

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA



Master in Professioni economico contabili
Anno Accademico 2013/2014

Relatore: Dott. Andrea Fidanza

Mail: andrea@fidanzastudio.it 17 maggio 2014 Web: www.fidanzastudio.it

LA VALUTAZIONE **D'AZIENDA**

**Iniziamo a capirci un po'.....
ma cosa si intende per AZIENDA ?!?!?!**

Ai sensi dell'art.2555 c.c. per AZIENDA si intende “il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa”

**...cioè ?!?!?!
...quali beni ?!?!?!**

- solo quelli materiali?
- tutti i beni, anche gli immateriali?
- oltre a tutti i beni, anche i crediti, i debiti ed i rapporti obbligatori in essere?

In generale, tutti gli elementi patrimoniali e tutti i rapporti obbligatori attivi (ad es.crediti), organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

**Iniziamo a capirci un po'.....
ma cosa si intende per AZIENDA ?!?!?!**

L'AZIENDA va intesa come **“complesso organizzato”** a **“destinazione unitaria”**. La **TEORIA UNITARIA** è la più condivisa e diffusa e prevale sulla **TEORIA ATOMISTICA**.

L'AZIENDA non è “una mera pluralità di elementi”

patrimoniali ed obbligatori in quanto è caratterizzata da:

- un collegamento organizzativo-funzionale tra i singoli elementi
- una finalità di consentire lo svolgimento di un'attività economica

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

**... un po' di chiarezza
prima di procedere....**

... cosa significa valutare un'azienda ?!?!?!

... significa quantificare il suo valore...

Ma quale valore?! **Le diverse configurazioni di capitale
d'impresa**

Ed in che modo quantificarlo?! **I diversi metodi di valutazione**

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Le diverse configurazioni di capitale d'impresa

- CAPITALE DI FUNZIONAMENTO
- CAPITALE DI TRASFORMAZIONE
- CAPITALE DI LIQUIDAZIONE
- CAPITALE DI TRASFERIMENTO

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Le diverse configurazioni di capitale d'impresa

•**CAPITALE DI FUNZIONAMENTO:** si tratta di quello individuato dal bilancio ordinario di esercizio. La differenza tra il valore assunto dal capitale di funzionamento alla data di inizio e fine esercizio rappresenta il Reddito d'esercizio. Ha finalità pratico-giuridiche legate al bilancio ed alla sua redazione secondo le regole del Codice Civile e dei Principi Contabili.

•**CAPITALE DI TRASFORMAZIONE:** si tratta di quello individuato in occasione della modifica della forma giuridica dell'impresa. E' quantificato con gli stessi criteri del capitale di funzionamento, ma in occasione di una operazione di trasformazione ne va accertata ancor più ed ancora meglio la sua consistenza.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Le diverse configurazioni di capitale d'impresa

•**CAPITALE DI LIQUIDAZIONE:** si tratta di quello individuato in occasione della cessazione assoluta della vita aziendale sia per cause volontarie (liquidazione volontaria) sia per cause legali (procedure concorsuali). La sua valutazione è di tipo “atomistico”. Non esiste più il “sistema-azienda”. Non vige più la logica del “going concern”.

•**CAPITALE DI TRASFERIMENTO:** si tratta di quello individuato in occasione della cessazione relativa della vita aziendale, ossia quando l'azienda continua ad operare ma muta il Soggetto Economico. Tale configurazione ricorre ogni volta che si verifica un trasferimento giuridico totale o parziale di un'azienda in funzionamento.

LA VALUTAZIONE **D'AZIENDA**

**Le diverse configurazioni
di capitale d'impresa**

Nel nostro caso specifico...

A QUALE CONFIGURAZIONE
SAREMO INTERESSATI
QUANDO PARLIAMO DI
VALUTAZIONE D'AZIENDA?!?!?!?

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

AL CAPITALE DI TRASFERIMENTO - IL CAPITALE ECONOMICO

La valutazione del capitale di trasferimento può essere effettuata:

- nell'ottica del venditore (capitale strategico)
- nell'ottica dell'acquirente (capitale strategico)
- nell'ottica del perito indipendente (capitale economico)

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

IL CAPITALE DI TRASFERIMENTO - IL CAPITALE ECONOMICO

Lo scopo della valutazione ed il soggetto che la effettua incidono in modo determinante sul valore che può assumere il capitale dell'azienda.

Per questo è necessario che la valutazione sia effettuata da un perito indipendente nominato dalle parti o dall'autorità giudiziaria.

La finalità della nostra valutazione è la quantificazione del **CAPITALE ECONOMICO**.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

IL CAPITALE DI TRASFERIMENTO - IL CAPITALE ECONOMICO

Il CAPITALE ECONOMICO è quella particolare accezione di capitale d'azienda che ricorre nel caso in cui sia valutato ai fini di un trasferimento (parziale o totale) dell'azienda stessa (REQUISITO OGGETTIVO) e nell'ottica del perito indipendente (REQUISITO SOGGETTIVO).

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

**IL CAPITALE DI TRASFERIMENTO -
IL CAPITALE ECONOMICO**

**Ma il CAPITALE
ECONOMICO
corrisponde con il PREZZO
EFFETTIVO DI
VENDITA???**



LA VALUTAZIONE

D'AZIENDA

IL CAPITALE ECONOMICO

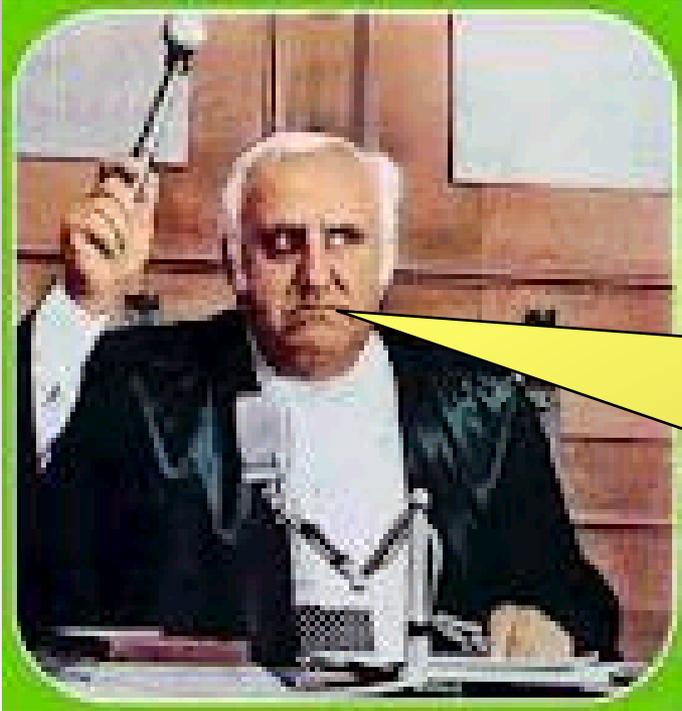
NO !!!

Il CAPITALE ECONOMICO è solo il prezzo teorico, il punto di partenza per la contrattazione tra le parti.

Di solito è diverso dal prezzo effettivo stabilito dalle parti a causa di:

- asimmetrie informative tra le parti
- divergente posizione delle parti
- differente forza contrattuale
- differente abilità negoziale
- presenza di interessi di tipo personale

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA



**RICORDATEVI CHE
CI SONO DELLE
REGOLE BEN PRECISE
DA RISPETTARE !!!**

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

IL CAPITALE ECONOMICO

Per una valutazione attendibile sono necessari alcuni requisiti:

- ✓ **RAZIONALITA'**: la metodologia deve avere consistenza teorica e validità concettuale
- ✓ **OBIETTIVITA'**: i dati impiegati devono essere certi o almeno attendibili e comunque verificabili
- ✓ **NEUTRALITA'**: bisogna prescindere dalla posizione soggettiva delle parti
- ✓ **STABILITA'**: rifuggire da ciò che è contingente e mutevole

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

**... un po' di chiarezza
prima di procedere....**

... cosa significa valutare un'azienda ?!?!?!?

... significa quantificare il suo valore...

