

Valutazione d'Azienda

Appunti di lezione

Prof. Arduini

A.A. 2022/2023

APPUNTI DI LEONARDO

ATTENZIONE: è proibita la riproduzione, anche parziale, in ogni forma o mezzo, senza espresso consenso dell'autore (Art 4. Diritto d'autore). E' consentita la stampa del file solo per uso personale.

I. Il capitale

Occorre fare una distinzione tra azienda e impresa.

Azienda: istituto economico e duraturo che produce beni e servizi. E' composto da persone, capitale e operazioni. Può essere sia a fini di lucro che non.

Impresa: è un sistema socioeconomico aperto che produce per il mercato (per avere un profitto). E' una sottocategoria dell'azienda, e cioè è l'azienda a fini di lucro. È composta da organizzazione, capitale e gestione. La valutazione d'impresa si concentra su questi 3 elementi.

A. Generalità

Il capitale è una **quantità astratta**, cioè variamente configurabile nel suo valore in funzione delle ipotesi e delle congetture che si adottano per la sua stima. Dunque esistono molte configurazioni di capitale:

1) Capitale di liquidazione: la porzione residua degli attivi dopo aver soddisfatto tutte le passività durante il processo di liquidazione.

2) Capitale di costituzione: è dato dai conferimenti dei soci. In caso di conferimento di beni in natura deve essere fatta una perizia di stima.

3) Capitale di funzionamento: ottenuto tramite il bilancio; presupposto perché venga stimato è la going concern, cioè la continuazione dell'attività.

4) Capitale di trasformazione: viene stimato quando l'impresa cambia la sua veste giuridica (es. società di capitali diventa società di persone).

5) Capitale di trasferimento: è stimato in ipotesi di trasferimento, che può essere in senso stretto (cessione) o in senso lato (fusione, scissione, conferimento, privatizzazione). Si tratta di operazioni che comportano il mutamento del soggetto economico. Il capitale di trasferimento può avere varie configurazioni:

a) capitale strategico nell'ottica dell'acquirente:

è il valore che il soggetto acquirente attribuisce al complesso aziendale. Questo valore dipende dalle sinergie e dalle opportunità incrementalmente derivanti dall'operazione. E' possibile dunque individuare le:

i. **Sinergie derivanti dall'operazione**, intese come prospettive tattiche di breve periodo; esse si distinguono in:

1. Sinergie di mercato: sono dei vantaggi che consistono nella riduzione della concorrenza a seguito dell'acquisizione d'impresе operanti nello stesso settore.

2. Sinergie produttive: sfruttamento delle interrelazioni esistenti tra il sistema produttivo dell'acquirente e quello dell'impresa target. Ciò può avvenire tramite:

- Economie di scala, che comportano l'abbattimento dei costi fissi tramite la ripartizione o di un livello maggiore di produzione su uno stesso livello di costi;

- Condivisione di attività all'interno della stessa catena del valore (fb su wahtasapp);
- Possibilità di avere impianti di riserva;
- Espansione;
- Ampliamento della gamma dei prodotti (produco quaderni voglio produrre con la carta anche pacchi e biglietti);
- Acquisizione di competenze tecniche;

3. Sinergie finanziarie: derivano da operazioni che comportano l'integrazione di società con deficit di liquidità con società che presentano eccedenze di liquidità (cassa) o tassi di indebitamento molto bassi (leva "positiva) che permettono all'azienda acquisitrice di indebitarsi; si tratta delle operazioni di leverage buy-out;

4. Sinergie tributarie, cioè i vantaggi fiscali derivanti dall'operazione; l'acquisizione di imprese sottoposte ad amministrazione straordinaria, ad esempio, permettono all'acquirente di dedurre le perdite che l'impresa acquisita ha generato durante tale amministrazione.

Non esiste una formula unica per valutare le sinergie in quanto ne esistono molteplici.

Le sinergie vengono stimate come **somma attualizzata dei flussi incrementali attesi**.

ii. opportunità incrementali: sono le prospettive strategiche di medio-lungo termine offerte dall'operazione (es. acquisizione di un'impresa in Cina con l'obiettivo di entrare nel mercato orientale nei prossimi dieci anni). Le opportunità incrementali vengono stimate o come le sinergie o tramite metodi reddituali virtuali.

Formula Capitale Strategica nell'ottica dell'acquirente

La formula che esprime il valore del capitale strategico nell'ottica dell'acquirente (buyer) è la seguente:

$$W_B = W + S + O$$

dove:

- W_B = valore del capitale strategico nell'ottica dell'acquirente (buyer)
- W = valore economico del capitale (valore dell'impresa stand alone)
- S = valore economico delle sinergie
- O = valore economico delle opportunità incrementali

Tipologie acquirente

Esistono varie tipologie di acquirenti:

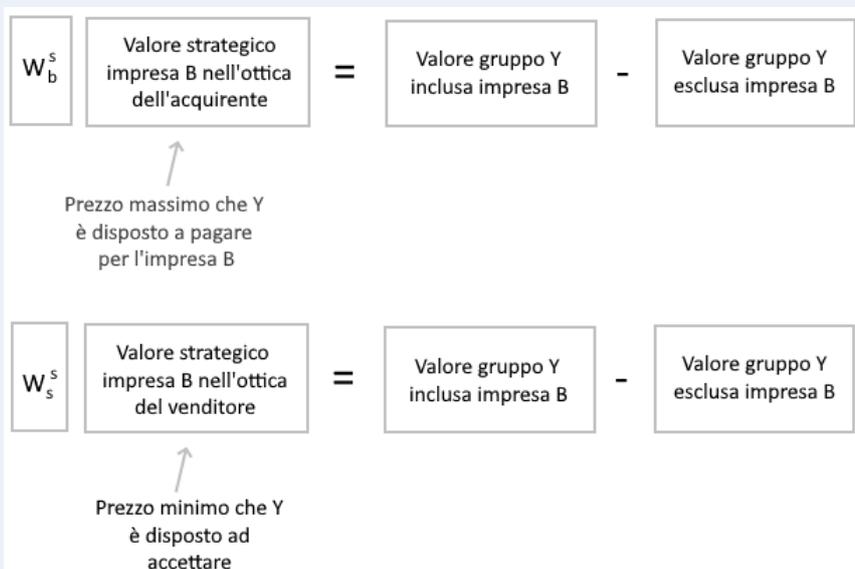
- **Acquirente-imprenditore:** acquista l'impresa per esercitarne il governo, cioè per gestirla;
- **Acquirente-investitore:** valuta la convenienza dell'acquisto in termini comparativi con altri investimenti alternativi;
- **Acquirente-speculatore:** mira a massimizzare la differenza tra il valore di vendita dell'impresa (che avviene in un momento successivo ma non lontano dall'acquisto) e il costo di acquisto dell'impresa stessa (capital gain).

b) capitale strategico nell'ottica del venditore:

la valutazione strategica nell'ottica del venditore mira ad individuare il valore assegnato all'impresa target in funzione delle sinergie e/o delle diseconomie che l'impresa target genera nel gruppo che fa capo al venditore.

La convenienza dell'operazione sarà valutata ricorrendo al **criterio della economicità di gruppo.** Pertanto, il valore dell'azienda che viene ceduta sarà stimato come differenza tra il valore che assume il gruppo con tale azienda e il valore che assume il gruppo senza l'azienda.

Esempio: esistono due soggetti, sig. X e sig. Y. Il sig. X possiede il gruppo X, che è composto da due società: società A e società B. Il sig. Y, invece, ancora non possiede il gruppo Y, in quanto possiede solo la società C.



Il prezzo finale che verrà effettivamente pagato si troverà nell'intervallo compreso tra il prezzo massimo a cui il cliente è disposto a comprare e il prezzo minimo a cui il venditore è disposto a vendere.

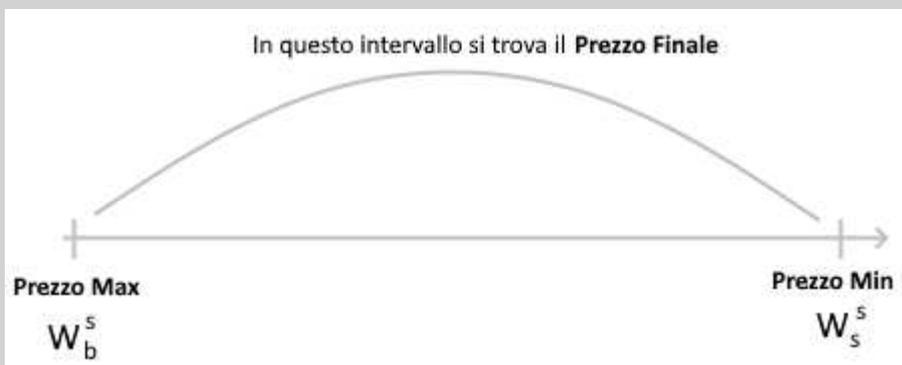


Figura 1. Posizione del prezzo finale (P) pagato dall'acquirente

Il vero valore economico (W), invece si può trovare sia prima di W_b^s , sia nell'intervallo, sia dopo W_s^s . Può essere qualunque valore e quindi qualunque punto della retta.

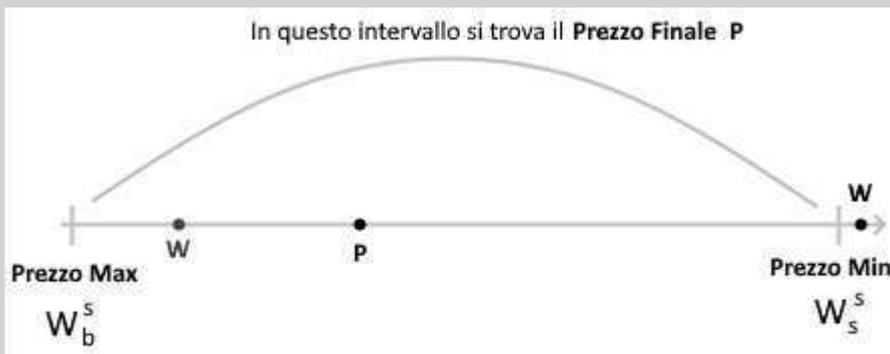


Figura 2. Posizione del valore del capitale economico (W)

Infine, di norma, il prezzo di trasferimento (P) non coincide con il valore economico del capitale (W).

$$W \neq P$$

Questo in quanto P dipende dagli esiti della trattativa tra acquirente e venditore, la quale è influenzata da vari fattori:

- a) Forza contrattuale delle parti:** è la capacità che le parti hanno di influenzare l'ambiente circostante (è diverso acquistare da una grande impresa o da una piccola impresa o da un privato);
- b) Abilità negoziale delle parti:** la figura centrale sono i business lawyer, che riescono ad ottenere delle clausole che svantaggiano l'altra parte o avvantaggiano il rappresentato (es. se gli utili dei prossimi due anni sono $< x$ il venditore deve pagare una penale).
- c) Asimmetrie informative;**
- d) Differente valore delle sinergie ritraibili dall'operazione:** se l'acquirente ha un grande interesse ad acquistare l'azienda sarà disposto a pagarla molto; viceversa vale per il venditore;
- e) Interessi specifici delle parti:** si tratta degli interessi personali (extraeconomici); l'esempio è la vendita di un'azienda ereditata a causa dei litigi tra i vari eredi.

Esiste però un'eccezione alla precedente regola: $W = P$ quando le parti (acquirente e venditore) si impegnano o sono obbligate ad accettare un prezzo fissato da un terzo indipendente. Gli esempi tipici sono le controversie in tribunale (perito scelto dal tribunale) e gli arbitrati (perito scelto da un collegio arbitrale).

c) capitale economico:

l'ottica valutativa è quella del perito indipendente, neutrale rispetto alle parti.

Il capitale economico è pertanto caratterizzato da:

- **Requisito oggettivo**, cioè il trasferimento in senso stretto o in senso lato del complesso aziendale;
- **Requisito soggettivo**, cioè la valutazione deve essere effettuata nell'ottica di un perito indipendente in posizione di terzietà rispetto alle parti.

In assenza di suddetti requisiti non è possibile parlare di capitale economico.

La valutazione del capitale economico è una valutazione definita **stand alone**, definita in tale modo in quanto il perito non tiene conto di due aspetti:

a) Interessi particolari dei soggetti coinvolti nell'operazione: non interessano le motivazioni personali che hanno spinto venditore e acquirente a operare la compravendita (es. voglio vendere così vado a vivere in Brasile);

b) Eventuali sinergie o diseconomie esistenti tra l'azienda target e il gruppo facente capo all'acquirente e al venditore: le sinergie sono i vantaggi derivanti dall'operazione (es. miglioramento della catena produttiva se acquisto l'azienda) e le diseconomie sono gli svantaggi (es. non ho più mercato di sbocco in Giappone se vendo l'azienda).

Pertanto, il capitale economico è una grandezza che presenta le seguenti caratteristiche:

- **Neutralità**, in quanto valutato nell'ottica del perito indipendente;
- **Generalità**, in quanto non tiene conto degli interessi specifici delle parti;
- **Astrattezza**, perché è un valore economico di scambio.

Differenza tra capitale economico e capitale strategico

Il capitale strategico, a differenza del capitale economico, è valutato tenendo conto delle eventuali sinergie, economie e diseconomie che l'acquirente e il venditore possono ritrarre dall'operazione di trasferimento.

Ambiti di applicazione delle misurazioni di valore

La stima del valore economico del capitale è importante per:

a) Funzione di **garanzia nei confronti degli stakeholders**: in diverse operazioni (conferimenti, aumenti di capitale sociale, trasformazione di obbligazioni in azioni, scissioni, alcuni casi di trasformazioni, OPA, privatizzazioni, ecc.), la fissazione di un valore da parte di un esperto indipendente garantisce ai terzi la validità del valore stesso. Lo scopo del perito indipendente è garantire che l'operazione avvenga a prezzi congrui.

b) Necessità di **effettuare un monitoraggio del valore dell'impresa** (value based planning), posto in essere periodicamente al fine di programmare strategie (di lungo termine) di sviluppo (es. convenienza di un'acquisizione), di riorganizzazione (es. necessità di eliminare aree d'affari che deprimono il valore dell'impresa), di ristrutturazione, o di individuare il valore al di sotto del quale l'impresa diventa scalabile e dunque tutela da tale pericolo, ecc.

In questo caso, la valutazione può essere effettuata sia dal perito indipendente che da soggetti interni all'azienda.

c) **Redazione del bilancio d'esercizio**: in precedenza, ciò era vero solo per la redazione del bilancio secondo i principi IAS-IFRS e dunque per le quotate, le quali sono valutate in base al fair value, definito come valore equo e inteso come prezzo di mercato delle azioni o, in assenza di quest'ultimo, come attualizzazione dei flussi attesi.

Oggi, in virtù del D.Lgs. 136/2015, che ha modificato la normativa riguardante il bilancio d'esercizio delle società non quotate e la ha avvicinata alla normativa IAS-IFRS, anche per la redazione del bilancio di tali società si può fare riferimento al valore economico del capitale.

d) **Misurazione della performance aziendale**: si tratta di una valutazione di breve periodo che ha ad oggetto la gestione e viene effettuata ex post valutando il valore economico dell'impresa e la sua variazione (ΔW) anno per anno.

