver principali della mia scelta del relatore. Inoltre, è giusto sottolineare che l'incontro da lei organizzato, frequentato per la tesi triennale, per la ricerca bibliografica, mi è stato utilissimo ai fini di una ricerca pratica e concisa della bibliografia utilizzata e consultata. Ringrazio tutto il personale della biblioteca BEC di San Giobbe per i libri prestati, ma anche per l'aiuto che mi hanno dato nella ricerca degli stessi, così da non perdere troppo tempo nel trovarli.

Volevo ringraziare ulteriormente tutto il corpo docente del Dipartimento di Management dell'Università Ca' Foscari per avermi fornito un'eccellente formazione, che ha avuto un ruolo decisivo sull'orientamento del mio lavoro, infatti, da febbraio di quest'anno, ricopro il ruolo di Praticante Commercialista presso uno studio associato di Padova. In particolare, potrei menzionare il professore Bertinetti e il professore Petruzzella che mi hanno fatto conoscere la branca della valutazione d'azienda in maniera approfondita, un punto di partenza fondamentale per la stesura della tesi. Oltre a loro, chiaramente, ritengo sia doveroso ringraziare anche i professori delle altre Università che hanno prodotto alcune slide utilizzate nel mio lavoro, per citarne una, la professoressa Rizzi Francesca dell'Università Sapienza di Roma, nella quale tiene il corso di Ragioneria.

Ringrazio inoltre il CFO di RP Management, colui che mi ha fornito i dati necessari e i prospetti previsionali dell'azienda, affinché potessi utilizzarli per procedere alla valutazione in modo lineare.

Un particolare ringraziamento va sicuramente ai miei genitori e alle mie sorelle, che da sempre mi hanno sostenuto nella realizzazione dei miei progetti e sono sempre stati presenti durante il mio percorso di studi. Solo la loro dedizione e i loro sacrifici mi hanno

permesso di raggiungere questo importante traguardo. Non smetterò mai di ringraziarli per avermi permesso di arrivare fin qui e per aver creduto in me anche nei momenti più turbolenti.

Un ultimo ringraziamento, ma non per importanza, va ai miei amici e ai miei colleghi universitari che hanno saputo sostenermi ed erano presenti ogni qualvolta ne avessi avuto bisogno, superando così anche i momenti più difficili. Li ringrazio per i libri chiesti in prestito e tenuti per più di sei mesi, per le lunghe chiamate di confronto e sostegno, per i caffè e gli aperitivi presi insieme post-esami, ma soprattutto per i momenti condivisi di gioia e spensieratezza.

Grazie infinite a tutti voi che, nonostante i momenti critici, avete contribuito a rendere questi anni di studio un'esperienza indimenticabile.