Ma quale valore?! **Le diverse configurazioni di capitale d'impresa**

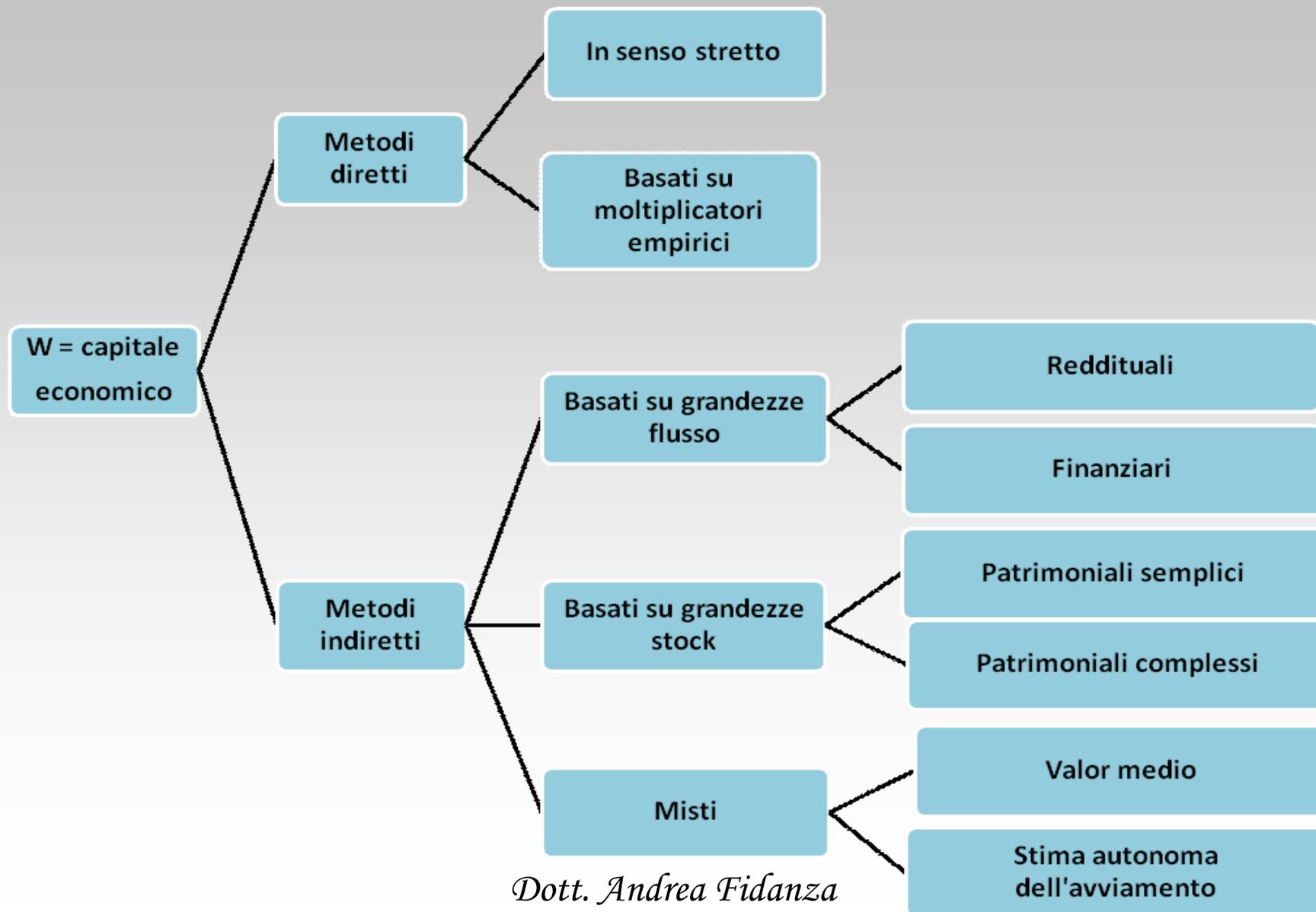
Ed in che modo quantificarlo?! **I diversi metodi di valutazione**

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

METODI DIRETTI: stimano il capitale economico basandosi su valori che il mercato esprime in riferimento all'azienda da valutare o ad aziende ad essa comparabili.

METODI INDIRECTI: stimano il capitale economico basandosi su grandezze riferite direttamente all'azienda da valutare siano esse grandezze flusso (flussi finanziari o redditi medi prospettici) o grandezze stock (consistenza patrimoniale).

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA



LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I metodi diretti



LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I metodi diretti

Si tratta di metodi che stimano il valore del capitale economico dell'azienda sulla base dei prezzi effettivi espressi dal mercato (ad es. quotazioni di borsa)

La loro attendibilità si basa sull'esistenza di mercati “perfettamente concorrenziali” in base ai quali, in un'ottica di medio/lungo periodo, le quotazioni di borsa riflettano il “reale” valore dell'azienda.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I metodi diretti

Un mercato in concorrenza perfetta è caratterizzato dai seguenti aspetti:

- orientamento al lungo periodo
- ogni operatore conosce perfettamente la situazione di tutte le aziende presenti sul mercato
- gli operatori compiono scelte razionali
- esiste un elevato numero di operatori sia dal lato della domanda che dell'offerta

Trattandosi di ipotesi poco realistiche, i metodi diretti risultano scarsamente affidabili:

- scarsa correlazione tra quotazioni di mercato e reale andamento economico dell'impresa
- mancanza di neutralità perchè le quotazioni di mercato risentono della situazione soggettiva dei negozianti (aspettative, forza contrattuale, etc.)

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I metodi diretti

IN SENSO STRETTO: determinano il capitale economico sulla base dei prezzi espressi dal mercato (quotazioni di borsa) dell'azienda stessa o di imprese analoghe

BASATI SU MOLTIPLICATORI EMPIRICI: determinano il capitale economico come prodotto tra un “moltiplicatore di mercato” ed una grandezza rappresentativa del valore economico dell'azienda oggetto di stima.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I metodi diretti in senso stretto

Possibilità di utilizzo nel caso in cui l'azienda da valutare sia quotata in mercati tendenzialmente efficienti:

$$W = \text{quotazione media} * \text{Numero di azioni}$$

Esempio: ipotizzando che esista la sola categoria di azioni ordinarie per n. 10.000 azioni quotate a € 10 ciascuna il valore del capitale economico è di:

$$W = € 10 * 10.000 = € 100.000$$

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I metodi diretti basati su moltiplicatori empirici

Possibilità di utilizzo anche nel caso in cui l'azienda da valutare non sia quotata :

dove:

W= capitale economico da valutare

k= grandezza economica rappresentativa del valore dell'impresa da valutare

P_s = valore medio di mercato delle imprese campione

k_s = valore medio che la grandezza economica k assume nell'ambito delle imprese campione

$$W / k = P_s / k_s$$

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I metodi diretti basati su moltiplicatori empirici

W / k è il moltiplicatore dell'azienda oggetto della stima, calcolato ponendo al numeratore il valore del capitale economico e al denominatore una grandezza espressiva del valore dell'impresa stessa

P_s / k_s è il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella da valutare, determinato ponendo al numeratore il prezzo medio di mercato di tali imprese e al denominatore il valore medio che la grandezza k assume nell'ambito delle imprese campione

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I metodi diretti basati su moltiplicatori empirici

$$W = (P_s / k_s) * k$$

k è rappresentato, in genere, dall'utile di esercizio, dal flusso di cassa o dal fatturato

Esempio:

Campione di aziende comparabili

Dati dell'azienda da valutare

Impresa	P/Utile (A)	P/Utile medio (B = A/4)
Azienda A	110	110
Azienda B	70	
Azienda C	110	
Azienda D	150	

Anno	Utile (A)	Coefficienti rivalutazione (B)	Utile omogeneo (C = A*B)	Utile medio (C/3)
2007	50	1,10	55	80
2008	100	1,05	105	
2009	80	1,00	80	

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I metodi diretti basati su moltiplicatori empirici

$$W = (P_s / k_s) * k$$

Campione di aziende comparabili

Dati dell'azienda da valutare

Impresa	P/Utile (A)	P/Utile medio (B = A/4)
Azienda A	110	110
Azienda B	70	
Azienda C	110	
Azienda D	150	