Secondo la teoria della creazione e della diffusione del valore, se la variazione del valore economico è > 0 l'impresa ha creato valore, se è < 0 ha distrutto valore. Tale teoria si è affermata in Italia negli anni '90, è stata sviluppata dal Guatri.

Requisiti delle metodologie di stima del capitale economico

Esistono molteplici metodologie di stima del valore economico del capitale (W), le quali, affinché la stima sia affidabile, secondo la letteratura, devono possedere le seguenti caratteristiche:

a) Razionalità: il metodo di stima deve essere concettualmente valido, cioè ci deve essere una relazione comprovata tra i dati della stima e il valore economico del capitale (il metodo reddituale è il più razionale, mentre i metodi empirici sono quelli meno razionali).

b) Obiettività: la tecnica valutativa deve essere concretamente applicabile nella pratica (deve quindi applicarsi con una formula semplice) e fondarsi su dati credibili.

c) Generalità: la formula valutativa deve prescindere dagli interessi dei soggetti coinvolti nell'operazione; si tratta dunque di un requisito implicito nella configurazione di capitale economico. Vi sono, diversamente, formule che si avvicinano alla configurazione di capitale strategico (Es: valutazione start-up basata su elementi futuri attesi)

d) Stabilità: la metodologia deve fondarsi sull'uso di dati che sono espressione di situazioni contingenti; è necessario dunque utilizzare dati stabili relativi ad archi temporali sufficientemente prolungati.

Nella realtà, non esiste una metodologia di stima valida in assoluto. La metodologia migliore è individuata sulla base di:

- Situazione dell'impresa che viene valutata (es. se è in utile o in perdita);
- Caratteristiche del mercato in cui l'impresa opera (es. concorrenziale o monopolistico);
- Quantità e qualità dei dati disponibili

Premessa sulle modalità applicative delle metodologie di valutazione del capitale economico

Ad eccezione dei metodi patrimoniali, tutti i metodi di valutazione del capitale economico possono essere applicati secondo due differenti approcci:

1) Equity approach to valuation: il valore economico del capitale è stimato in modo diretto e immediato, cioè con una formula la cui incognita è W .

Dunque, ciascuno dei metodi visti (diretti, reddituali, finanziari, misti), presenterà una formula del tipo $W = \dots$

2) Entity approach to valuation: il valore economico del capitale è stimato in via mediata, cioè come differenza tra il Firm Value (FV) e il valore corrente dei debiti finanziari (D). In formula:

$$W = FV - D$$

Quindi l'incognita principale delle formule che seguono tale approccio è il FV. In sostanza, viene calcolato prima il FV usando la formula:

$$FV = D + W$$

e poi, a tale valore, viene sottratto il valore corrente dei debiti finanziari così da ottenere W.

Dunque, ciascuno dei metodi visti (diretti, reddituali, finanziari, misti), presenterà una formula del tipo $FV = \dots$

La scelta tra uno o l'altro approccio (che danno lo stesso risultato) dipende dalla quantità e qualità di dati disponibili.

Metodologie di stima del capitale economico

Le principali metodologie di stima del capitale economico possono essere così sintetizzate:

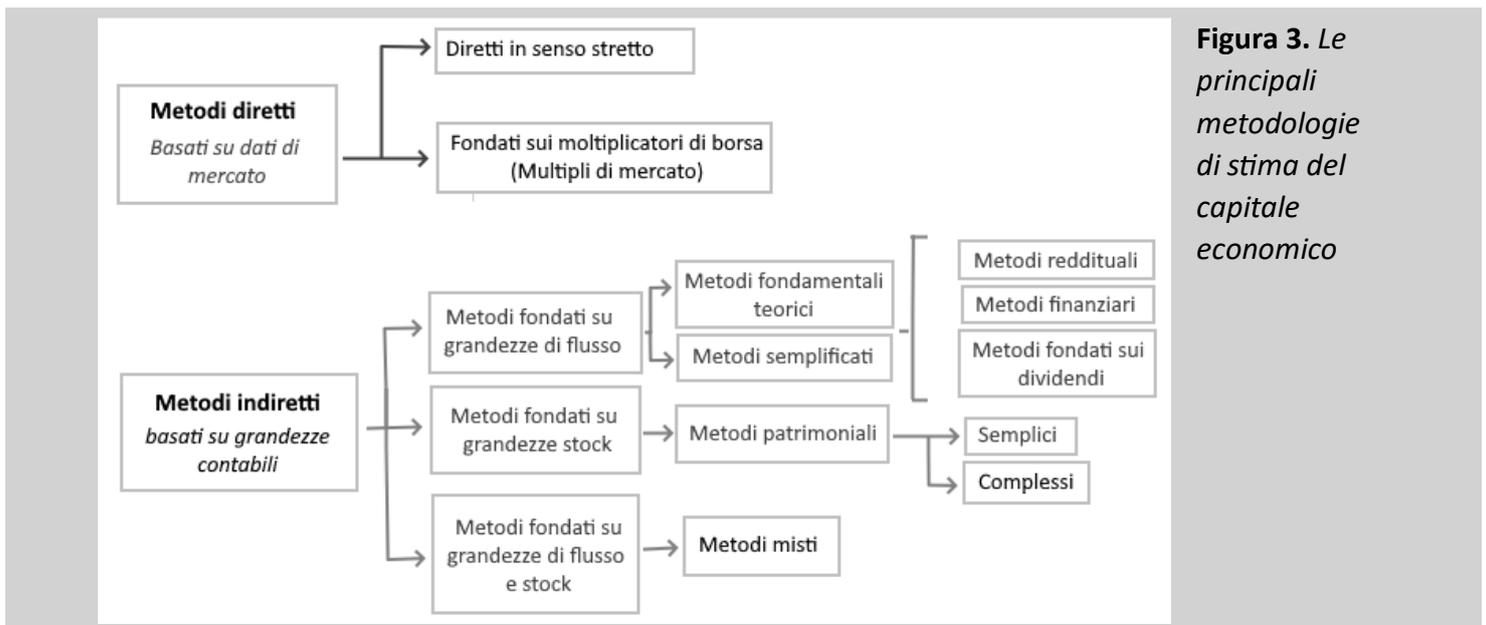


Figura 3. Le principali metodologie di stima del capitale economico

II. I metodi diretti

Essi fondano la stima del valore economico dell'impresa su grandezze desunte dal mercato. Si possono distinguere:

A. Metodi diretti in senso stretto

Si articolano in due categorie a seconda che l'azienda da valutare sia o meno quotata in borsa:

i. Società quotata

Se l'impresa target è quotata in una Borsa Valori, il valore economico del suo capitale sarà pari al valore corrente (valore di mercato) del capitale sociale, cioè la capitalizzazione di Borsa. In formula:

$$W = \sum_{i=1}^n p_i \cdot n_i$$

Dove:

- W = valore economico del capitale
- p_i = prezzo di Borsa (quotazione) delle azioni della i -esima categoria
- n_i = numero di azioni della i -esima categoria
- i = numero di categorie di azioni (sono 4: ordinarie, privilegiate, di risparmio, a favore dei lavoratori)

Il metodo in esame è di facile applicazione, ma occorre porre attenzione alla scelta dei seguenti parametri:

- **Arco temporale:** deve essere medio-lungo per la raccolta e l'analisi dei prezzi delle azioni, allo scopo di soddisfare il requisito della stabilità;
- **Piazza di quotazione:** infatti, ogni società può avere azioni quotate in diverse piazze di quotazione;
- **Omogeneità dei criteri di scelta delle azioni prese a riferimento:** se le azioni ordinarie sono quotate da dieci anni e le azioni privilegiate da sei mesi, è necessario scegliere come periodo di quotazione gli ultimi sei mesi per entrambe.

ii. Società non quotata

Se la società target non è quotata in Borsa, è possibile determinare il suo valore economico confrontandolo con altre società simili che hanno effettuato transazioni di compravendita delle loro quote sul mercato. Quindi, il valore sarà pari alla media aritmetica dei prezzi delle transazioni di queste aziende simili. Si tratta di imprese le cui quote di capitale sono state oggetto, in tempi recenti (2-3 anni), di transazioni (fusioni, acquisizioni). Le informazioni rispetto ai valori di tali operazioni vengono ottenute analizzando apposite banche dati. In formula:

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W_i^s \cdot p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}$$

La formula precedente esprime una media ponderata in quanto questa include anche la formula della media semplice, ottenibile, partendo dalla formula della media ponderata, eguagliando tutti i valori di ponderazione a 1.

dove:

- W = valore economico del capitale
- W_i^s = valore di (o prezzo della) transazione della i -esima società del campione (s = sample = campione)
- p_i = peso assegnato alla i -esima società del campione;

Se tutte le società hanno lo stesso peso, $p_i = 1$.

Per applicare tale formula occorre operare delle accortezze:

- **Il campione deve essere rappresentativo dal punto di vista statistico**, cioè deve essere numericamente adeguato a rappresentare l'universo. Se l'impresa target opera in un mercato frammentato con centinaia di imprese, il campione deve essere composto da un numero elevato di imprese e delle relative transazioni; se invece il mercato presenta pochi operatori (oligopolio), il campione deve essere composto da pochi soggetti.

- **Le imprese del campione devono essere omogenee (tra loro e) nei confronti del target**, cioè devono presentare una dimensione e una situazione simile. Se devo valutare una grande impresa non posso prendere a campione una micro impresa.

- **Le imprese del campione devono essere assimilabili** con la società target in termini di:

- **Dimensione:** devo comparare società di dimensioni simili; la dimensione è misurata da vari parametri (fatturato, numero di dipendenti, totale capitale investito, ecc.);
- **Risultati reddituali:** non è detto che le imprese del campione e il target devono avere lo stesso reddito, ma devo presentare lo stesso trend di redditività degli ultimi 3-5 anni;
- **Struttura finanziaria:** viene misurata con il tasso di indebitamento (Leverage = capitale di credito/capitale proprio), la composizione dei debiti, la presenza di strumenti di finanziamento particolari (prestiti subordinati, mezzanini);

- **I prezzi delle transazioni devono essere tra loro sommabili:** ciò viene attuato relativizzando tali prezzi, cioè esprimendoli come quozienti; in sostanza, vengono rapportati ad una grandezza contabile. Si ottengono in tal modo i cd. multipli di transazioni comparabili. Es. se il bando erasmus venisse vinto da chi ha più esami, sicuramente chi frequenta il primo anno perderebbe la partenza, anche se magari è più meritevole, perché è in corso, di un altro che ha più esami perché sta al quarto anno, ma è fuori corso; in tale caso occorre individuare un multiplo per attuare una valutazione corretta, come ad es. esami fatti/ anni di corso.

Pro e contro dei metodi diretti in senso stretto

Pro

- **Sono obiettivi:** in quanto la formula di facile applicazione e i dati su cui si fonda sono credibili;
- **Sono stabili:** in quanto vengono presi valori relativi a periodi di medio-lungo termine;

Contro

- **Non sono razionali**: in quanto non sempre il valore dell'impresa è pari alla media dei valori di mercato;

- **Non sono neutri**: in quanto il modello si basa, non su valori economici, bensì su (la media di) valori (prezzi) di transazioni, i quali incorporano condizioni soggettive di negoziazioni (es. il soggetto ha venduto una quota a 90000 euro, quando invece valeva molto di più, perché aveva problemi di liquidità e si doveva sbrigare per pagare i fornitori).

B. Metodi Diretti fondati su moltiplicatori di borsa

E' possibili distinguerli in:

1. Semplici

Si fondano sull'ipotesi che imprese tra loro simili presentano rapporti simili tra valore economico del capitale e una grandezza contabile. Danno luogo a metodi di valutazione del tipo equity approach to valuation (infatti, le formule sono del tipo $W = \dots$).

Nella pratica si prende un moltiplicatore (P_s/K_s), che è un numero che riflette la valutazione media delle aziende simili nel settore, e si moltiplica per una grandezza K_t (reddito, patrimonio fatturato o cash flows) dell'azienda in esame. In formula:

$$W = \frac{W_t}{K_t} = \frac{P_s}{K_s}$$

dove:

- W_t = valore economico del capitale della società target
- K_t = grandezza contabile riferita alla società target
- P_s = prezzi di Borsa di un campione di società assimilabili al target
- K_s = grandezza contabile media del campione
- W_t/K_t = moltiplicatore dell'azienda oggetto di stima dato dal rapporto tra il valore economico del capitale della società target e una grandezza espressiva del valore dell'impresa (che può essere utile E, fatturato S, cash flows CF etc)
- P_s/K_s = multiplo medio delle società del campione

Posso esprimere la formula in funzione di W_t :

$$W_t = \frac{P_s}{K_s} \cdot K_t$$

Grandezze contabili utilizzabili

Le grandezze contabili (K_t e K_s , che devono riferirsi allo stesso parametro) utilizzabili nella formula sono:

- **Price on earnings (P/E)**: prende a riferimento l'utile netto (earnings, E);
- **Price on sales (P/S)**: prende a riferimento il fatturato (sales, S);
- **Price on cash flow (P/CF)**: prende a riferimento i cash flows (CF);

- **Price on book value (P/BV):** prende a riferimento il patrimonio netto (book value, BV, cioè il valore contabile del capitale).

La scelta di una tra tali grandezze contabili avviene tenendo presente gli aspetti negativi e positivi che contraddistinguono ognuna di esse:

- **L'earnings (E)** esprime la redditività, cioè la capacità dell'impresa di produrre risultati; è una grandezza significativa e completa tuttavia non è oggettiva poiché risente delle politiche di bilancio che sono, entro certi limiti, discrezionali (es. l'iscrizione o meno di un certo ammortamento comporta un valore diverso del reddito netto). Per essere applicati i redditi devono essere normalizzati (ossia non bisogna tener conto di grandezze straordinarie) e individuati:

- Per un numero minimo di anni (Dai 3 ai 5 anni) per la società oggetto di valutazione
- Utilizzando serie storiche per il moltiplicatore delle società del campione

- Anche il **patrimonio o book value (BV)**, che incorpora il reddito, risente delle politiche di bilancio (poiché comprende l'utile) ed è quindi una grandezza poco oggettiva

- **Il fatturato (S)** è la grandezza maggiormente oggettiva in quanto non è possibile manipolare tale parametro, se non operando una truffa (vendite al dettaglio comprovate dagli scontrini e vendite all'ingrosso dalle fatture). Tuttavia, il limite del fatturato è che non esprime la redditività dell'impresa, la quale può avere un fatturato elevato, ma un reddito molto basso.