Anno	Utile (A)	Coefficienti rivalutazione (B)	Utile omogeneo (C = A*B)	Utile medio (C/3)
2007	50	1,10	55	80
2008	100	1,05	105	
2009	80	1,00	80	

$$W = 110 * 80 = 8.800$$

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I metodi diretti

L'attendibilità ed affidabilità dei metodi diretti è
fortemente limitata dall'inefficienza dei mercati e
dall'oggettiva impossibilità di individuare imprese
con caratteristiche qualitative e quantitative simili

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA METODI INDIRECTI



LA VALUTAZIONE

D'AZIENDA

METODI INDIRETTI

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

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il metodo reddituale

- Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito;
- L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione

valore = redditività

- Il valore dell'azienda viene determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Tipologie di metodi reddituali

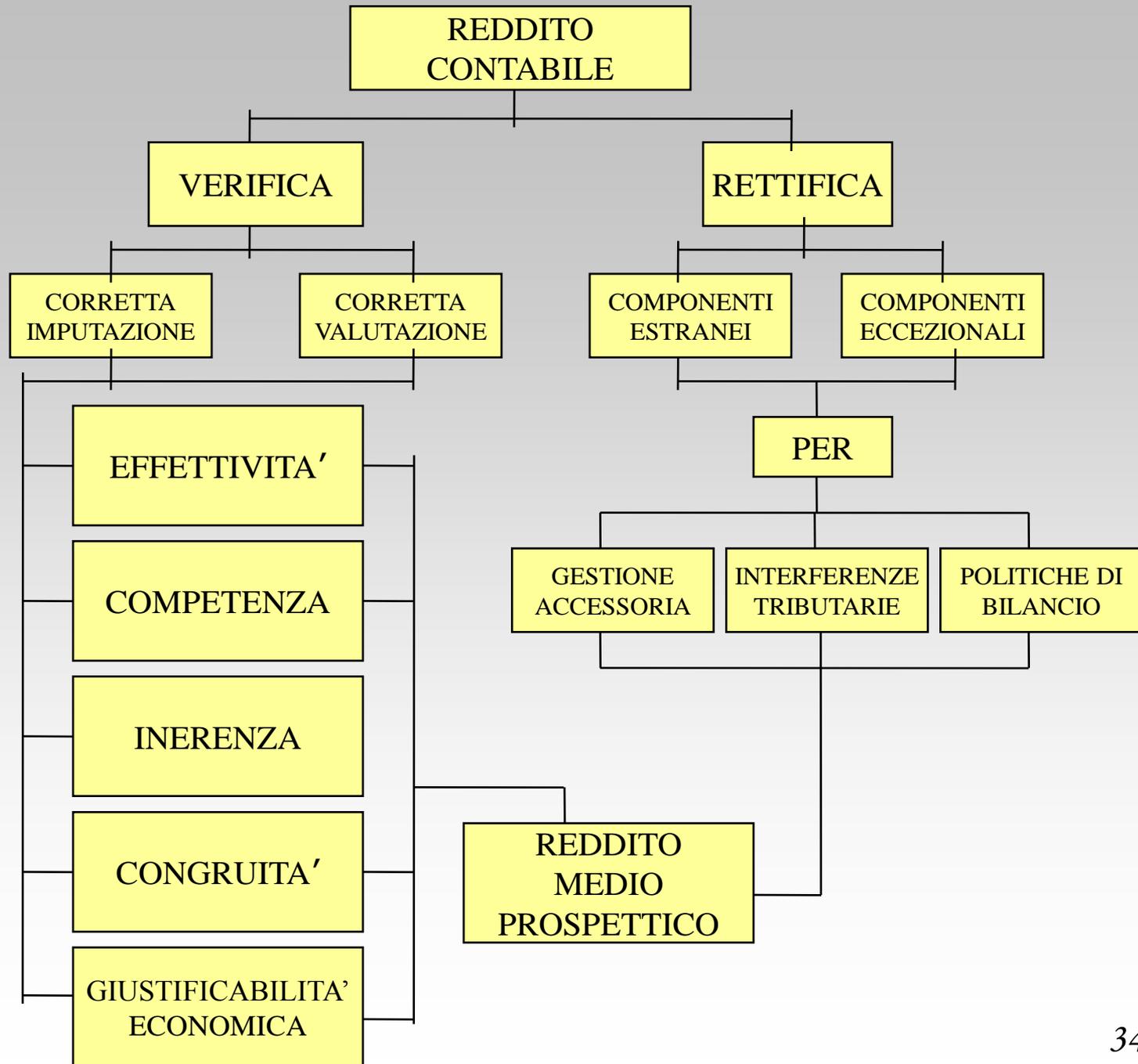
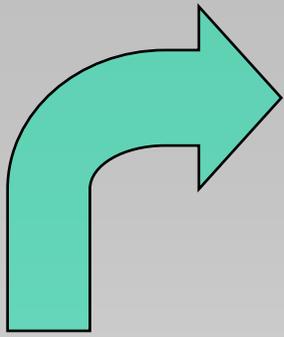
- Il metodo reddituale puro si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito “medio”, “normale”, “duraturo” (*presume l'azienda con vita futura illimitata*).
- Il metodo reddituale complesso costituisce un'evoluzione del precedente. Attualizza, infatti, i flussi di reddito previsti anno per anno, con riferimento all'orizzonte temporale preso in considerazione (*di solito le aziende elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni*).

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Processo di “normalizzazione”

- Il reddito deve essere in primo luogo “*normalizzato*”, cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie, al netto degli oneri finanziari e delle imposte;
- L’obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell’individuare la reale e stabile capacità reddituale dell’azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza;
- La “*normalizzazione*” dei risultati storici è un’elaborazione comprendente:
 - redistribuzione nel tempo di proventi ed oneri straordinari;
 - eliminazione di proventi ed oneri estranei alla gestione caratteristica;
 - neutralizzazione delle politiche di bilancio

Struttura logica



LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Beni accessori ed avviamento

- I *beni accessori*, cioè gli investimenti non inerenti la gestione caratteristica sono valutati a parte. Un risultato economico non “depurato” dai valori extraoperativi rende più inattendibile il risultato della valutazione stessa.
- La valutazione dell'*avviamento* non è autonoma, ma ricompresa nella dinamica reddituale. Il surplus del reddito viene capitalizzato allo stesso tasso ritenuto congruo per retribuire il capitale investito. Il metodo reddituale attribuisce un valore eccessivo all'avviamento, in quanto l'avviamento andrebbe, ai fini della valutazione, scisso dalle altre componenti patrimoniali e capitalizzato con un tasso superiore per l'alto rischio che incorpora.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Metodo reddituale

PROBLEMI

- 1) TEMPO
- 2) REDDITO
- 3) TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Metodo reddituale

1) PROBLEMI: IL TEMPO

Metodo puro:

si presume che la vita dell'azienda si protragga a tempo indefinito

si presume che i flussi reddituali attesi siano illimitati e costanti nel tempo

Metodo complesso:

si presume che la vita dell'azienda si protragga a tempo indefinito

si presume che i flussi reddituali attesi siano illimitati ma costanti solo da una certa data futura

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Metodo reddituale

2) PROBLEMI: IL REDDITO

Quale reddito considerare ?????!