- **I cash flow (CF)** sono una grandezza obiettiva ed esprimono la robustezza dell'impresa dal punto di vista finanziario; tuttavia, per essere affidabili, devono essere calcolati su un periodo di tempo elevato (se l'impresa spende nell'esercizio corrente un'enorme somma per un investimento che le garantirà tra dieci anni un ritorno economico molto elevato, ciò può essere valutato solo sul lungo termine, mentre negli esercizi più prossimi si hanno poche entrate). Il periodo di osservazione deve essere lungo (anche 8 o 10 anni). Per il moltiplicatore delle società del campione si possono utilizzare:

- Serie storiche (basati su dati del passato)
- Serie prospettiche (basate su dati attesi)

Bisogna utilizzare o uno o l'altro tipo di serie in base al criterio di coerenza (se il multiplo del campione è storico utilizzo serie storiche)

2. Complessi

Sono metodi di tipo entity approach to valuation, in quanto la stima del valore economico del capitale è effettuata in via mediata, cioè come differenza tra il Firm Value e il valore corrente dei debiti finanziari. Si costruiscono, pertanto, dei moltiplicatori il cui numeratore è rappresentato dal Firm Value.

In formula:

$$W = \frac{FV_t}{K_t} = \frac{FV_s}{K_s}$$

dove:

- FV_t = Firm Value della società target
- FV_s = Firm Value del campione di società comparabili
- K_t = grandezza contabile della società target
- K_s = grandezza contabile del campione di società comparabili

Tali multipli possono essere espressi in maniera più esplicita. Infatti, dato che $FV = \text{totale attivo a valori di mercato} = \text{debiti} + \text{patrimonio}$

$$W = \frac{W_t + D_t}{K_t} = \frac{P_s + D_s}{K_s}$$

dove, ai simboli noti si aggiunge:

- W_t = valore economico del capitale della società target
- D_t = valore corrente dei debiti finanziari della società target
- P_s = prezzo medio di Borsa o valore economico medio del campione delle società comparabili
- D_s = valore corrente medio dei debiti finanziari del campione delle società comparabili

Moltiplico entrambi i fattori per K_t e ottengo:

$$W_t + D_t = \frac{P_s + D_s}{K_s} \cdot K_t$$

dove:

- $W_t + D_t = FV_t$
- $\frac{P_s + D_s}{K_s}$ = multiplo complesso del campione di società comparabili
- K_t = grandezza contabile della società target

Sottraendo ad entrambi i fattori D_t , esprimo la formula in funzione dell'incognita che stiamo cercando, cioè W_t

$$W_t = \frac{P_s + D_s}{K_s} \cdot K_t - D_t$$

Centrale, nell'applicazione di tale formula, è, oltre alla scelta di società comparabili all'interno del campione, la scelta di grandezza contabili adeguate, le quali non possono essere le stesse dei metodi semplici.

Grandezze contabili utilizzabili

Le grandezze contabili utilizzabili nella formula sono:

- Firm Value on EBIT (FV/EBIT)
- Firm Value on EBITD (FV/EBITD)
- Firm Value on EBITDA (FV/EBITDA)

Le principali grandezze contabili nel caso di moltiplicatori complessi quindi sono:

- **EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Deprecations and Amortisation):** cioè il reddito prima di sottrarre tasse, interessi, Deprecations (ammortamento di beni materiali) e Amortisation

(ammortamento di beni immateriali). Anche chiamato Margine Operativo Lordo. E' la **grandezza più obiettiva** in quanto esclude dal calcolo del reddito gli elementi non legati direttamente all'operatività dell'azienda.

- **EBITD (Earnings Before Interest, Taxes and Deprecations)**: cioè il reddito prima di sottrarre tasse, interessi e Deprecations (ammortamento di beni materiali). E' una grandezza via di mezzo: meno obiettiva dell'EBITDA ma meno completa dell'EBIT:

- **EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)**: cioè il reddito prima di sottrarre tasse e interessi. Anche chiamato Reddito Operativo. È la **grandezza più completa** in quanto considera tutti i costi operativi ma anche più aleatoria, in quanto dipende dagli ammortamenti che sono discrezionalmente determinati dalle politiche di bilancio.

Applicazione dei metodi diretti basati su moltiplicatori semplici e complessi

Per applicare correttamente i metodi diretti basati su moltiplicatori semplici e complessi occorre:

1. **selezionare un campione di società comparabili statisticamente significativo**;
2. **verificare l'omogeneità e la comparabilità delle società del campione**: si opera uno studio su queste società e si rilevano i principali dati (dimensione, struttura finanziaria, tasso di indebitamento, fatturato) e si vede se sono omogenee e comparabili;
3. **individuare un'adeguata grandezza contabile**, in base alla situazione specifica (es. nel caso dei moltiplicatori semplici, se campione è costituito da imprese in perdita non utilizzo l'earnings ma il book value; se è costituito da imprese con buone performance utilizzo il fatturato).

Considerazioni sui metodi diretti

I Paesi continentali sono caratterizzati da tante piccole imprese e dalla quotazione di poche imprese. I metodi diretti si sono affermati nei Paesi anglosassoni, nei quali la maggior parte delle imprese è quotata (anche quelle senza scopo di lucro).

I metodi diretti si fondano sulla **teoria dei mercati efficienti**, secondo la quale i prezzi di Borsa riflettono i fondamentali delle società quotate e, pertanto, possono esprimere anche il loro valore economico.

Tale teoria si basa su determinati postulati:

- a) I mercati sono concorrenziali: si ha una concorrenza perfetta e dunque non si hanno monopoli, oligopoli, barriere all'entrata, ecc.
- b) Nei mercati sono scambiati pacchetti di maggioranza;
- c) I mercati sono trasparenti: ciò vuol dire che:
 - Non vi sono asimmetrie informative, e cioè le informazioni sulla società che ha l'azionista sono le stesse che ha l'amministratore delegato, i finanziatori, lo Stato; dunque tutti hanno le stesse informazioni sulla società;
 - Le informazioni hanno costo nullo;
- d) Comportamento razionale degli operatori;

Nella realtà italiana tali postulati non si realizzano; rispettivamente:

a) In Italia il mercato finanziario è poco evoluto e dunque caratterizzato da pochi grandi imprenditori che si spartiscono la fetta più grande del mercato e da centinaia di piccole imprese che si spartiscono quote molto modeste. Quindi, gli operatori non si spartiscono in modo equo le quote di mercato. Le società più grandi sono in mano a pochi grandi gruppi.

b) Nella realtà viene scambiato solo il flottante (10-20% del capitale sociale) e non pacchetti di maggioranza; ciò sia per motivi organizzativi sia giuridici: l'acquisto di una quota rilevante deve avvenire tramite un'OPA;

c) I mercati non sono trasparenti in quanto vi sono enormi asimmetrie informative e le informazioni hanno costi elevati.

d) Nei mercati di Borsa operano gli speculatori i quali non sono razionali ma mirano ad ottenere il capital gain. Il livello di presenza di tali postulati da un'idea dell'efficienza dei mercati.

Il mercato si dice efficiente in forma forte se presenta tutti e quattro i postulati. Ciò non si verificano in nessun Paese, neanche in quelli più evoluti (USA), nei quali si verificano solo alcuni dei postulati. I Paesi più evoluti hanno infatti un'efficienza semi-forte. In Italia si ha un'efficienza debole.

Applicazione metodi diretti

Per applicare correttamente i metodi diretti occorre porre attenzione a una serie di variabili (già descritte in precedenza):

- **Piazza di quotazione:** esistono società quotate in più piazze; sia nell'applicazione dei metodi diretti in senso stretto che per i metodi diretti basati sui multipli è necessario considerare che in ogni piazza si possono avere valori diversi;
- **Arco temporale di riferimento:** è necessario basarsi su dati che fanno riferimento ad un periodo sufficientemente lungo;
- **Modalità di elaborazione dei dati:** è opportuno trovare adeguate metodologie di sintesi dei dati come le medie, semplici o ponderate.

Analisi dei metodi diretti

I metodi diretti risultano deboli sotto i seguenti profili:

- **Razionalità:** la teoria dei mercati efficienti non può essere realizzata pienamente e quindi non sempre esiste la relazione tra fondamentali della società quotata e valori di Borsa; dunque è debole dal punto di vista della consistenza teorica;

- **Neutralità:** i prezzi di Borsa riflettono le condizioni soggettive di negoziazione e dunque la configurazione del capitale di trasferimento che ne deriva non prescinde dagli interessi delle parti.

Viste tali mancanze, i metodi diretti vengono utilizzati, solitamente, non per effettuare valutazioni, bensì per confermare i valori ottenuti con metodi indiretti.

III. I metodi indiretti

I metodi indiretti si distinguono in 3 macrocategorie: metodi indiretti basati su grandezze flusso, su grandezze stock e misti (flusso-stock).

1. Basati su grandezze flusso

Sono formule che prendono in considerazione delle grandezze di flusso (Utile, Flussi finanziari o dividendi) che un'azienda potrebbe generare in futuro e li convertono in un valore presente attuale. Quindi quanto più un'azienda può generare queste grandezze in futuro, tanto più sarà considerata preziosa. Essi, si dividono in:

A. Metodi fondamentali teorici

Prendono spunto da una formula generica, detta formula fondamentale teorica, in virtù della quale il valore economico del capitale è la somma attualizzata di tutti i flussi che l'impresa è in grado di produrre nel tempo.

In formula:

$$W = \sum_{i=1}^n FL_i \cdot v^i$$

dove:

- W = valore economico del capitale
- FL_i = flusso dell' i -esimo anno
- v^i = fattore di attualizzazione

Tale formula, in quanto generica, non specifica quali flussi. E' possibile analizzare gli **specifici** flussi diversi attraverso 3 diverse formule:

I. Formula fondamentale finanziaria teorica

E' la declinazione della formula generale teorica in funzione dei soli flussi finanziari:

$$W = FL_1 \cdot v^1 + FL_2 \cdot v^2 + \dots + FL_{n-1} \cdot v^{(n-1)} + FL_n \cdot v^n$$

Dove:

- $FL_1 + FL_2 + \dots + FL_{n-1}$ = flussi finanziari netti generati dall'impresa negli anni da 1 a n-1
- FL_n = flusso finanziario dell'ennesimo anno comprensivo del valore finale di liquidazione (il quale si ipotizza nullo se n è infinita)
- $v^1 + v^2 + \dots + v^{n-1}$ = fattore di attualizzazione
- n = è il numero di anni di vita dell'impresa

II. Formula fondamentale reddituale teorica

$$W = R_1 \cdot v^1 + R_2 \cdot v^2 + \dots + R_{n-1} \cdot v^{(n-1)} + R_n \cdot v^n + P_n^l \cdot v^n$$

Dove:

- $R_1 + R_2 + \dots + R_{n-1}$ = i flussi di reddito generati dall'impresa negli anni da 1 a n-1

- $v^1 + v^2 + \dots + v^{n-1}$ = fattore di attualizzazione
- P_n^I = valore di realizzo finale dell'azienda, al netto delle riserve formate da utili non distribuiti (il quale si ipotizza nullo se n è infinita)

Nella valutazione di un'azienda, si presume spesso che l'azienda abbia una vita economica finita. Ciò significa che, alla fine del periodo di valutazione considerato, l'azienda cesserà le sue attività o verrà venduta. In questa situazione, può essere rilevante considerare il **valore di realizzo finale**, che rappresenta il valore dell'azienda al momento della liquidazione o della vendita.

Il valore di realizzo finale può essere influenzato da diversi fattori, come la vendita di attività, l'incasso di crediti, la liquidazione di passività e così via. Inoltre, le riserve formate con gli utili non distribuiti possono rappresentare una fonte di valore per l'azienda, che potrebbe essere accessibile al momento del realizzo finale. Pertanto, sommando il valore di realizzo finale al netto delle riserve formate con gli utili non distribuiti, si tiene conto del possibile valore residuo dell'azienda dopo il periodo di valutazione considerato.

III. Formula fondamentale teorica basata sui flussi di dividendi da distribuire

Il valore economico del capitale è pari alla somma attualizzata dei dividendi che l'impresa ha distribuito nel tempo.

$$W = D_1 \cdot v^1 + D_2 \cdot v^2 + \dots + D_{n-1} \cdot v^{(n-1)} + D_n \cdot v^n + P_n \cdot v^n$$

Dove:

- W = valore economico del capitale
- $D_1 + D_2 + \dots + D_{n-1}$ = flussi di dividendi negli n anni di vita dell'impresa
- $v^1 + v^2 + \dots + v^{n-1}$ = fattore di attualizzazione
- P_n = Valore di realizzo finale

In questo caso, dato che i dividendi rappresentano solo la parte di utile distribuita, per calcolare il valore di realizzo finale viene preso in considerazione l'intero PN finale. I dividendi sono una parte del reddito.

Le tre formule fondamentali teoriche in esame sono altamente razionali in quanto considerano i flussi per tutta la vita dell'impresa.

Tuttavia, sono carenti dal punto di vista dell'obiettività perché sono di difficile applicazione in quanto, nella prassi, è impossibile prevedere e misurare i flussi attesi per tutta la vita dell'impresa, che può essere molto lunga. Non sono perciò applicabili nella pratica. Dunque, in conclusione, i metodi fondamentali teorici non vengono applicati. Possono invece essere applicati, e dunque utilizzati per valutare una azienda, i metodi semplificati.

B. Metodi Semplificati

Tali metodi, rispetto a quelli teorici, presentano delle semplificazioni e dunque sono concretamente applicabili. Tali semplificazioni riguardano:

- **Orizzonte temporale di riferimento:** nella previsione dei flussi non si considera un orizzonte infinito ma un orizzonte ≤ 5 anni. Ciò non vuol dire ipotizzare la vita dell'impresa pari solo a 5 anni, ma stimare i flussi solo per massimo 5 anni in quanto nessun parametro è prevedibile oltre i 5 anni.

- **Parametri utilizzati:** i) sono considerati flussi medio-normali e non flussi puntuali; ii) i flussi attesi, anziché calcolati ex-novo, sono dedotti da quelli storici.

- **Valore di realizzo finale:** viene spesso inglobato nei flussi. Infatti, per n tendente all'infinito il valore di realizzo finale tende a zero, in quanto si azzerà nel tempo. Il PN e le riserve tra 100 anni valgono zero.

I metodi semplificati si distinguono in tre macrogruppi: metodi reddituali, finanziari e basati sui dividendi:

1. Metodi Reddituali

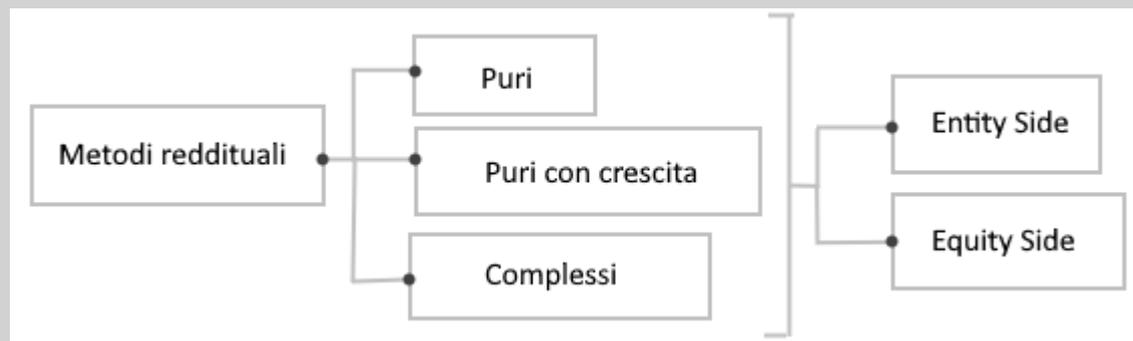


Figura 4. I metodi reddituali

Sono fondati sull'ipotesi che il valore economico del capitale dell'impresa (W) sia pari alla somma attualizzata dei redditi che l'impresa genererà in futuro (formula fondamentale teorica).

Si tratta di metodi altamente razionali in quanto basati sui redditi. Essi si dividono in:

Metodi Reddituali Puri

Viene stimato un unico flusso di reddito medio costante atteso per tutta la vita dell'impresa. L'ipotesi alla base è che l'impresa sia in grado di generare redditi costanti nel tempo. La formula che ne discende è diversa a seconda che si esegua una valutazione equity o entity approach:

Equity approach:

L'anno 0 è l'anno di riferimento della valutazione. Si hanno dunque redditi costanti pari a R ogni anno, che è necessario attualizzare all'anno 0. Si viene a delineare quindi una rendita costante (dove l'elemento costante R è un reddito medio normale atteso) e perpetua (in quanto la vita dell'impresa è ipotizzata infinita). Dunque in formula:

$$W = \frac{R}{i_c}$$

Dove:

- W = valore economico del capitale
- R = reddito medio normale costante atteso
- i_c = tasso di attualizzazione (che nel nostro caso coincide con il tasso di congrua remunerazione)

Tale formula, e dunque le ipotesi sottostanti, si applica nei casi in cui i redditi puntuali (cioè diversi di anno in anno) attesi non sono stimabili in modo ragionevole. Esiste una particolare versione della formula del metodo reddituale puro in esame, e cioè:

Metodi Reddituali Puri con Crescita

In questi casi viene utilizzata la formula di Gordon:

$$W = \frac{R \cdot (1 + g)}{i_c - g}$$

dove, ai simboli noti si aggiunge:

g = tasso di crescita dell'economia (growth)

Tale formula si basa sul fatto che il reddito non è proprio costante nel tempo ma cresce ad un saggio di crescita costante pari a g (nella situazione economia attuale di stallo tale formula ha poco senso).

Entity approach

in tale caso la formula reddituale pura è la seguente:

$$W = \frac{Rop}{i_{wacc}} - D$$

dove:

- W = valore economico del capitale
- Rop = reddito operativo medio costante ateso
- i_{wacc} = tasso di costo medio ponderato del capitale
- $\frac{Rop}{i_{wacc}}$ = FV
- D = valore corrente dei debiti finanziari

La formula è uguale a quella vista con l'equity approach, ma, dato che vengo attualizzati i redditi operativi, si ottiene il FV, al quale occorre sottrarre D per ottenere W.

Metodi reddituali complessi

Vengono stimati redditi puntuali, cioè diversi di anno in anno (dunque non costanti) attesi. Anche qui la vita dell'impresa è ipotizzata infinita, e, come detto, ciò non significa ipotizzare infiniti anche i redditi, altrimenti si avrebbe la formula teorica (inapplicabile nella pratica).

Il metodo in esame si applica quando i redditi puntuali attesi sono determinabili in modo ragionevole e si sviluppa nei seguenti step:

A) si individuano i redditi puntuali attesi per un numero determinato di anni, detto **orizzonte temporale di previsione esplicito**. Esso varia da 3 a 8 anni in quanto, oltre gli 8 anni, le previsioni sono totalmente inattendibili.;

B) si stima **un reddito medio costante di previsione esplicita**.

Anche l'applicazione di questo metodo varia se si attua l'equity o l'entity approach to valuation:

1. Equity Approach

- Anno = anno di valutazione
- Anno k = ultimo anno dell'orizzonte temporale di previsione esplicita
- n è infinito
- $R_1 \neq R_2 \neq R_k$

Dunque i redditi da R1 a Rk devono essere attualizzati all'anno 0.

Nel periodo successivo all'anno k, dato che il reddito viene ipotizzato costante ogni anno e che n tende a infinito, tra k e n ci sono sempre infiniti anni. Dunque, devo attualizzare tutti i redditi infiniti del periodo successivo all'orizzonte di previsione esplicita all'anno k, e poi da k li attualizzo all'anno 0.

$$W = R_1 \cdot v^1 + R_2 \cdot v^2 + \dots + R_k \cdot v^k + \frac{R}{i_c} \cdot v^k$$

moltiplicandoli per v^k attualizzo i redditi R all'anno 0

dove:

- W = valore economico del capitale
- R_1, R_2, \dots, R_k = redditi puntuali attesi nei k anni di previsione esplicita
- R = reddito medio normale atteso nel periodo successivo a quello di previsione esplicita
- v^1, v^2, \dots, v^k = fattori di attualizzazione
- i_c = tasso di attualizzazione (che nel caso di redditi netti è un tasso di congrua remunerazione)

Possiamo osservare che né nel metodo reddituale puro né in quello complesso, né nel caso di equity, né nel caso di entity approach to valuation, viene considerato il valore di liquidazione finale, in quanto per $n \rightarrow \infty$, tale valore tende ad annullarsi.

2. Entity approach

La formula reddituale complessa secondo tale approccio è di difficile applicazione e quindi viene assimilata ad una formula teorica. Per completezza la scriviamo:

$$W = Rop_1 \cdot (1 + i_{wacc})^{-1} + Rop_2 \cdot (1 + i_{wacc})^{-2} + \dots + Rop_n \cdot (1 + i_{wacc})^{-n} - D$$

dove:

- W = valore economico del capitale
- $Rop_1, Rop_2, \dots, Rop_n$ = redditi operativi puntuali attesi per tutti gli n anni di vita dell'impresa
- i_{wacc} = tasso di attualizzazione = costo medio ponderato del capitale
- D = valore corrente dei debiti finanziari

Qualora l'impresa abbia dei saldi di cassa consistenti, sia nella formula pura che nella complessa, entrambi seguendo l'entity approach, D diventa posizione finanziaria netta, cioè D – cassa.

Tale formula non attua una distinzione tra periodo di previsione esplicito e non, ma si basa sulla possibilità di prevedere i redditi attesi per tutta la vita dell'impresa.

c) modalità di calcolo dei flussi di reddito: dato che i flussi reddituali sono flussi normalizzati e attesi, per calcolare il loro valore occorre attuare due step:

1. Normalizzazione dei redditi storici: si tratta di un procedimento che consente di depurare i redditi storici da:

i) componenti straordinari, ossia plusvalenze, minusvalenze, sopravvenienze, insussistenze;

ii) componenti eccezionali, cioè quelli non derivanti dall'effettivo andamento della gestione ma che sono non ricorrenti oppure che sono dovuti a politiche fiscali (es. superammortamento: se l'impresa fa investimenti in determinati settori ha la possibilità di raddoppiare la quota di ammortamento);

iii) politiche di bilancio, le quali consentono di spostare nel tempo costi e ricavi, provocando conseguenze anche sui redditi.

Dunque se applico i metodi reddituali, i redditi, per poter essere attendibili, devono essere depurati da tali elementi

Procedimento di normalizzazione dei redditi storici

Tale procedimento parte dall'ultima voce del CE, il reddito netto contabile

Reddito netto contabile
+ <u>imposte contabili</u>
= reddito lordo contabile
+ componenti straordinari/eccezionali negativi
- <u>componenti straordinari/eccezionali positivi</u>
= reddito lordo normalizzato
- <u>imposte ricalcolate/virtuali*</u>
= reddito netto normalizzato

*Nel calcolo del reddito netto normalizzato, per quanto riguarda il calcolo delle imposte, in teoria si dovrebbero applicare le aliquote previste dalle normative tributarie: si calcola il reddito lordo normalizzato, ci si applica l'aliquota Ires, si opera il calcolo del valore aggiunto ai fini Irap e poi si applica l'aliquota Irap. (Ires + Irap = imposte ricalcolate).

Tuttavia, trattandosi di un calcolo complicato che presuppone la conoscenza delle aliquote corrette e di dati interni della società, per semplicità, vengono individuate le **imposte virtuali**, cioè imposte ricalcolate sulla base dell'aliquota media normalmente pagata dall'impresa.

I componenti straordinari/eccezionali negativi agiscono diminuendo il reddito (es. il superammortamento permette di pagare meno tasse in quanto riduce il reddito) e li devo raggiungere per ottenere il reddito normalizzato.

I componenti straordinari/eccezionali positivi agiscono aumentando il reddito (es. plusvalenza ottenuta vedendo un titolo) e li devo sottrarre per ottenere il reddito normalizzato.

Tra i componenti straordinari/eccezionali positivi e negativi troviamo:

1. Insussistenze (attive e passive): le insussistenze sono componenti straordinari di reddito (costi o ricavi straordinari).

- Se viene meno un'attività si avrà **un'insussistenza passiva** (Es: a causa di un incendio vengono distrutte merci per un valore di 5.000€ - Viene meno un'attività quindi si tratta di insussistenza passiva)
- Se viene meno una passività si avrà **un'insussistenza attiva** (Es: un debito del valore di 3.000€ viene stralciato – Viene meno una passività quindi si tratta di insussistenza attiva).

2. Sopravvenienze (attive e passive): sono componenti straordinari del reddito (costi o ricavi) che sorgono in seguito ad un aumento inatteso di un elemento del patrimonio, attivo o passivo.

- **Sopravvenienza attiva:** quando aumenta un'attività (Es: si riceve un fabbricato del valore di 20.000€)
- **Sopravvenienza passiva:** quando aumenta una passività (Es: l'erario accerta imposte a nostro debito per 1.500€)

3. Plusvalenze e minusvalenze: sono componenti di reddito che si possono verificare solamente in caso di vendita di immobilizzazioni, ossia quei beni che rimangono per lungo tempo all'interno dell'impresa perché non destinati alla vendita.

- **Minusvalenze:** sono date dal minor valore realizzato dalla vendita rispetto al valore contabile del bene (Es: un macchinario ha un valore contabile di 100€ e viene venduto ad 80€. La minusvalenza è 20€)
- **Plusvalenze:** sono date dal maggior valore realizzato rispetto al valore contabile del bene (Es: un macchinario ha un valore contabile di 100€ e viene venduto a 120€. La plusvalenza è 20€)

E' poi possibile presentare alcune osservazioni su tale prospetto:

- non vengono sottratte/aggiunte anche le politiche di bilancio in quanto è molto difficile quantificare il loro impatto.

Inoltre, le valutazioni vengono fatte generalmente da soggetti esterni (periti indipendenti, imprese che vogliono acquisire l'azienda target, i quali non sono neanche a conoscenza delle politiche di bilancio attuate, le quale, infatti, vengono attuate dagli amministratori.

- Nella prassi, tra i componenti negativi eccezionali, vengono considerate anche le cd.

management fees: quando gli amministratori di un'impresa sono anche soci della stessa (ciò accade soprattutto nelle imprese a carattere familiare), essi percepiscono una doppia remunerazione, come soci e come amministratori. Gli amministratori-soci, dunque, percepiscono sia una remunerazione formata dallo stipendio come amministratori sia una remunerazione iscritta come costo ma in realtà costituita da dividendi. Si tratta perciò di dividendi che vengono iscritti in CE come costi per ridurre le imposte, ma in realtà non sono veri e propri costi. Quindi vanno risommate al reddito in quanto componenti negativi.

2. Previsione dei redditi attesi: esistono molteplici tecniche di previsione dei redditi attesi; la dottrina e la prassi

corrente le raggruppano in 4 gruppi principali:

i) Tecnica della media dei dati storici: si ipotizza che i redditi attesi siano pari alla media aritmetica semplice o ponderata dei redditi storici, opportunamente normalizzati e rivalutati. Tale tecnica individua un reddito medio R che si ipotizza uguale in futuro. Tale tecnica è compatibile con la formula reddituale pura. Dopo aver ottenuto il reddito medio R si applica la formula reddituale pura $W = R/iC$.

ii) Tecnica dell'estrapolazione dei dati storici: i redditi attesi sono stimati applicando una funzione statistica di previsione (o di estrapolazione) ai redditi storici, opportunamente normalizzati e rivalutati.

La funzione maggiormente utilizzata è la funzione di regressione lineare semplice (ciò se i redditi presentano un andamento lineare; se hanno un andamento iperbolica si usa la funzione iperbolica, ecc.).

Prima di applicare la funzione occorre verificare l'attendibilità statistica dei dati, cioè verificare che la funzione scelta sia adatta ai dati storici (se ho redditi crescenti nel tempo che aumentano secondo una funzione lineare o decrescenti che diminuiscono secondo una funzione lineare uso funzione lineare; se, al contrario i redditi oscillano molto, non sono approssimabili da una funzione lineare).

Per verificare se la funzione è adatta ad approssimare i dati storici si usa il coefficiente di correlazione di Bravais:

$$r^2 = \frac{\sum s_x \cdot s_y}{\sqrt{\sum s_x^2 \cdot s_y^2}}$$

Dove:

- $\sum s_x \cdot s_y$ = covarianza
- x = variabile indipendente; è il tempo
- y = variabile dipendente, cioè redditi normalizzati e rivalutati
- s_x e s_y = scarti dalla media

I dati sono significativi ed è possibile usare la funzione lineare se $r^2 > 0,5$.

Applicare la tecnica in esame significa ipotizzare non che i redditi attesi siano uguali ai redditi storici, bensì che il trend atteso dei redditi sia uguale al trend storico. La retta di regressione esprime i quadrati degli scarti dalla media. Pertanto, non si avrà un unico valore medio, ma vari valori attesi.

La tecnica dell'estrapolazione dei dati storici è compatibile con la formula reddituale complessa, dove i redditi attesi risultanti dalla regressione sono i redditi puntuali della formula. In genere, si calcolano 3-5 valori. Sia le previsioni sia i dati storici, infatti, non vanno mai oltre i 3-5 anni, rispettivamente avanti e indietro nel tempo.

iii) Tecnica basata sui budget e sui piani aziendali: il perito stima i redditi attesi pari a quelli futuri risultanti dal processo di programmazione aziendale posto in essere dall'azienda stessa, dopo averne verificato la ragionevolezza e l'attendibilità.

In alcuni casi, il perito può effettuare un'analisi di scenario (**scenario analysis**) attribuendo dei coefficienti probabilistici a ciascuno degli scenari analizzati. Quindi, prevede vari possibili andamenti futuri: base case (scenario di base), best case (scenario ottimistico), worst case (scenario pessimistico). Poi prevede i redditi che si avrebbero in ogni scenario e associa a questi una determinata probabilità. Dunque si ha che il reddito atteso di ogni anno è pari al reddito medio dell'anno ponderato per le probabilità.

iv) Tecnica dell'innovazione: con tale metodo il perito stima i redditi attesi osservando l'andamento della gestione e ipotizza che in futuro si verifichino delle condizioni che al momento della stima sono solo possibili (es. entrata in un nuovo mercato, creazione di un nuovo prodotto, cambiamento improvviso dei prezzi). Dunque, si divide la valutazione in due parti: la gestione attuale e la gestione solo possibile. Ciò è accostabile alla fattispecie del capitale strategico (WS).