Un reddito “normalizzato”, ossia depurato da componenti positivi o negativi di natura straordinaria o comunque non caratteristica:

- minusvalenze e plusvalenze
- oneri e proventi straordinari
- rivalutazioni
- etc.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Metodo reddituale

2) PROBLEMI: IL REDDITO

Come quantificare il reddito ?????

attraverso specifiche tecniche di previsione:

- media dei redditi storici normalizzati
- metodo del budget
- metodo dell'innovazione (in via residuale e sulla base di previsioni sul futuro andamento economico in base alle ipotesi che il perito riterrà più ragionevoli)

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Metodo reddituale

Le tecniche di calcolo del reddito medio più diffuse nella pratica sono quelle legate:

- alla media dei redditi storici normalizzati (in quanto di calcolo immediato poichè già noti dai 3-5 anni precedenti, ma solo se ritenuti rappresentativi dell'andamento futuro dell'azienda)

oppure

- al budget (come strumento previsionale, se esistente all'interno dell'azienda)

LA VALUTAZIONE

D'AZIENDA

Metodo reddituale

Calcolo della media dei redditi storici normalizzati relativi all'ultimo triennio:

Dati	2007	2008	2009
Utile di bilancio (A)	€ 225.000,00	€ 70.000,00	€ 205.000,00
Oneri "straordinari" (B)	€ -	€ 100.000,00	€ 80.000,00
Proventi "straordinari" (C)	€ 50.000,00	€ -	€ 50.000,00
Reddito normalizzato (D= A + B + C)	€ 175.000,00	€ 170.000,00	€ 235.000,00
Coefficiente rivalutazione (E)	1,1	1,05	1
Reddito normalizzato omogeneo (F = D * E)	€ 192.500,00	€ 178.500,00	€ 235.000,00
Reddito normalizzato medio (G = F/3)	€ 202.000		

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Metodo reddituale

3) PROBLEMI: IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

A cosa serve ?????!

Per quantificare ad oggi un valore che sarà conseguito domani...

Come si calcola ?????!

Considerando 2 componenti:

Il tasso risk-free

Il premio per il rischio

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Tasso di attualizzazione

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

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del tasso di attualizzazione

■ Definiti: $i = i_1$ Risk free + i_2 premio per rischio

1. i_1 = tasso privo di rischio
2. i_2 = premio per il rischio di mercato
3. β = rischio specifico del settore
4. R_m = rendimento medio di mercato
5. i = tasso di attualizzazione



$$i = i_1 + i_2 = i_1 + (R_m - i_1) * \beta$$



Modello
CAPM

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del tasso di attualizzazione

i_1 = tasso privo di rischio: rendimento titolo di stato: è un valore noto

i_2 = premio per il rischio di mercato: $(R_m - i_1) * \beta$

β = rischio specifico del settore: di solito è noto

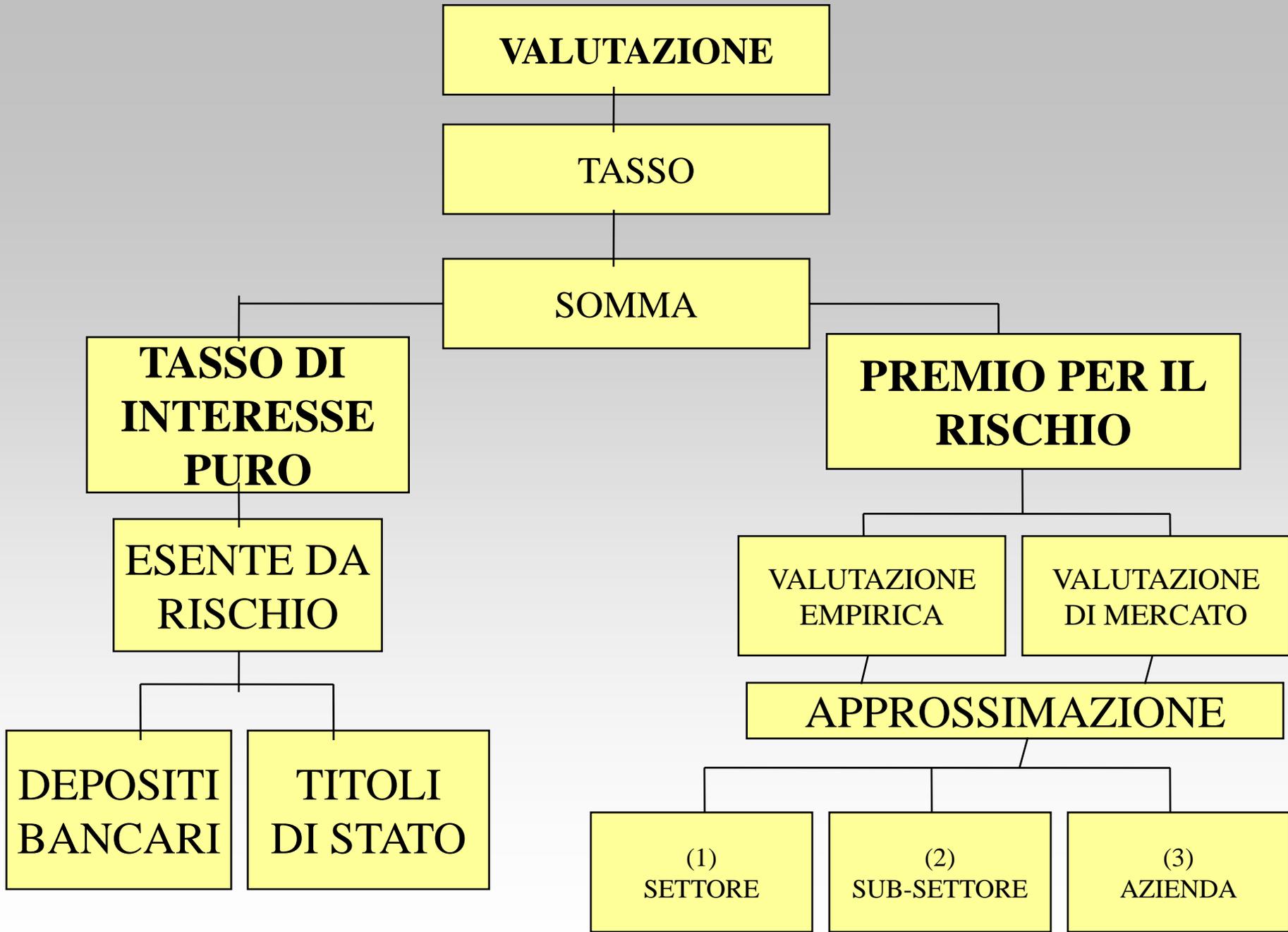
R_m = rendimento medio di mercato: di solito è noto

Facciamo un esempio:

$$i_1 = 2\% \quad R_m = 7\% \quad \beta = 1,25$$

Quanto è i ?

$$i = i_1 + i_2 = 2\% + (7\% - 2\%) * 1,25 = 8,25\%$$



Fattori che influenzano i

Fattori esterni

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

Fattori interni

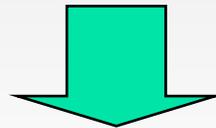
- tipologia e dimensione dell'azienda
- efficienza dell'organiz. produtt.aziendale
- efficienza del settore programm. e ricerca
- efficienza dell'organizzazione commerciale
- flessibilità aziendale
- possibilità di ampliamento delle attività
- qualità del management
- consistenza finanziaria
- grado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

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il metodo reddituale

Calcolo con redditi illimitati e costanti nel tempo: metodo puro

- Reddito medio prospettico = € 202.000
- Tasso di attualizzazione $i = 8,25\%$



$$W = R/i = € 202.000/0,0825 = € 2.448.484$$

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Calcolo con redditi illimitati ma costanti solo a partire da una data futura: metodo complesso

- Reddito anno 1 = € 80.000
- Reddito anno 2 = € 90.000
- Reddito anno 3 = € 130.000
- Reddito da anno 4 in poi = € 100.000
- Tasso di attualizzazione $i = 10\%$

A partire dalla formula del montante: $C_n = C_0 (1+i)^n$

si ottiene la formula inversa del valore attuale: $C_0 = C_n / (1+i)^n$

Sommando i valori attualizzati ad oggi dei redditi conseguiti negli anni futuri si ottiene la valutazione del capitale economico dell'azienda ad oggi. Chiariamo meglio con i dati dell'esempio...