Dunque, la tecnica dell'innovazione deve essere applicata con molta cautela altrimenti si rischia di giungere ad una valutazione basata su sinergie e opportunità incrementali, e dunque non neutrale.

Una particolare applicazione della tecnica dell'innovazione è il **metodo reddituale virtuale**, in virtù del quale si stimano i redditi attesi dell'impresa target ipotizzando che in futuro essa ottenga performance uguali a quelle dei suoi concorrenti. Pertanto, i redditi attesi vengono calcolati mediante l'attuazione di una ricerca di mercato sui redditi delle altre imprese dello stesso settore.

Tale metodo si applica soprattutto per la valutazione di aziende che operano nell'ottica dell'economicità di gruppo: la società A produce gomme e le vende a B, appartenente allo stesso gruppo di A, la quale produce auto; A ha redditi bassissimi. La valutazione di A non si deve basare sui programmi aziendali, né sui redditi attuali o storici, bensì in base ai redditi che avrebbe se operasse sul mercato e non nell'ottica dell'economicità del gruppo. Ciò si attua analizzando i redditi delle imprese simili.

2. Metodi finanziari

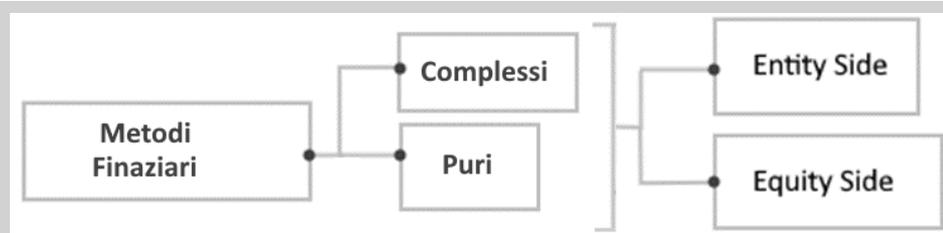


Figura 5. I metodi finanziari

Nascono da semplificazioni apportate alla formula fondamentale teorica, secondo cui il valore del capitale economico W è pari alla sommatoria dei flussi finanziari attualizzati che l'impresa genererà in futuro.

$$W = FL_1 \cdot v^1 + FL_2 \cdot v^2 + \dots + FL_{n-1} \cdot v^{(n-1)} + FL_n \cdot v^n$$

Dove:

- W = valore economico del capitale
- FL_n = flusso di cassa dell' i -esimo anno
- v^n = fattore di attualizzazione

Per poter applicare concretamente il metodo finanziario è necessario apportare delle semplificazioni che riguardano:

a) Durata dei flussi finanziari (simile a quello visto per i metodi reddituali): la vita dell'impresa è sempre ipotizzata infinita ad eccezione dei casi in cui l'operatività dell'impresa dipende da contratti o concessioni con durata limitata nel tempo (es. stabilimento balneare).

Ipotizzare illimitata la vita dell'impresa non significa comunque stimare flussi finanziari puntuali per n anni (con n che tende a ∞), ma si stimano puntuali per un certo periodo e poi per il restante del tempo vengono approssimati.

b) Configurazione dei flussi finanziari (simile a quello visto per i metodi reddituali):

1. Metodo puro:

si considera un unico flusso di cassa medio atteso ipotizzato costante per tutta la vita dell'impresa. L'ipotesi di base, dunque, è che l'impresa sia in grado di generare flussi finanziari costanti nel tempo. Tale ipotesi è più forte dell'ipotesi dei redditi costanti nel tempo perché un'impresa può avere per sua natura redditi costanti nel tempo (es. ristorante che esiste da 150 anni ha la stessa clientela, ricavi stabili, tutti i coperti pieni e spesa media per cliente fissa, costi fissi costanti; inoltre il ristorante è un'attività anticiclica n quanto va bene anche con la crisi) oppure produrre redditi non costanti e renderli tali attraverso politiche di bilancio.

Al contrario, i flussi finanziari hanno un andamento ciclico: le entrate e le uscite per materie prime sono costanti, però le uscite per macchinari non lo sono (dal punto di vista finanziario c'è un'importante uscita quando si acquista il macchinario, poi per anni niente e infine una grande entrata quando si vende il macchinario). Dunque i flussi finanziari sono ciclici e dipendono dalla natura del business (es. i software usati dalle imprese informatiche durano due anni).

Al contrario, vi sono imprese per le quali il ciclo degli impianti ha una durata elevata (es. per le imprese che operano nel business dell'energia elettrica e per le imprese petrolifere gli impianti si deteriorano in 50 anni).

Tali imprese registrano un flusso molto alto nel momento dell'investimento, poi flussi bassissimi costanti per molti anni e poi di nuovo un flusso alto quando ricomprano l'impianto.

Nel metodo puro possono essere applicati due diversi approcci:

i) Equity approach: in cui il valore economico del capitale (W) è pari al valore attuale di una rendita perpetua. Trattandosi di un metodo finanziario occorre considerare, oltre ai flussi cassa che entrano ogni anno, anche la cassa e banca iniziale. Da tale approccio derivano i metodi fondati sui flussi di cassa netti (o complessivi) disponibili (FCND) (o flussi leverade). Tali flussi indicano l'ammontare di liquidità disponibile (cioè prelevabile dagli azionisti senza compromettere

l'andamento della gestione - riserve libere o utili - e senza creare imbarazzi finanziari) complessivamente generata.

In formula:

$$W = \frac{CA}{BA_{IN}} + \frac{FCND}{i_c}$$

Dove:

- W = Valore economico del capitale
- $\frac{CA}{BA_{IN}}$ = cassa o banca iniziale, cioè il valore della liquidità alla data della valutazione
- $FCND$ = flusso di cassa netto disponibile
- i_c = tasso di congrua remunerazione

ii) Entity approach: da questo approccio derivano i metodi fondati sui flussi di cassa operativi (o della gestione operativa) (FCGO) (o flussi unleverade): tali flussi non tengono conto della gestione finanziaria (es, uscite per oneri finanziari, entrate per accensione di debiti, uscite per rimborso debiti, entrate per proventi finanziari). Secondo tale approccio la formula del metodo finanziario puro è:

$$W = \frac{CA}{BA_{IN}} + \frac{FCGO}{i_{wacc}}$$

Con:

$$\frac{FCGO}{i_{wacc}} = FV$$

Dato che:

$$D + \frac{CA}{BA_{IN}} = \text{posizione finanziaria netta (PFN)}$$

Allora:

$$W = \frac{FCGO}{i_{wacc}} - PFN$$

Dove:

- W = Valore economico del capitale
- FCGO = **flusso finanziario della gestione operativa costante atteso**
- PFN = posizione finanziaria netta al momento della valutazione
- i_{wacc} = tasso di costo medio ponderato del capitale (è uguale a i_c)

2. Metodo Complesso:

Nel metodo complesso si stimano i flussi puntuali attesi per il periodo di previsione esplicita (di solito di 3-8 anni, ma può essere esteso in funzione del ciclo degli impianti) e poi si stima il flusso di cassa medio costante.

Il metodo finanziario complesso si applica nel caso in cui i flussi finanziari attesi siano stimabili in modo analitico e puntuale per un determinato numero di anni, cioè l'orizzonte di previsione esplicita. Distinguiamo due approcci:

i) Equity approach:

$$W = \frac{CA}{BA_{IN}} + FL_1 \cdot v^1 + FL_2 \cdot v^2 + \dots + FL_k \cdot v^k + \frac{FL}{i_c} \cdot v^k$$

dove:

- W = valore economico del capitale;
- $\frac{CA}{BA_{IN}}$ = stock di liquidità al momento della valutazione (la liquidità è una grandezza stock e dunque deve essere riferita ad un preciso momento e non ad un periodo come l'anno);
- FL_1, FL_2, \dots, FL_k = flussi finanziari puntuali attesi nel periodo di previsione esplicita
- k = numero di anni di previsione esplicita;
- FL = flusso finanziario medio costante atteso nel periodo successivo a quello di previsione esplicita;
- v^1, v^2, \dots, v^k = fattori di attualizzazione;
- i_c = tasso di congrua remunerazione.

ii) Entity approach:

Come visto per la formula reddituale complessa, l'approccio entity side produce una formula teorica di difficile applicazione:

$$W = FCGO_1 \cdot (1 + i_{wacc})^{-1} + FCGO_2 \cdot (1 + i_{wacc})^{-2} + \dots + FCGO_n \cdot (1 + i_{wacc})^{-n} - PFN$$

c) modalità di calcolo dei flussi finanziari (diverso da quello visto per i metodi reddituali)

Come abbiamo già visto esistono due tipi di flussi di cassa a seconda che si utilizza l'approccio equity o entity:

1. Approccio Equity: abbiamo i **flussi di cassa netti disponibili o flussi levered**. Sono flussi finanziari complessivamente generati dalla gestione di risorse disponibili (ovvero prelevabili dai soci senza pregiudicare l'equilibrio finanziario).

2. Approccio Entity: abbiamo i flussi di cassa lordi o della gestione operativa o flussi unlevered.

Per calcolare i flussi finanziari esistono differenti tecniche, bisogna però prima capire la composizione dei flussi monetari. Si distinguono in due tipologie:

Flussi in entrata, che aumentano la liquidità e sono derivanti da:

- **Azionisti:** tramite apporti di capitale sociale e riserva sovrapprezzo delle azioni (flussi degli azionisti)
- **Creditori:** per accensione di debiti finanziari (flussi finanziari)

- **Clienti:** incasso dei ricavi e crediti di funzionamento (flussi operativi)

Flussi in uscita: che diminuiscono la liquidità e sono derivanti da:

- **Flussi operativi:** sono i costi
- **Flussi finanziari:** rimborso dei debiti finanziari ed eventuali oneri finanziari associati
- **Flussi degli azionisti:** rimborsi di capitale e dividendi
- **Flussi per imposte**

La variazione della liquidità sarà quindi data dalla differenza tra il saldo finale e il saldo iniziale, ovvero dalla differenza tra i flussi in entrata e i flussi in uscita:

$$\begin{aligned}\Delta L &= \text{flussi in entrata} - \text{flussi in uscita} \\ &= Fl_{op} + Fl_{fin} + Fl_{az} + FL_{imp} =\end{aligned}$$

Dove:

$$Fl_{op} = E_{op} - U_{op}$$

$$Fl_{fin} = E_{fin} - U_{fin}$$

$$Fl_{az} = E_{az} - U_{az}$$

$$FL_{imp} = U_{imp}$$

Esistono 3 diverse tecniche di calcolo dei flussi di cassa:

1) Tecnica fondata sui mastri di cassa, cioè sulle movimentazioni dei conti accesi alle liquidità (cassa e banca)

	Cassa/Banca	
	Dare	Avere
	Saldo Iniziale (SI)	
Flussi operativi	Entrate operative (E_{op})	Uscite operative (U_{op})
Flussi finanziari	Entrate finanziarie (E_{fin})	Uscite operative (U_{fin})
Flussi da/per azionisti	Entrate degli azionisti (E_{az})	Uscite degli azionisti (U_{az})
Flussi per imposte		Uscite per imposte (U_{imp})
		Saldo Finale (SF)

Dunque, cassa e banca hanno un saldo iniziale, poi vengono alimentate da valori numerari attivi e passivi (entrate e uscite trattandosi di liquidità).

Nella posta flussi operativi in dare si parla di riscossione di crediti di funzionamento: infatti i crediti possono essere incassati subito o dilazionati; in quest'ultimo caso si parla di crediti di funzionamento (o commerciali).

Come visto precedentemente

$$\Delta \frac{CA}{BA} = SI - SF = Fl_{op} + Fl_{fin} + Fl_{az} + FL_{imp}$$

Si tratta di “+” algebrici in quanto i flussi possono essere sia positivi sia negativi, tranne per le imposte che possono essere solo uscite per l’impresa e quindi possono avere solo segno negativo.

Quando abbiamo parlato del flusso di cassa netto disponibile, FCND, si è detto che si tratta dell’ammontare prelevabile dagli azionisti (cioè la liquidità e il flusso per gli azionisti, qualora vi sia).

Pertanto, nell’ottica dell’imprenditore

$\Delta \frac{CA}{BA} - Fl_{az}$ Dove Fl_{az} è uguale alla somma di:

$Fl_{az} = \text{Aumenti di Capitale sociale} + \text{Distribuzione di dividendi} - \text{Diminuzioni di capitale sociale}$

Ossia: $\Delta \frac{CA}{BA} - Fl_{az} = Fl_{op} + Fl_{fin} - Fl_{imp}$

2) Tecnica fondata su due situazioni patrimoniali consecutive

L’individuazione di FCND è operata mediante il confronto di due situazioni patrimoniali consecutive.

		Stato Patrimoniale al 31/12/x					
		Attività	Passività e netto				
L1	Cassa e Banca	Capitale Sociale		L2	Cassa e Banca	Capitale Sociale	
A1	Immobilizzazioni Nette	Riserve	P1	A2	Immobilizzazioni Nette	Riserve	P2
	Capitale Circolante Netto	Utile			Capitale Circolante Netto	Utile	
		Debiti Finanziari				Debiti Finanziari	
		Debiti Tributari				Debiti Tributari	
		TFR				TFR	
	Fondo Rischi		Fondo Rischi				
	Tot Attività	Tot. Passività e netto			Tot Attività	Tot. Passività e netto	

Attività

Le attività sono iscritte in SP in ordine di liquidità:

- CA/BA: sono le attività più liquide (L1 = liquidità anno 1);
- capitale circolante netto: si tratta dell’attivo corrente al netto delle passività correnti (cioè debiti di funzionamento); è un po meno liquido della CA/BA (A1 = attività anno 1);
- Immobilizzazioni nette: sono dunque al netto dei fondi di ammortamento (A1)

Passività e netto

Utili: ipotizziamo che l’impresa sia in utile;

Debiti per TFR: debiti vs dipendenti

La variazione della liquidità si ottiene dalla differenza tra variazione di passività e variazione di attività:

$$\Delta CA/BA (= \Delta LIQ) = \Delta P - \Delta A$$

Dove:

- $\Delta P = P_2 - P_1$
- $\Delta A = A_2 - A_1$

In termini analitici abbiamo:

$$\Delta \frac{CA}{BA} = \Delta CS + \Delta RIS + \Delta UTILI + \Delta DEB. FIN + \Delta DEB. TRIB + \Delta TFR + \Delta FON. RISCHI - \Delta CCN - \Delta IMM. NETTE$$

Ora raggruppiamo le voci che interessano gli azionisti. Infatti stiamo ancora analizzando le variazioni di liquidità; non siamo ancora arrivati al flusso di cassa netto disponibile.

Per arrivare al FCND, come abbiamo fatto precedentemente, è necessario fare alcuni passaggi.

Portiamo ΔCS e ΔRIS a sinistra dell'uguale:

$$\Delta \frac{CA}{BA} - \Delta CS - \Delta RIS =$$

$$= +\Delta UTILI + \Delta DEB. FIN + \Delta DEB. TRIB + \Delta TFR + \Delta FON. RISCHI - \Delta CCN - \Delta IMM. NETTE$$

Poi esprimiamo $\Delta UTILI$ come $UTILE2 - UTILE1$

$$\Delta \frac{CA}{BA} - \Delta CS - \Delta RIS = UTILE2 - UTILE1 + \Delta DEB. FIN + \Delta DEB. TRIB + \Delta TFR + \Delta FON. RISCHI - \Delta CCN - \Delta IMM. NETTE$$

Analizziamo ΔCS : vediamo che vuol dire la variazione di capitale sociale con segno negativo:

$$- \Delta CS = - \text{APPORTI DI CS} + \text{RIMBORSI DI CS (cioè meno aumenti e più diminuzioni di capitale sociale)}$$

Analizziamo ΔRIS

Nell'azienda ci sono due grandi gruppi di riserve:

i) riserve formate con utili non distribuiti;

ii) riserve formate con versamenti dei soci: sono riserve sovrapprezzo azioni. Quando i soci sottoscrivono capitale sopra la pari, cioè per acquistare capitale che vale 100 devono pagare 102, 100 vanno nella voce capitale sociale e 2 vanno nella riserva sovrapprezzo azioni; è l'unica riserva che aumenta/diminuisce con esborsi/rimborsi di denaro da parte dei soci. Dunque:

$$- \Delta RIS = - \Delta RIS \text{ SOVRAPREZZO AZ} - \Delta \text{ALTRE RIS (cioè ris legale, straordinaria, ecc.)}$$

Analizziamo $UTILE1$ e $UTILE2$

Per quanto riguarda $UTILE2$, non sappiamo come viene distribuito in quanto siamo al 31/12/2 e in questa data l'utile è stato solo rilevato; la distribuzione dell'utili avverrà in sede di approvazione del bilancio. Dunque $UT2$ non registra variazioni.

UT1 invece è stato creato da un anno e dunque sappiamo già come è stato usato. Gli usi a cui si può destinare l'utile sono due: dividendo agli azionisti o accantonamento a riserva (dunque fa variare le riserve).

Pertanto:

$$- UTILE1 = - DIV - \Delta ALTRE RIS$$

Dunque, tornando alla formula precedente:

$$\Delta CA/BA - \Delta CS - \Delta RIS = UTILE2 - UTILE1 + \Delta DEB FIN + \Delta DEB TRIB + \Delta DEB TFR + \Delta FONDI RISCHI - \Delta IMM NETTE - \Delta CCN$$

sostituendo le voci appena analizzate otteniamo che:

$$\Delta CA/BA - APPORTI DI CS + RIMBORSI DI CS - \Delta RIS SOVRAPREZZO AZ - \Delta ALTRE RIS = UTILE2 - DIV - \Delta ALTRE RIS + \Delta DEB FIN + \Delta DEB TRIB + \Delta DEB TFR + \Delta FONDI RISCHI - \Delta IMM NETTE - \Delta CCN$$

- $\Delta ALTRE RIS$ e - $\Delta ALTRE RIS$ si eliminano in quanto, anche se hanno tutte e due segno negativo, si trovano in parti opposte dell'equazione.

Otteniamo dunque:

$$\Delta CA/BA - APP DI CS + RIMB DI CS - \Delta RSA = UTILE2 - DIV + \Delta DEB FIN + \Delta DEB TRIB + \Delta DEB TFR + \Delta FONDI RISCHI - \Delta IMM NETTE - \Delta CCN$$

Porto i dividendi (DIV) da destra a sinistra e quindi li cambio di segno e sostituisco aumenti e diminuzioni di RIS e CS con frecce. E' quindi possibile calcolare i FCND:

$$FCND = \Delta CA/BA - \uparrow CS + \downarrow CS - \uparrow RSA + \downarrow RSA + DIV = UTILE2 + \Delta DEB FIN + \Delta DEB TRIB + \Delta DEB TFR + \Delta FONDI RISCHI - \Delta IMM NETTE - \Delta CCN$$

Questa equazione è formata da due formule che ci danno due possibili modalità di calcolo dei FCND; abbiamo dunque due tecniche:

a) Tecnica sintetica: evidenzia i flussi che interessano gli azionisti

$$FCND = \Delta CA/BA - \uparrow CS + \downarrow CS - \uparrow RSA + \downarrow RSA + DIV$$

b) Tecnica analitica: mostra le cause che determinano i flussi che interessano gli azionisti (variazioni debiti, variazioni immobilizzazioni, variazioni fondi, ecc.).

$$FCND = UTILE2 + \Delta DEB FIN + \Delta DEB TRIB + \Delta DEB TFR + \Delta FONDI RISCHI - \Delta IMM NETTE - \Delta CCN$$

3) Tecnica fondata su due situazioni patrimoniali consecutive e un CE: per applicare questa tecnica è necessario avere, oltre agli SP di due esercizi successivi, anche un CE del secondo anno.

Questa tecnica parte dalla formula analitica vista prima. Dunque, si consideri la tecnica analitica della formula precedente:

$$FCND = UTILE2 + \Delta DEB FIN + \Delta DEB TRIB + \Delta DEB TFR + \Delta FONDI RISCHI - \Delta IMM NETTE - \Delta CCN$$

Ora scriviamo il CE dell'anno 2:

Ricavi operativi
- Costi operativi
= Redditi operativi
- Oneri finanziari
= reddito lordo
- Imposte
= reddito netto (UTILE2)

Vi sono delle ipotesi semplificatrici:

- Dato che i CE che si usano per la valutazione sono normalizzati, i componenti straordinari di reddito non ci sono;
- Supponiamo che non siano svalutazioni e rivalutazioni;
- Non ci sono proventi finanziari (solo oneri finanziari dopo il reddito operativo).

Analizziamo le imposte: come si formano le imposte che si iscrivono in bilancio?

Le società, quando versano il saldo di un anno pagano anche l'acconto dell'anno dopo. In realtà pagano due acconti, quello prima dell'estate e quello a novembre/dicembre. Dunque la prima quota che forma le imposte sono gli acconti. A dicembre, quando redigono il bilancio, le società devono accantonare delle somme in base a quello che presumono di dover pagare: si tratta degli stanziamenti (31/12). Dunque, il 31/12 stanziamento delle somme per il saldo delle imposte. Però potrà anche capitare che la società dovrà fare versamenti ulteriori rispetto a quello che ha stanziato: questi versamenti rilevano, oltre a un'uscita, anche un costo di esercizio. Si rilevano dunque i versamenti eccedenti gli stanziamenti. Pertanto:

- imposte = - acconti – stanziamenti (31/12) – versamenti eccedenti gli stanziamenti

Analizziamo ΔDEB TRIB

I Debiti tributari servono come una sorta di fondo dove vengono messi da parte alcuni dei guadagni (tramite stanziamenti) per pagare le tasse quando arriva il momento. Solo in quel momento i debiti tributari vengono utilizzati (utilizzi).

$\Delta\text{DEB TRIB} = + \text{stanziamenti} - \text{utilizzi}$

Riscriviamo la formula analitica tenendo conto delle ultime considerazioni e cioè sostituendo a UT2 reddito operativo – oneri finanziari - imposte, acconti, stanziamenti e versamenti eccedenti gli stanziamenti, a $\Delta\text{DEB TRIB}$ stanziamenti e utilizzi. Si avrà:

$\text{FCND} = \text{reddito operativo} - \text{oneri finanziari} - \text{acconti} - \text{stanziamenti} - \text{versamenti eccedenti gli stanziamenti} + \text{stanziamenti} - \text{utilizzi} + \Delta\text{DEB FIN} + \Delta\text{DEB TFR} + \Delta\text{FONDI RISCHI} - \Delta\text{IMM NETTE} - \Delta\text{CCN}$

Nella formula ci sono – stanziamenti e + stanziamenti: si possono eliminare.

Inoltre, - acconti – versamenti eccedenti gli stanziamenti – utilizzi vengono definite complessivamente imposte pagate. E' possibile riscrivere la formula facendo le sostituzioni appena viste:

$$FCND = \text{reddito operativo} - \text{oneri finanziari} - \text{imposte pagate} + \Delta\text{DEB FIN} + \Delta\text{DEB TFR} + \Delta\text{FONDI RISCHI} - \Delta\text{IMM NETTE} - \Delta\text{CCN}$$

E' possibile incolonnare queste voci:

Reddito operativo (RO)
- Imposte pagate
= RO al netto delle imposte pagate*
+ $\Delta\text{DEB TFR}^{**}$
+ $\Delta\text{FONDO RISCHI}^{**}$
- ΔCCN^{**}
= FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE CORRENTE
- $\Delta\text{IMM NETTE}$
= FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE OPERATIVA (FCGO)***
+ $\Delta\text{DEB FIN}$
- oneri finanziari
= FLUSSO DI CASSA NETTO DISPONIBILE (FCND)****

- * Non è un reddito operativo netto perché abbiamo tolto non le imposte di competenza ma le imposte pagate
- ** Sono voci correnti e infatti sottraendole al RO otteniamo il flusso di cassa della gestione corrente
- *** è un flusso unlevered
- **** è un flusso levered

Considerazioni

Tra le 3 tecniche analizzate quest'ultima è la migliore dal punto di vista pratico perché in un unico prospetto trovo sia il FCND che il FCGO. Infatti, tale tecnica è quella maggiormente usata dalle società di consulenza. Tuttavia, tale tecnica ha una debolezza: nella formula non compaiono le imposte di competenza ma solo le imposte pagate. E' una debolezza perché le imposte pagate non si evincono dal bilancio di esercizio, per cui il soggetto che valuta W (perito indipendente o qualcun altro) dovrà disporre, oltre che di due SP e di un CE, anche delle dichiarazioni dei redditi (modelli unici) della società valutanda.

IV. Tasso di congrua remunerazione e di costo medio ponderato del capitale

Premessa: il tasso sulla base del quale si attualizzano i flussi attesi (sia reddituali sia finanziari) è scelto ispirandosi alla **legge della coerenza tra flussi e tassi**, in cui ogni flusso possiede un proprio tasso di attualizzazione da utilizzare altrimenti la valutazione viene completamente sbagliata.

Tale legge crea dunque una corrispondenza tra tipologie di flussi e tipologie di tassi:

- Flussi (reddituali o finanziari) netti (cioè **leverade**, dunque equity approach to valuation) sono attualizzati al **tasso di congrua remunerazione (ic)**;
- Flussi (reddituali o finanziari) operativi (cioè **unleverade**, dunque entity approach to valuation) sono attualizzati al **tasso di costo medio ponderato del capitale (wacc)**;
- **Flussi (reddituali o finanziari) al netto di imposte** sono attualizzati a **tassi netti** (per elidere l'effetto fiscale);
- **Flussi al lordo di imposte** sono attualizzati a **tassi lordi**;
- **Flussi nominali** (cioè senza considerare l'effetto dell'inflazione) sono attualizzati a **tassi nominali**;
- **Flussi reali** (cioè espressi in moneta dell'anno di valutazione – corrente) sono attualizzati a **tassi reali**;
- **Flussi storici** sono attualizzati a **tassi storici**;
- **Flussi prospettici** sono attualizzati a **tassi prospettici**.

1. Stima del tasso di congrua remunerazione i_c

Il tasso di congrua remunerazione (i_c), con il quale si attualizzano i flussi leverade, è il tasso di rendimento degli investimenti alternativi (a quello nell'impresa target) migliori, tenuto conto del rischio e del lavoro imprenditoriale.

Ossia: quanto otterrei se invece di investire nell'azienda investissi in uno dei migliori investimenti alternativi?

In formula:

$$i_c = i_1 + i_2 + i_3$$

dove:

- i_c = tasso di congrua remunerazione
- i_1 = risk free rate
- i_2 = tasso di remunerazione per il rischio
- i_3 = tasso di remunerazione per il lavoro imprenditoriale

Nella prassi i_3 non si calcola mai. Pertanto:

$$i_c = i_1 + i_2$$

Stima del risk free rate (i_1)

Il risk free rate è il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio. Dunque misura esclusivamente il costo opportunità del capitale. Nella realtà attuale non esistono investimenti privi di rischio (con il bail-in infatti anche i depositanti rischiano in caso di fallimento delle banche).

Pertanto il risk free rate è approssimato al tasso di rendimento dei titoli di Stato dei Paesi industrializzati che rappresentano investimenti a rischio tendenzialmente nullo. Ovviamente vengono presi a riferimento titoli di Stato a medio-lungo termine perché la durata della vita dell'impresa è ipotizzata medio-lunga. In genere, si prende come risk free rate il tasso di rendimento dei titoli di Stato del Paese in cui opera l'impresa (BTP, CCT).

Se l'impresa ha sede in un Paese a rischio viene scelto il tasso di rendimento del Paese industrializzato più vicino geograficamente o per rapporti commerciali.

I tassi considerati devono essere calcolati al netto dell'imposizione fiscale se i flussi sono al netto delle imposte:

$$i_{netto} = i_{lordo} \cdot (1 - t)$$

Dove:

- i_{netto} = tasso netto
- i_{lordo} = tasso lordo

t = percentuale di imposizione fiscale (In Italia l'imposizione sui titoli di Stato t = 12,5%)

Dunque in Italia sarebbe:

$$i_{netto} = i_{lordo} \cdot (1 - 0,125)$$

$$i_{netto} = i_{lordo} \cdot 0,875$$

Come detto precedentemente di deve essere coerenza tra tassi nominali/reali e flussi nominali/reali. I tassi di rendimento dei titoli di Stato (pubblicati sul sito del Ministero de Tesoro) sono tassi nominali, cioè riferiti all'anno in cui si sono verificati.

Se i flussi sono reali (cioè espressi in moneta corrente) occorre calcolare i tassi reali mediante la seguente formula:

$$i_{reale} = \frac{i_{nom} - i_{infl}}{1 + i_{infl}}$$

dove:

- i_{reale} = tasso reale
- i_{nom} = tasso nominale
- i_{infl} = tasso di inflazione

Stima del tasso di remunerazione per il rischio (i_2)

Nel tempo sono state sviluppate molteplici tecniche:

1) Tecnica di Stoccarda: è totalmente in disuso. Si fonda sull'assunto che attualizzare un flusso aleatorio ad un tasso comprensivo del rischio equivale ad attualizzare un flusso certo ad un tasso risk free.

In formula:

$$\frac{FL_A}{i_1 + i_2} = \frac{FL_C}{i_1}$$

dove:

FL_A = flusso aleatorio

FL_C = flusso certo

La tecnica di Stoccarda aggiunge un'altra assunzione: ipotizza anche che il flusso certo può essere espresso in funzione del flusso aleatorio (dove il flusso certo sarà ovviamente più basso del flusso aleatorio). Dunque, il flusso certo è pari al flusso aleatorio diminuito di una percentuale X di abbattimento per il rischio:

$$FL_C = FL_A \cdot (1 - X)$$

Sostituendo nella formula precedente FL_C con tale espressione si ha che:

$$\frac{FL_A}{i_1 + i_2} = \frac{FL_A \cdot (1 - X)}{i_1}$$

FL_A si elimina e moltiplico tutto per i_1 e ottengo:

$$\frac{i_1}{i_1 + i_2} = (1 - X)$$

Moltiplico per $i_1 + i_2$ da entrambe le parti:

$$i_1 = (1 - X) \cdot (i_1 + i_2)$$

Moltiplico:

$$i_1 = i_1 + i_2 + Xi_1 + Xi_2$$

Prendo a fattor comune la X:

$$i_2 = i_1 \cdot \frac{X}{1 - X}$$

Questa formula dice che il tasso di rischio i_2 è funzione di una parte del tasso privo di rischio.