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Calcolo con redditi illimitati ma costanti solo a partire da una data futura: metodo complesso

mediante la formula inversa del valore attuale: $C_0 = C_n / (1+i)^n$
provvediamo ad attualizzare i redditi futuri:

$$W = \frac{R_1}{1+i} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_3}{(1+i)^3} + \frac{R}{i * (1+i)^3}$$

$$W = \frac{80.000}{1,10} + \frac{90.000}{1,21} + \frac{130.000}{1,331} + \frac{100.000}{0,1331}$$

$$W = 72.727 + 74.380 + 97.670 + 751.315 = 996.092$$

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il metodo finanziario o dei flussi di cassa

- Il metodo finanziario fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare flussi di cassa.
- L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione

valore = flussi finanziari

- Il valore dell'azienda viene calcolato mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il metodo finanziario o dei flussi di cassa

Il problema legato a tale metodo è la previsione e quantificazione dei flussi di cassa netti disponibili, ossia delle somme di denaro che si renderanno disponibili e potranno essere spese senza alterare l'equilibrio della gestione.

Solitamente si utilizza lo strumento del budget finanziario.

Una volta quantificati i flussi di cassa attesi, si procede al calcolo del capitale economico dell'azienda con le stesse formule viste nei metodi reddituali, sostituendo i flussi di cassa attesi ai redditi previsti.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il metodo finanziario o dei flussi di cassa

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

Se il flusso di cassa è ritenuto illimitato e costante

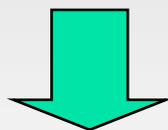
$$W = \frac{F_1}{1+i} + \frac{F_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{F}{i * (1+i)^n}$$

Se il flusso di cassa è ritenuto illimitato, ma costante solo a partire da una certa data futura

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come *valore di ricostituzione del patrimonio* nella prospettiva di funzionamento aziendale



Il valore, infatti, coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare una nuova azienda con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Problematiche e caratteristiche

Il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto e quindi i vari elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato dai meccanismi e criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio.

La valutazione di stima operata con il metodo patrimoniale la potremmo definire:

- **ANALITICA**, cioè riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale;
- **A VALORI CORRENTI**, cioè fa riferimento ai prezzi di mercato in essere alla data della valutazione;
- **DI SOSTITUZIONE**, perché l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

“Oggettività” del metodo patrimoniale

- La valutazione dell'azienda con il metodo patrimoniale è meno soggettiva di quella ottenuta con altri metodi: minore è sia il numero di ipotesi da fare che il numero di competenze soggettive da detenere per la previsione ad esempio dei flussi di reddito futuri
- Non si deve procedere alla valutazione dei flussi di reddito o di cassa riducendo di conseguenza l'incertezza sul risultato del processo di valutazione
- È un metodo adatto alle aziende con forte patrimonializzazione, cioè aventi un elevato ammontare di attività immobilizzate (holding pure, società immobiliari, aziende di credito, etc.).

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I beni “accessori”

- È controverso se valutare, alla stessa stregua degli elementi patrimoniali inerenti la gestione caratteristica dell'azienda, anche le voci riguardanti i cosiddetti beni “accessori”, beni estranei all'attività economica tipica dell'azienda (immobili civili, terreni edificabili, partecipazioni non di controllo, etc.)
- In dottrina si ritiene che i beni accessori debbano essere valutati a parte seguendo il cosiddetto *criterio di realizzo o liquidazione*

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

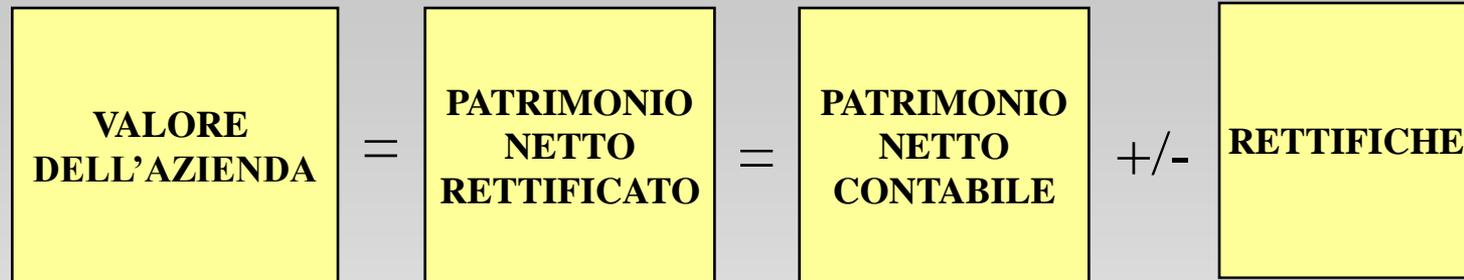
Limiti del metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale ha due evidenti limiti:

1. Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici, ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;
2. Si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e funzionale

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Struttura logica del metodo patrimoniale



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

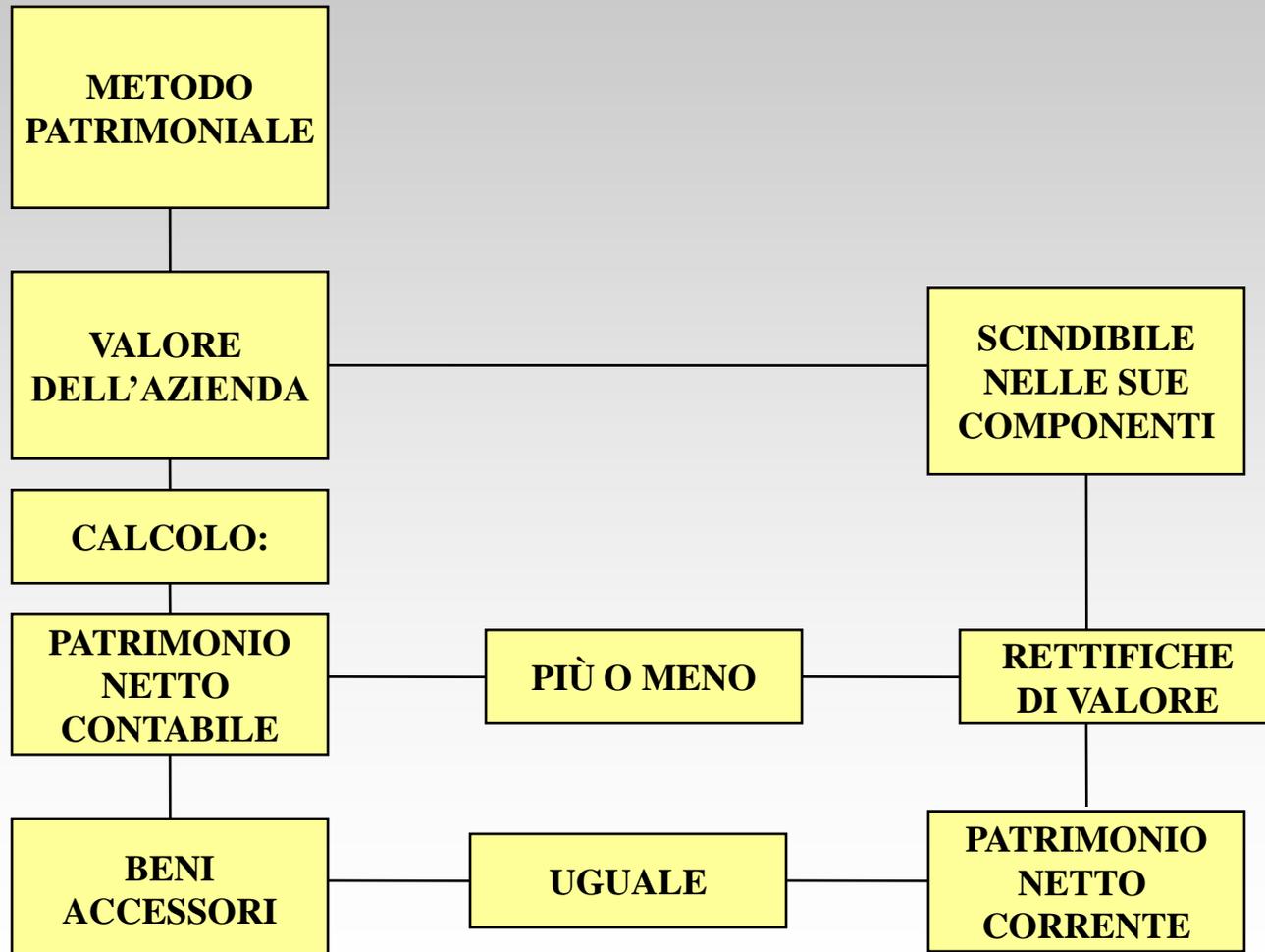
Il capitale netto contabile viene rettificato, adeguando le singole componenti del patrimonio ai valori correnti di mercato



Ipotesi di scindibilità degli elementi che formano il patrimonio aziendale

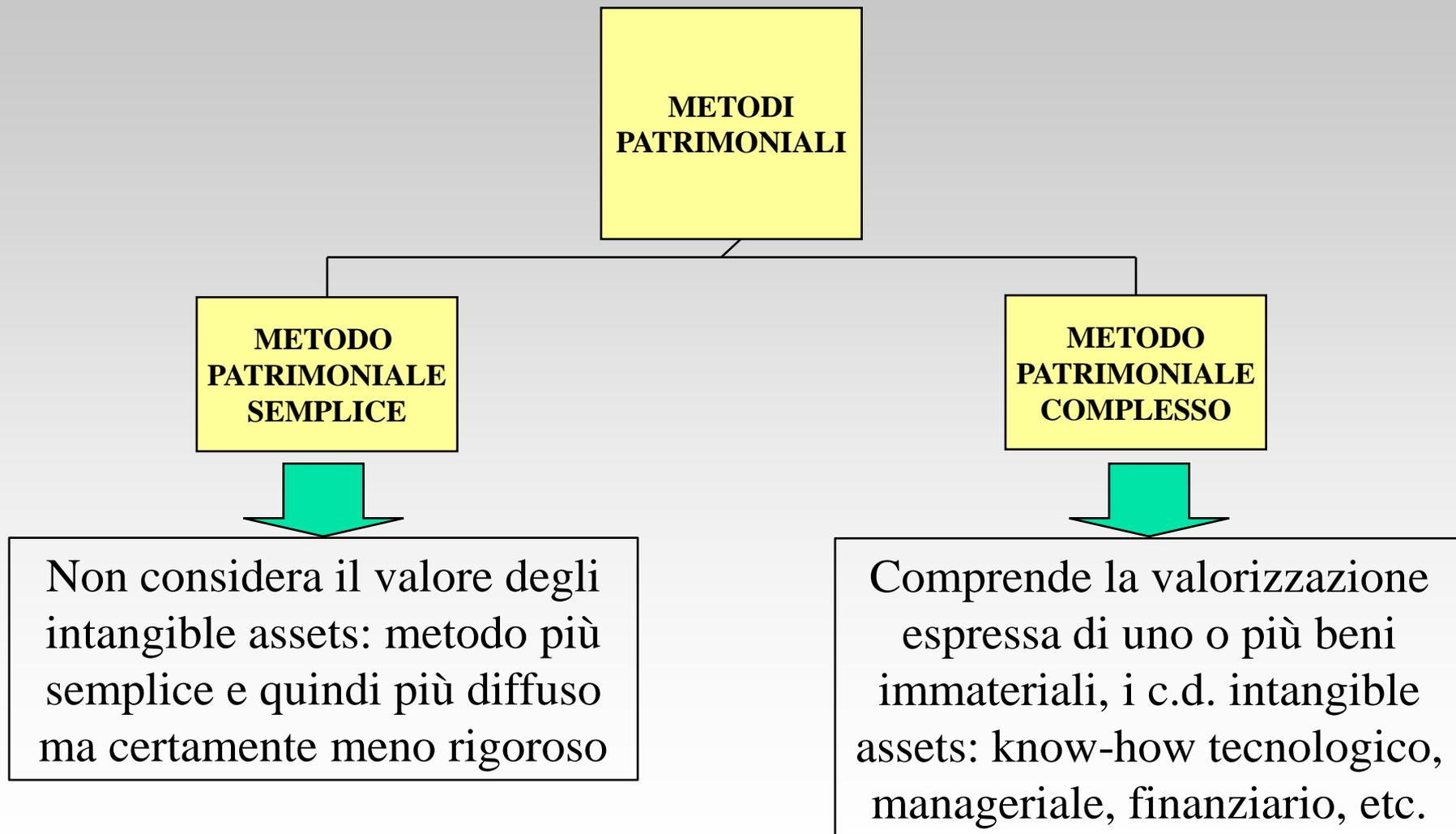
LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

..... più analiticamente



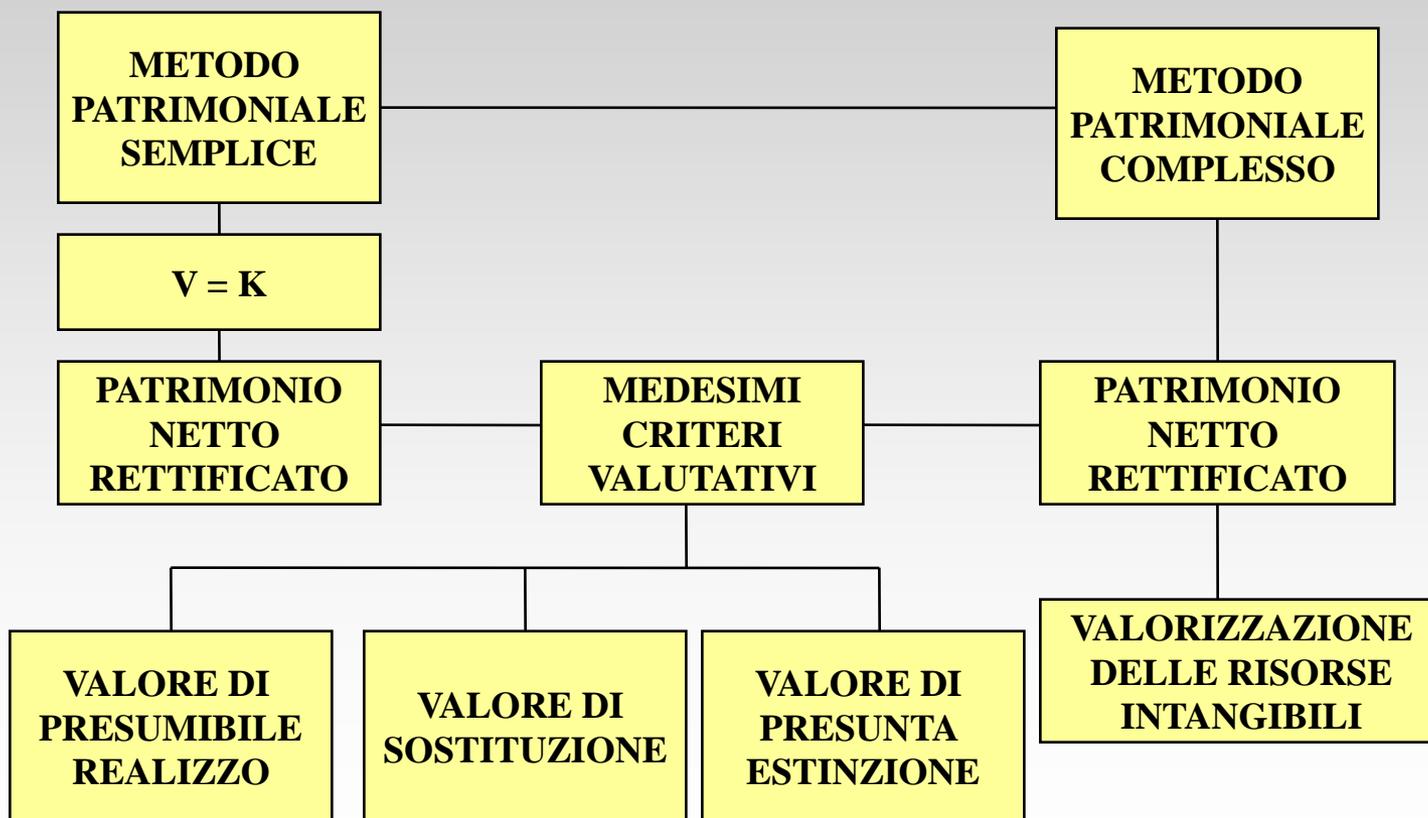
LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Tipologie di metodi patrimoniali



LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Cioè.....



LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Metodo patrimoniale semplice

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto. Rende attuale ed aggiornato il valore relativo al patrimonio dell'azienda

$$W = K$$

dove:

W= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

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

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Metodo patrimoniale complesso

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse "intangibili"

$$W = K + I$$

dove:

W= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

I= valore degli elementi immateriali

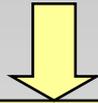
Ogni bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche:

- Deve originare utilità differite nel tempo;
- Deve essere trasferibile;
- Deve essere misurabile.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

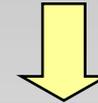
Documenti e verifiche

Documentazione di base



- Bilancio aggiornato
- Relazione sulla gestione
- Relazione del Collegio sindacale
- Ultimo bilancio certificato (se disponibile)
- Ultimo bilancio consolidato (se disponibile)
- Ultimo bilancio delle società collegate e controllate
- Business plan e documenti strategici
- Perizie di stima dei singoli cespiti (se disponibili o se appositamente richieste)
- Dati dei libri di inventario (se tenuti) oppure
- Del registro dei cespiti ammortizzabili

Verifiche



- Contabilizzazione di tutte le attività e le passività
- Rispondenza delle scritture con elementi documentali
- Valutazione dei crediti in base al valore di recupero
- Congruità dei fondi rischi ed oneri
- Corretta contabilizzazione dei ratei e risconti
- Iscrizione dei conti d'ordine

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo patrimoniale complesso

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	€	110.000	PATRIMONIO NETTO	€	120.000
di cui Marchio	€	2.500			
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	€	650.000	TFR	€	140.000
di cui Immobile	€	500.000			
CREDITI	€	645.000	DEBITI	€	1.300.000
di cui Verso soci	€	200.000			
DISPONIBILITA' LIQUIDE	€	15.000			
RIMANENZE	€	140.000			
TOTALE	€	1.560.000	TOTALE	€	1.560.000

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo patrimoniale complesso

A seguito di verifica documentale il perito ritiene necessario:

- azzerare i crediti verso soci
- ridurre le rimanenze di € 15.000
- valutare attentamente il valore dell'immobile e del marchio

PRIMA FASE: CAPITALE NETTO REVISIONATO

Bisogna considerare le risultanze derivanti dalla verifica documentale ed apportare tali variazioni al patrimonio netto contabile.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo patrimoniale complesso

€ 120.000 Patrimonio netto contabile

– € 200.000 Stralcio crediti verso soci

– € 15.000 Adeguamento valore rimanenze

– € 95.000 PATRIMONIO NETTO REVISIONATO

SECONDA FASE: CAPITALE NETTO RETTIFICATO A VALORI CORRENTI

Bisogna adeguare il valore netto contabile dei beni (nello specifico immobile e marchio) a valori correnti. Tali beni vanno necessariamente valutati con metodologie appropriate.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo patrimoniale complesso

L'immobile viene valutato ricorrendo ad una perizia redatta da un tecnico abilitato. Il valore è stato determinato considerando la consistenza dell'immobile (mq.) ed il valore di mercato al mq.

Il valore di mercato dell'immobile è stimato in € 1.455.000

Il marchio viene valutato attualizzando il sovrareddito che è in grado di generare.

Chiariamo con un esempio....

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo patrimoniale complesso

Ipotizzando che la società abbia un margine di € 0,49 per singola unità prodotta a che il campione di aziende similari operanti nello stesso settore abbia un margine di € 0,10.

Ipotizziamo, altresì, che il rendimento di mercato del settore è 5,7%, mentre il rendimento medio degli investimenti privi di rischio è di 2,5%.

Ipotizziamo, infine, che il beta medio del campione di aziende similari sia 0,96.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo patrimoniale complesso

La produzione annua prevista ammonta a 600.000 unità e si stima che il marchio garantisca i propri benefici per un arco temporale limitato di 5 anni.

STEP 1: calcoliamo il sovrareddito che l'utilizzo del marchio potrebbe generare. Confrontando il margine aziendale con quello medio delle aziende campione si ha:

$$0,49 - 0,10 = 0,39 \text{ sovrareddito per singola unità prodotta}$$

$$0,39 * 600.000 = 234.000 \text{ sovrareddito totale annuo}$$

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo patrimoniale complesso

STEP 2: attualizziamo il sovrareddito di € 234.000, ma con quale tasso di attualizzazione?!?!?!?!?

Calcolo tasso attualizzazione

$$i = i_1 + i_2 = i_1 + (R_m - i_1) * \beta$$

$$i = 2,5\% + (5,7\% - 2,5\%) * 0,96$$

$$i = 2,5\% + (3,2\% * 0,96)$$

$$i = 2,5\% + 3,07\%$$

$$i = 5,57\%$$

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo patrimoniale complesso

STEP 3: *attualizziamo il sovrareddito di € 234.000 al tasso $i = 5,57\%$ mediante la formula inversa del valore attuale: $C_0 = C_n / (1+i)^n$ provvediamo ad attualizzare i redditi futuri:*

$$\begin{aligned} \text{Marchio} &= \frac{R_1}{1+i} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_3}{(1+i)^3} + \frac{R_4}{(1+i)^4} + \frac{R_5}{(1+i)^5} \\ \text{Marchio} &= \frac{234.000}{1,0557} + \frac{234.000}{1,1145} + \frac{234.000}{1,1766} + \frac{234.000}{1,2421} + \frac{234.000}{1,3113} \end{aligned}$$

$$\text{Marchio} = 221.654 + 209.960 + 198.881 + 188.388 + 178.448 = 997.331$$

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo patrimoniale complesso

Il valore del CAPITALE NETTO RETTIFICATO A VALORI CORRENTI è dato da:

Patrimonio netto revisionato + Plusvalori – Minusvalori

- € 95.000 Patrimonio netto revisionato

+ € 955.000 Maggior valore dell'immobile

€ 860.000 Patrimonio netto rettificato

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo patrimoniale complesso

TERZA FASE: CAPITALE ECONOMICO

E' necessario aggiungere la “parte immateriale” a quanto già ottenuto in precedenza:

€ 860.000 Patrimonio netto rettificato

+ € 994.831 Maggior valore del marchio

€ 1.854.831 CAPITALE ECONOMICO AZIENDALE

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

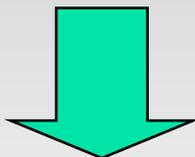
Il metodo misto patrimoniale-reddituale



LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il metodo misto patrimoniale-reddituale

- Il metodo patrimoniale trascura la valutazione della redditività futura dell'azienda, il metodo reddituale trascura la valutazione della consistenza patrimoniale.



- I metodi misti patrimoniali-reddituali rappresentano una sintesi tra i due procedimenti precedenti con l'obiettivo di esprimere il valore dell'azienda in funzione sia del patrimonio che del reddito.
- Tali metodi sono quindi più completi e consentono di ridurre il margine di soggettività del metodo reddituale quantificando anche gli elementi oggettivi del patrimonio.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il metodo misto patrimoniale-reddituale: il valor medio

Con il metodo misto, nella configurazione del valor medio, il valore dell'azienda è dato dalla media aritmetica dei risultati ottenuti con il metodo patrimoniale e con quello reddituale nella sua formula di rendita perpetua.

$$W = 1/2 * (K + R/i)$$

dove:

W= valore dell'azienda

K= valore patrimonio rettificato

R= reddito medio prospettico

i= tasso di capitalizzazione

Tale espressione conferma la notevole semplicità di questo metodo, ma a fronte di tanta semplicità non corrisponde un'altrettanta affidabilità.