Ipotizziamo $X = 30\%$ è flusso certo = flusso aleatorio – 30%.

Quindi: $i_2 = i_1 (0,3/0,7)$

Questa formula oggi è assurda perché i_1 è $< 0\%$.

Questa tecnica aveva senso negli anni '80, quando i_1 era il 12%

Quindi: $i_2 = 12\% (0,3/0,7) = 5,57\%$

Con tassi che tendono a zero la tecnica in esame non ha senso.

Inoltre, già anni fa tale tecnica aveva una debolezza: generalizzava il rischio d'impresa. Era assurdo pensare che una grande società affermata avesse lo stesso rischio di una piccola start up costituita da poco. Dunque considera il rischio generale d'impresa ma non il rischio specifico.

2) Tecnica di Stoccarda corretta: è totalmente in disuso. Tale tecnica ipotizza che la percentuale X di abbattimento per il rischio non è fissa ma varia in un range che oscilla tra 15-30%. Essa è individuata misurando il rischio d'impresa rispetto al settore di appartenenza, mediante tecniche statistiche, quali la ranking analysis. Viene preso un gruppo di aziende appartenenti allo stesso settore e si rilevano una serie di indicatori espressione di rischiosità e mediante una formula statistica si stila una graduatoria (rank) delle imprese rispetto alla rischiosità. Si vede poi in che posizione si colloca l'impresa da valutare. Se si colloca tra quelle meno rischiose X sarà vicino al 15%, se fra quelle maggiormente rischiose X sarà circa il 30%.

Le debolezze di questa tecnica sono simili a quelle precedenti: i_2 è sempre funzione di i_1 ma la cosa che cambia è X.

Inoltre non considera il rischio specifico di un settore in quanto la graduatoria viene fatta all'interno del settore stesso.

Es. un'impresa che produce armi; è in un settore rischioso. Ma se all'interno di tale settore questa azienda è meno rischiosa rispetto alle altre le viene attribuita una bassa rischiosità. Per assurdo è possibile che vengano valutate con lo stesso livello di rischio due aziende, una poco rischiosa all'interno di un settore rischioso (armi) e l'altra rischiosa ma appartenente ad un settore poco rischioso (es. pasta).

3) Tecnica derivata dal CAPM (capital asset pricing model): è la tecnica più usata.

Il CAPM divide il rischio d'impresa in due componenti:

a) rischio specifico: può essere eliminato mediante la diversificazione del portafoglio. Dunque investo sia in un'impresa del settore armi che un'impresa che opera nel settore pasta.

b) rischio sistematico: non può essere eliminato e quindi deve essere stimato. Il rischio sistematico è stimato in termini di variabilità dei rendimenti dell'impresa target rispetto alla variabilità dei rendimenti del mercato azionario. Dunque il rischio sistematico è stimato andando a vedere come si muove l'impresa da valutare rispetto al mercato.

Se l'impresa da valutare segue gli andamenti del mercato la società è poco rischiosa. Se invece amplifica gli andamenti del mercato è molto rischiosa.

Il settore della pasta è anticiclico: quando l'economia va male questo va bene e viceversa.

Es. produzione carne bovina: se i rendimenti del mercato azionario diminuiscono (crisi economica), la produzione e la vendita della carne bovina diminuisce e dunque anche i rendimenti. Ma diminuirà di meno rispetto a quanto è diminuito il mercato azionario perché ci sarà sempre una parte di consumatori (magari di meno) che consuma carne bovina.

Dunque una forte crisi del mercato azionario corrisponde ad una crisi anche in tale settore, ma molto minore; dunque non amplifica gli andamenti del mercato. E' quindi poco rischioso.

Allo stesso tempo se i rendimenti del mercato azionario aumentano improvvisamente (fase di espansione dell'economia) il consumo della carne bovina aumenta meno di altri settori.

Quando il mercato è in crescita, i rendimenti dell'impresa aumentano ma di meno; quando il mercato è in calo, i rendimenti dell'impresa diminuiscono di meno. E' quindi poco rischiosa.

Il rischio sistematico può essere valutato attraverso la formula seguente:

$$i_2 = \beta \cdot (r_m - i_1)$$

Dove:

- i_2 = tasso di rendimento per il rischio
- β = coefficiente di rischiosità
- $(r_m - i_1)$ = premio di mercato
- r_m = rendimento medio del mercato azionario
- i_1 = risk free rate

- **Il premio di mercato** ($r_m - i_1$) rappresenta il maggior rendimento del mercato azionario rispetto al rendimento dei titoli risk free (quanto mi rende in più investire in azioni anziché investire in titoli di Stato). Il premio di mercato è diverso da Paese a Paese ed è stimato empiricamente, cioè non si può calcolare ma si trova nelle banche dati. Attualmente in Italia è 7,60% (fonte: Aswath Damodaran).

- **Il coefficiente di rischiosità β** è il coefficiente angolare di una retta di regressione che interpola le variazioni dei rendimenti storici della società target β (variabile indipendente x) rispetto alle variazioni dei rendimenti storici del mercato azionario (variabile dipendente y).

$$\beta = \frac{Cov(\text{rendimenti}_{azienda}; \text{rendimenti}_{mercato})}{Var(\text{rendimenti}_{mercato})}$$

Tuttavia, è possibile calcolare β con questa formula solo se l'azienda da valutare è quotata in Borsa, in quanto occorre disporre di una serie di rendimenti storici del mercato azionario e dell'azienda stessa (cioè dell'andamento delle quotazioni).

Nell'ipotesi di target non quotata, invece, per poter calcolare il β della stessa, si individuano i β di settore nei cd. β books, che sono delle banche dati specializzate che riportano il coefficiente β delle società quotate per settori merceologici e per aree geografiche.

La valutazione avviene approssimando il valore di beta con il beta medio di un campione di aziende quotate che hanno caratteristiche simili all'azienda da valutare e operano nel suo stesso settore.

Tale beta medio include di norma entrambe le tipologie di rischio:

- a) **rischio operativo (β unleverade)**: è lo stesso per tutte le imprese del medesimo settore e dello stesso Paese.
- b) **rischio finanziario (β leverade)**: è diverso in funzione della struttura di capitale di ciascuna impresa.

Dunque, tutte le imprese che operano nello stesso settore possono essere comparate rispetto al rischio operativo ma non al rischio finanziario.

Dunque, quando applico la formula devo:

1. Depurare (delevering) il β totale delle aziende simili (beta levered) dal rischio finanziario del campione utilizzando la seguente formula di Hamada e ottenendo il beta unlevered:

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{levered}^S}{1 + \frac{CC}{CP} \cdot (1 - t)}$$

Dove:

- $\frac{CC}{CP}$ = il tasso di indebitamento (rapporto tra capitale di credito e capitale proprio)
- t = percentuale di imposizione fiscale media
- $\beta_{unlevered}$ = β operativo
- $\beta_{levered}^S$ = β totale del campione

2. Ora possiamo calcolare il β levered della società target.

$$\beta_{levered}^t = \beta_{unlevered} \cdot [1 + (\frac{CC^t}{CP^t}) \cdot (1 - t^t)]$$

dove:

- t^t piccola = indica che è riferito al target
- $\beta_{levered}^t$ = β totale della società target
- $\frac{CC^t}{CP^t}$ = tasso di indebitamento della società target
- t^t = percentuale di imposizione fiscale della società target

4) Altre tecniche ispirate al CAPM: è possibile identificare due diverse formule:

a) Modello di Fama e French: ipotizza che il rendimento di una società sia:

i) inversamente proporzionale alla sua dimensione; ciò in quanto oltre una certa dimensione i costi fissi aumentano molto; quindi, se una società cresce e diventa più grande, il suo rendimento potrebbe tendere a diminuire.

ii) direttamente proporzionale all'indice Book Value/capitalizzazione di Borsa: se aumenta il valore contabile del capitale rispetto alla capitalizzazione di Borsa si ha un aumento del valore dell'impresa (questo perché il valore contabile è un valore reale basato sui fondamentali e non è gonfiato).

Pertanto, occorre calcolare tre premi per il rischio:

- **Rischio di mercato:** viene calcolato anche nel modello derivante dal CAPM e viene calcolato con la formula vista precedentemente in tale modello;
- **Rischio dimensionale;**

- **Rischio di esposizione al rapporto Book Value/ capitalizzazione di Borsa:** è il rischio che il valore di Borsa sia gonfiato dal mercato e che dunque non esprima correttamente i fondamentali dell'impresa.

b) Arbitrage pricing model: si tratta della versione generale dei modelli studiati (Fama e French, CAPM, ecc). Secondo tale modello, i rendimenti azionari dipendono da:

- molteplici fattori di rischio;
- variabile casuale.

Quindi occorre stimare tutti i fattori di rischio. Dunque non solo 3 premi per il rischio ma n premi se la società è assoggetta a n fattori di rischio.

2. Stima del tasso di costo medio ponderato del capitale (i_{wacc})

Il wacc (weighhted average cost of capital) si usa per attualizzare i flussi unlevered e rappresenta il costo che l'azienda deve in media sostenere per ottenere risorse finanziarie da soggetti terzi (quali azionisti e creditori).

Calcolo: si calcola facendo la media aritmetica del costo del capitale proprio (i_c) e il costo del capitale di credito (i_d). E' espresso dalla seguente formula:

$$i_{wacc} = i_c \cdot \frac{W}{W + D} + i_d \cdot \frac{D}{W + D}$$

Qualche studioso moltiplica il secondo fattore per (1- t).

$$i_{wacc} = i_c \cdot \frac{W}{W + D} + i_d \cdot \frac{D}{W + D} \cdot (1 - t)$$

dove:

- i_c = tasso di congrua remunerazione; si calcola come somma di $i_1 + i_2$; i_2 è calcolato con la tecnica derivata dal CAPM;
- $\frac{W}{W+D}$ = peso del capitale proprio a valori correnti sul totale delle fonti;
- i_d = tasso di costo dell'indebitamento; è il tasso che paga la società (per il mutuo o per il conto corrente). Se non è stimabile si prendono i valori medi di mercato;
- $\frac{D}{W+D}$ = peso del debito a valori correnti rispetto al totale delle fonti;
- t = aliquota di imposta.

Osservazione

Proviamo calcolare il valore economico del capitale con il metodo reddituale puro (cioè basato sui redditi operativi) usando la formula precedente

$$W = \frac{RO}{i_{wacc}} - D$$

Sostituiamo con la formula precedente:

$$W = \frac{RO}{i_c \cdot \frac{W}{W+D} + i_d \cdot \frac{D}{W+D} \cdot (1-t)} - D$$

È una formula teorica perché esprime un'equazione di secondo grado, la quale dà due risultati. Si avrebbero due W: non ha senso.

Infatti pone il problema della **circularità**: l'incognita W sta anche nella soluzione.

Pertanto nella pratica i pesi del capital proprio e del capitale di credito sono calcolati a valori contabili: rispettivamente CC e CP.

La formula quindi diventa:

$$W = \frac{RO}{i_c \cdot \frac{CP}{CC+CP} + i_d \cdot \frac{CC}{CC+CP} \cdot (1-t)} - D$$

Questa formula è chiamata formula netta-netta (le componenti sono considerate al netto dell'imposizione fiscale).

V. I metodi fondati su grandezze stock

I metodi patrimoniali semplici

I metodi patrimoniali semplici stimano il valore economico del capitale pari alla somma algebrica dei valori correnti degli elementi attivi e passivi del capitale. Si tratta quindi di una valutazione non sintetica, cioè come unione di valori, ma analitica, cioè come somma algebrica dei valori degli elementi patrimoniali attivi e passivi.

In formula:

$$W = K'$$

Ossia:

Valore corrente degli elementi attivi – valore corrente degli elementi passivi

Seguendo questa formula dovremmo andare ad analizzare ogni singola attività e ogni singola passività e quindi calcolare il valore corrente di ogni attività e di ogni passività.

Però, dato che il bilancio di esercizio mostra il patrimonio netto contabile (= valore di bilancio del capitale):

P.N.C = valore contabile degli elementi attivi - valore contabile degli elementi passivi

nella prassi, anziché calcolare il valore corrente di ogni attività e di ogni passività, possiamo partire dal P.N.C. e semplificare la prima formula nel seguente modo:

P.N.C. +/- rettifiche derivanti dalla differenza tra il valore corrente e il valore contabile degli elementi attivi e passivi

Quindi, andrò a calcolare la differenza tra valore corrente e valore contabile solo per gli elementi che hanno un valore corrente e uno contabile diversi, mentre per elementi, che come la cassa hanno valore corrente pari al valore contabile, non devo neanche calcolare le rettifiche.

Questa formula in ogni caso non esime il perito (o chi valuta l'azienda), che sceglie di applicare il metodo patrimoniale, dall'obbligo di fare una descrizione di tutte le attività e passività. Poi per alcune poste farà delle rettifiche per altre no.

Per l'applicazione dei metodi patrimoniali, occorre seguire determinati passaggi:

a) individuazione degli elementi patrimoniali attivi e passivi suscettibili di valutazione

Tale fase consiste nell'individuare uno stato patrimoniale riferito alla data di valutazione. Se la data della valutazione è al 31/12 si prende il bilancio, altrimenti occorre redigere una situazione patrimoniale ad-hoc riferita alla data di valutazione.

b) revisione degli elementi patrimoniali precedentemente individuati

Se il bilancio della società è oggetto di revisione contabile questa fase può essere ignorata

Se invece il bilancio della società target non è oggetto di revisione contabile, il perito deve svolgere una revisione sintetica, cioè deve verificare:

- **Per le attività**, la titolarità (a chi è intestato il terreno), l'esistenza (il terreno esiste veramente – certificato catastale), la proprietà (può essere diversa dalla titolarità; magari è di proprietà del sig. X ma la società ce l'ha in uso) e i criteri di valutazione applicati (come è stato valutato quel terreno: al costo, al valore corrente, è corretto valutarlo cos'?)

- **Per le passività**, l'esistenza, la completezza dei valori (il debito è effettivamente di 100 o ci sono altre somme da aggiungersi?) e i criteri di valutazione applicati.

Da questa fase, cioè dall'attività di revisione contabile sintetica del perito (non generale come il revisore), possono emergere le prime rettifiche.

c) stima del valore corrente degli elementi patrimoniali e calcolo delle rettifiche

Per la stima del valore corrente degli elementi patrimoniali si usa una regola generale, che viene declinata in modo diverso a seconda dell'elemento patrimoniale:

- **Gli elementi attivi a realizzo diretto**, cioè che si realizzano mediante la vendita (es. merci, titoli che costituiscono attivo circolante, crediti, ecc.) il valore corrente è il **valore di presunto realizzo**, cioè il prezzo a cui li venderei se li vendessi oggi;

- **Gli elementi attivi a realizzo indiretto**, cioè che si realizzano mediante l'uso (es. impianti: in genere non si vende fino a che non è del tutto consumato) il valore corrente è il **valore di sostituzione**, cioè il complesso dei costi che dovrei sostenere per ottenere un bene identico a quello oggetto di valutazione;

- **gli elementi passivi** il valore corrente è il **valore di presunta estinzione**, cioè quanto pagherei oggi per estinguere totalmente quella passività.