Sembra troppo ottimistico pensare di valutare il valore di un'impresa in maniera attendibile semplicemente mediando il valore espresso dal metodo patrimoniale con quello ottenuto con il metodo reddituale.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il metodo misto patrimoniale-redдитuale: la stima autonoma dell'avviamento

Con il metodo misto, nella configurazione con stima autonoma dell'avviamento, il valore dell'azienda è dato dal valore del *patrimonio rettificato* e dal valore dell'*avviamento*, il quale crea, rispetto al reddito “normale”, un surplus di reddito (o profitto), calcolato attualizzando i “sovra-redditi” dei vari esercizi.

$$W = K + A$$

dove:

W= valore dell'azienda

K= valore patrimonio rettificato

A= valore dell'avviamento

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Stima autonoma dell'avviamento

Quando è difficile prevedere la durata dell'avviamento si capitalizza il valore con la formula della rendita a durata indefinita o illimitata

$$W = K + A$$

$$A = \frac{(R - i * K)}{i'}$$

$$W = K + \frac{(R - i * K)}{i'}$$

dove:

W= valore dell'azienda

A= valore dell'avviamento

R= reddito medio prospettico

K= valore patrimoniale rettificato

i = tasso di rendimento normale

n= numero di anni di prevedibile
durata dell'avviamento

i'= tasso di attualizzazione

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Stima autonoma dell'avviamento

Molti autori considerano irrazionale e scarsamente attendibile che le condizioni a base dell'avviamento possano protrarsi per un arco di tempo illimitato.

A tal fine è ritenuto più realistico l'approccio che considera i benefici dell'avviamento a durata limitata :

$$W = K + A$$

$$A = (R - i * K) a_{n | i'}$$



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

dove:

W= valore dell'azienda

A= valore dell'avviamento

R= reddito medio prospettico

K= valore patrimoniale rettificato

i = tasso di rendimento normale

n= numero di anni di prevedibile

durata dell'avviamento

i'= tasso di attualizzazione

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

I tassi i ed i'

- Il tasso di rendimento “normale” (i) del capitale esprime il **rendimento medio di settore** e il premio per il rischio di imprese analoghe. Solitamente coincide con il tasso applicato nel metodo reddituale.
- Il **tasso di attualizzazione del sovrareddito** (i') ha natura finanziaria e rappresenta il puro compenso per il trascorrere del tempo indipendentemente dal grado di rischio (free risk rate).

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Stima autonoma dell'avviamento

$$W = K + A$$

$$A = (R - i * K) a_{n | i'}$$



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

dove:

W= valore dell'azienda

A= valore dell'avviamento

R= reddito medio prospettico

K= valore patrimoniale rettificato

i = tasso di rendimento normale

n= numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento

i'= tasso di attualizzazione

PRIMA FASE: CALCOLO DEL VALORE DI K

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo misto della stima autonoma dell'avviamento

Si consideri la situazione patrimoniale della società Alfa:

ATTIVITA'	BILANCIO
Immobilizzazioni	€ 115.000
Rimanenze	€ 36.000
Crediti v/clienti	€ 80.000
Cassa e banca c/c	€ 20.000
TOTALE ATTIVO	€ 251.000
PASSIVITA'	
Trattamento Fine Rapporto	€ 20.000
Debiti per imposte	€ 8.000
Debiti v/fornitori	€ 110.000
TOTALE PASSIVO	€ 138.000
CAPITALE NETTO	€ 113.000
TOTALE A PAREGGIO	€ 251.000

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo misto della stima autonoma dell'avviamento

Il perito ritiene necessario apportare le seguenti rettifiche ai valori contabili:

- Le immobilizzazioni hanno un valore di mercato di € 165.000
- Le rimanenze hanno un maggior valore di € 30.000
- I crediti verso clienti sono considerati non incassabili per € 5.000
- Le restanti voci non richiedono ulteriori rettifiche

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il calcolo del capitale economico con il metodo misto della stima autonoma dell'avviamento

A seguito delle rettifiche si ha la seguente situazione:

ATTIVITA'	BILANCIO	RETTIFICHE	FINALE
Immobilizzazioni	€ 115.000	€ 50.000	€ 165.000
Rimanenze	€ 36.000	€ 30.000	€ 66.000
Crediti v/clienti	€ 80.000	-€ 5.000	€ 75.000
Cassa e banca c/c	€ 20.000		€ 20.000
TOTALE ATTIVO	€ 251.000	€ 75.000	€ 326.000
PASSIVITA'			
Trattamento Fine Rapporto	€ 20.000		€ 20.000
Debiti per imposte	€ 8.000		€ 8.000
Debiti v/fornitori	€ 110.000		€ 110.000
TOTALE PASSIVO	€ 138.000		€ 138.000
CAPITALE NETTO	€ 113.000	€ 75.000	€ 188.000
TOTALE A PAREGGIO	€ 251.000		€ 326.000

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Valore azienda a durata limitata

IL VALORE DI K AMMONTA AD € 188.000

$$W = K + A$$

SECONDA FASE: CALCOLO DEL VALORE DI A

$$A = (R - i * K) a_{n | i}$$

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Valore azienda a durata limitata

Il perito ha calcolato i valori delle variabili considerando che:

- R deriva dalla media dei redditi netti normalizzati degli ultimi 5 anni
- K deriva dal calcolo elaborato in precedenza
- i deriva da dati medi del settore
- n è prudentemente stimato dal perito
- i' è di solito più elevato di i per due/tre punti percentuali perchè deve riflettere la maggiore incertezza che la società consegua sovrareddito rispetto alla possibilità che realizzi flussi reddituali allineati alla media del settore

$$A = (R - i * K) a_{n | i'}$$

dove:

A= valore dell'avviamento

R= reddito medio prospettico € 47.100

K= capitale netto rettificato € 188.000

i = tasso di rendimento normale 8,5%

n= numero di anni di prevedibile

durata dell'avviamento 3

i' = tasso di attualizzazione 10,5%

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Valore azienda a durata limitata

$$A = (R - i * K) a_{n | i'}$$

dove:

A= valore dell'avviamento

R= reddito medio prospettico € 47.100

K= capitale netto rettificato € 188.000

i = tasso di rendimento normale 8,5%

n= numero di anni di prevedibile
durata dell'avviamento 3

i'= tasso di attualizzazione 10,5%

$$A = (47.100 - 0,085 * 188.000) a_{3 | 10,5\%}$$

$$A = 31.120 a_{3 | 10,5\%} = 31.120/1,105 + 31.120/1,221 + 31.120/1,349 = 76.719$$

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Valore azienda a durata limitata

IL VALORE DI A AMMONTA AD € 76.719

$$W = K + A$$

$$W = € 188.000 + € 76.719 = € 264.719$$

Con i metodi misti il valore di W è influenzato sia da
aspetti patrimoniali che reddituali.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il problema delle aziende in perdita

Nella pratica per le PMI si utilizzano molto i metodi misti con prevalenza di quello di stima autonoma del goodwill (con durata limitata).

Problemi

- la stima dei parametri è molto soggettiva
- aziende con alti livelli di capitale e scarsa redditività (o in perdita): sottostima dell'avviamento
- coniugare con coerenza il reddito al patrimonio rettificato mediante ricalcolo dei maggiori ammortamenti:
 - 1) sui cespiti rivalutati (in base alla presunta vita utile residua)
 - 2) sugli intangibili specifici valutati (se soggetti a deperimento)per evitare sovrastima avviamento.

In tal caso potrebbe addirittura scaturire un badwill.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il problema delle aziende in perdita

Tra 2 investimenti alternativi di pari contenuto patrimoniale pari a 100, se il primo assicura congrua remunerazione 8% da subito, mentre il secondo entra “a reddito” dal quarto anno (per i primi tre anni nessuna remunerazione), sarò disposto a pagare il primo 100 e il secondo 100 ridotto del valore attuale della mancata remunerazione dei primi tre anni.

Se nei primi tre anni c'è perdita, la decurtazione di 100 sarà maggiore per riflettere il recupero del capitale perduto.

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

In definitiva.....

ogni metodo ha pregi e difetti.....

NON ESISTE

un metodo di valutazione valido in assoluto o migliore degli altri.

Il metodo più adatto va individuato di volta in volta in relazione all'azienda da valutare ed alle sue caratteristiche patrimoniali, reddituali, finanziarie, strutturali, organizzative, etc.