Per capire come si applica questa regola facciamo degli es. di applicazione. Applicheremo questa regola a:

I) Immobilizzazioni tecniche: in bilancio sono valutate al costo di acquisto o di produzione meno l'ammortamento sistematico (cioè basato su un piano predeterminato) e in relazione alla residua possibilità di utilizzazione in base al consumo e al deperimento del bene.

Invece, per quanto riguarda il valore corrente, le immobilizzazioni tecniche, essendo a realizzo indiretto, si realizzano mediante l'uso. Dunque il valore corrente sarà pari al valore di sostituzione:

Valore corrente = Valore di sostituzione

Dove il valore di sostituzione è la somma dei costi necessari per avere un bene identico (in termini di produttività) a quello valutando

In pratica come calcolo il valore di sostituzione? Non è altro che un valore di riacquisto, se il bene è stato acquistato, o di riproduzione, se il bene è stato prodotto internamente. Esistono riviste specializzate che riportano tali valori. Tuttavia, il costo di riacquisto e il costo di riproduzione esprimono quanto costerebbe ricomprare o riprodurre il bene nuovo; ma occorre tener conto del fatto che il bene non è nuovo. Quindi al valore di riacquisto o di riproduzione devo togliere le rettifiche per tener conto del grado di anzianità del bene.

Il valore di riacquisto o di riproduzione in genere è stimato da un esperto (perito) esterno.

Ma se non posso sostenere la spesa per far valutare il bene dall'esperto? Se manca una perizia di stima del bene di sostituzione, il valore corrente può essere pari a:

- valore assicurato, se il bene è assicurato;
- valore di mercato, se è un bene che ha mercato;

Se non ho la perizia di stima, non ho il valore assicurato e non il valore di mercato:

- costo storico rivalutato con i coefficienti ISTAT: vedo quando ho acquistato il bene, prendo i coefficienti ISTAT, rivaluto il costo storico, rivaluto le quote di ammortamento – la differenza tra costo storico rivalutato e quote di ammortamento rivalutate mi dà il valore del bene.

Quindi:

Rettifica sulle immobilizzazioni tecniche = valore contabile* – valore corrente**

* = costo storico ammortizzato;

** = costo di acquisto o di produzione/valore assicurato/ valore di mercato/costo storico rivalutato

Vediamo una particolare immobilizzazione tecnica: **i beni in leasing**. Essi possono essere registrati in bilancio (contabilizzati) secondo due metodi:

i) metodo finanziario (è quello accettato dai principi contabili internazionali), secondo il quale i beni in esame appaiono nell'attivo dello SP per cui non ci sono rettifiche da fare, tranne che, come per le altre immobilizzazioni tecniche, nel caso in cui il valore di riacquisto o di riproduzione è diverso dal valore contabile. Dunque si segue la regola delle altre immobilizzazioni tecniche

ii) metodo patrimoniale, in virtù del quale i beni in leasing vengono iscritti, non nell'attivo dello SP, in quanto non sono di proprietà dell'impresa. Vi saranno solo i canoni da pagare tra gli impegni (costi) della società.

Il leasing si concretizza, dal punto di vista del locatario (chi sottoscrive il contratto di leasing), nel pagamento di canoni periodici per la durata del contratto. Alla fine di tale periodo, il locatario può decidere se riscattare o meno ad un prezzo di stralcio il bene. Tale prezzo è il valore corrente del bene oggi e si calcola con la seguente formula:

Valore corrente dei beni in leasing = valore di mercato del bene – sommatoria dei valori attuali dei canoni da pagare – valore attuale del prezzo di riscatto.

Il valore corrente di questi beni, dovrà essere reinserito nell'attivo dello SP nel momento in cui si procede alla valutazione del capitale economico della società

II) Partecipazioni: in bilancio possono essere iscritte come:

- **immobilizzazioni:** esse, a loro volta, possono essere:

i) di controllo: sono quelle di società controllate e collegate. In bilancio possono essere valutate al costo o all'equity method (metodo del patrimonio netto), a discrezione degli amministratori.

Per quanto riguarda la stima del valore corrente, la valutazione di queste partecipazioni determina la valutazione del gruppo, cioè non valuto semplicemente un elemento patrimoniale ma valuto anche un gruppo di società in quanto si tratta di partecipazioni di controllo.

I gruppi si possono valutare in due modi: valutazione sintetica, che si concretizza nell'analisi del bilancio consolidato, dal quale prendo i redditi finanziari e il patrimonio di tutto il gruppo; valutazione analitica (a cascata), in virtù della quale valuto l'ultima partecipata e poi risalgo alle altre partecipate che stanno sopra fino a calcolare il valore della holding.

ii) non di controllo: in bilancio sono valutate al costo. Invece, il valore corrente di tali partecipazioni si calcola come segue:

Valore corrente di partecipazioni che sono immobilizzazioni non di controllo = quotazione* o frazione di patrimonio netto**

* = prezzo di mercato

** Applico la percentuale di partecipazione detenuta al patrimonio netto contabile della partecipata. Es. ho il 5% della società A: vado a vedere quant'è il patrimonio netto di A. Patrimonio netto di A = 200 è partecipazione sarà di 10.

Nel caso di partecipazioni che costituiscono attivo circolante: esse sono valutate in bilancio come le rimanenze. Dato che sono acquistate allo scopo di essere rivendute, avranno un mercato. Quindi, il loro valore corrente si calcola come segue:

Valore corrente di partecipazioni che sono attivo circolante = quotazione o valore di mercato di partecipazioni simili o frazione di patrimonio netto

III) Rimanenze: sono valutate in bilancio al minore tra il valore di presunto realizzo desumibile dal mercato e il costo.

Il valore corrente, invece, dipende dal tipo di rimanenza:

- **Rimanenze di beni destinati direttamente alla vendita** (es. prodotti finiti): il loro valore corrente è pari al valore di mercato, cioè il valore a cui le potrei vendere. Però ci sono dei beni che non hanno un mercato elevato, come ad esempio i software. In tali casi il valore corrente si calcola come segue: costi di produzione (quanto pagherei per rifare quel software) + congrua remunerazione (se lo vendo ci devo guadagnare) – costi di vendita.

Valore corrente di rimanenze di beni destinati direttamente alla vendita = valore di mercato o costi di produzione + congrua remunerazione – costi di vendita

- **Rimanenze di beni che necessitano di ulteriori lavorazioni** (es. semilavorati): il valore corrente è pari al valore attuale di riproduzione (quanto pagherei oggi per riprodurre quel bene).

Valore corrente di rimanenze di beni che necessitano di ulteriori lavorazioni = valore attuale di riproduzione

- **Rimanenze di materie prime:** il loro valore corrente è pari al costo di acquisto più recente, il che in molti casi corrisponde alla quotazione (molte materie prime sono quotate sul mercato della materia prima – grano, ferro, ecc.)

IV) Crediti: I crediti sono valutati al "costo ammortizzato": Ciò significa che quando l'azienda registra i crediti nel bilancio, tiene conto del valore di presunto realizzo, cioè del denaro che ci si aspetta di ricevere da questi crediti. Non si tratta di un normale "ammortamento contabile", ma di

una valutazione matematico-finanziaria che tiene conto del fatto che i crediti a lungo termine devono essere aggiustati per riflettere il loro valore attuale.

Il valore corrente dei crediti può essere maggiore del valore di presunto realizzo indicato nel bilancio: Il valore di presunto realizzo nel bilancio è il valore nominale dei crediti ridotto delle perdite probabili. Tuttavia, il valore corrente dei crediti può essere più rigoroso e considerare anche perdite solo possibili.

Valore corrente dei crediti di lungo termine = valore di presunto realizzo più rigoroso di quello individuato in bilancio (perché include anche le perdite possibili)

V) Debiti: il loro valore corrente è pari al valore di presunta estinzione. Il debito viene difficilmente rettificato (dal perito che valuta il valore del capitale economico della società) perché, a parte casi particolari, il valore del debito è quello.

Uno dei casi in cui si ha un incremento del valore del debito nell'applicazione del metodo patrimoniale è quello in cui il debito è a tassi superiori di quelli di mercato.

Valore corrente dei debiti = valore di presunta estinzione

VI) Fondi spese e rischi: il perito ne deve sempre valutare la congruità, chiedendo l'elenco delle cause legali in corso, i contenziosi con i dipendenti, ecc. e se sono state accantonate le somme necessarie per far fronte ad essi. Sono valutati ad un valore corrente maggiore del valore contabile solo se risultano non congrui.

VII) Passività potenziali: il perito dovrà verificare anche queste. Esse sono passività non ancora accertate di cui si conosce l'esistenza ma non l'ammontare oppure che sono solo possibili. Il perito deve fare una valutazione qualitativa e quantitativa delle passività potenziali (di che natura sono, da dove derivano, di che ammontare sono) ed eventualmente trasformarle in passività reali, cioè contabili.

Un esempio di passività potenziali è dato dalle fideiussioni; la società valutanda X ha firmato una fideiussione a favore di un'altra società del gruppo: il perito deve raccogliere informazioni dalla NI su di per capire, ad esempio, che fideiussione è, se è riferita ad una singola operazione o è una fideiussione omnibus (cioè relativa a qualunque passività del garantito – è più rischiosa), deve analizzare la situazione del garantito (è una società solida o è molto indebitata e non paga i debiti?) Se il perito si rende conto che non è più potenziale ma potrebbe essere reale aggiunge alle passività in bilancio tale valore.

d) stima del patrimonio netto rettificato (k'): è la somma algebrica del P.N.C. e delle rettifiche.

In formula:

$k' = \text{patrimonio netto contabile} - \text{rettifiche negative su elementi patrimoniali} + \text{rettifiche positive su elementi patrimoniali}$

Nella formula il segno della rettifica va deciso con un processo logico:

- **Negli elementi attivi**, se il valore corrente è maggiore del valore contabile, la rettifica è positiva (es. impianto ha valore contabile di 100 e un valore corrente di 110);

- **Negli elementi attivi**, se il valore corrente è minore del valore contabile, la rettifica è negativa (es. rimanenza ha un valore contabile di 50 e un valore corrente di 45);
- **Negli elementi passivi**, se il valore corrente è maggiore del valore contabile, la rettifica è negativa (es. debito scritto in bilancio a 90, ma ci sono degli oneri aggiuntivi e quindi vale 92);
- **Negli elementi passivi**, se il valore corrente è minore al valore contabile la rettifica è positiva (es. debito iscritto a 30 ma il suo valore corrente è 29).

Qualche autore a questa somma algebrica sottrae gli oneri fiscali potenziali. La ragione è che, applicando la formula appena vista, può risultare che k è $>$ del patrimonio netto contabile (se rettifiche positive sono maggiori delle rettifiche negative). Dunque si avrebbe una plusvalenza sul patrimonio che dovrebbe essere tassata. Nella realtà non è così: quando il perito fa una valutazione d'azienda per un'operazione straordinaria e una società risulta avere un patrimonio più alto del suo patrimonio di bilancio (il contrario non succede se non si avrebbe che il patrimonio di bilancio è sopravvalutato), non arriva il fisco per tassare la plusvalenza, perché le tasse si pagano sul reddito fiscale (dichiarazione dei redditi). Per cui calcolare gli oneri fiscali potenziali è solo un'astrazione teorica non applicata nella realtà nel metodo patrimoniale.

Approssimativamente si può dire che k' è la stima del valore economico del capitale è $W = k'$.

Tuttavia si tratta di una formula assai semplificata utilizzabile nella realtà solo se la società target è in grado di generare redditi congrui, cioè proporzionali al suo capitale. La proporzione si calcola in base al tasso di congrua remunerazione.

Dunque suddetta uguaglianza è vera solo se:

$$R = i \cdot k'$$

dove:

- R = reddito atteso
- $i \cdot k'$ = reddito congruo
- i = tasso di congrua remunerazione
- k' = patrimonio netto rettificato

Nella realtà ciò non avviene sempre: vi sono società con grande patrimonio che generano redditi piccoli (es. società immobiliari in periodo di crisi del settore – il reddito è dato solo dalle fee che percepiscono dalle vendite) e società con piccoli patrimoni che però generano grandi redditi (es. società su internet).

In tutti i casi in cui si verifica che

$$R \neq i \cdot k'$$

si verifica anche che

$$W \neq k'$$

Infatti la formula applicata nella realtà è la seguente:

$$W = k' + CR + VBA$$

(si tratta di + algebrici). Dove:

- W = valore economico del capitale
- k' = patrimonio netto rettificato
- CR = correzione reddituale
- VBA = valore dei beni accessori

I beni accessori sono beni dotati di autonomo valore di mercato e che pertanto possono essere ceduti senza compromettere il normale funzionamento dell'impresa (es. fabbricati civili - società che produce automobili possiede, oltre al capannone industriale, un appartamento che affitta per avere un reddito; tale bene accessorio non centra niente con la produzione delle automobili, ha un suo valore e può essere venduto senza bloccare la produzione- partecipazioni non strategiche, titoli ad alto rendimento, ecc.). Dunque non vanno valutati dentro a k' , ma sono valutati separatamente in quanto hanno un autonomo valore di mercato.

La correzione reddituale è la somma attualizzata delle differenze attese tra reddito medio atteso e reddito congruo, cioè:

$$(R - i_c \cdot k')a_n|i$$

Riscriviamo dunque la formula tralasciando i beni accessori:

$$W = k' + (R - i_c \cdot k')a_n|i$$

- W = valore economico del capitale
- R = reddito medio atteso
- $i_c \cdot k'$ = reddito congruo
- $a_n|i$ = tasso di attualizzazione cioè a figurato n al tasso $i = \frac{1+(1+i)^{-n}}{i}$ (aggiungo il coefficiente a perché la sottrazione dura per un certo numero di anni)
- i_c = tasso di congrua remunerazione
- n = durata del sovrareddito/sottoreddito

E' possibile che si arrivi a tre tipi di ipotesi:

- Se $R = i_c \cdot k'$ allora l'impresa produce un reddito congruo al patrimonio
- Se $R < i_c \cdot k'$ allora l'impresa produce sotto-redotti
- Se $R > i_c \cdot k'$ allora l'impresa produce sovra-redotti

Se R non è congruo (produce sovra o sotto-redotti) allora bisogna fare una correzione reddituale tramite la formula:

$$(R - i_c \cdot k')a_n|i$$

La formula costituisce **avviamento** se si tratta di una somma di sovra-redotti (quindi la somma è positiva) mentre costituisce **sviamento/badwill** se si tratta di una somma di sotto-redotti (quindi la somma è negativa)

Cos'è un avviamento?

E' il maggior valore che si attribuisce all'impresa rispetto a quanto indicato nel suo bilancio. Tale maggioranza è determinata da una serie di fattori come: il valore corrente dei beni, la reputazione

dell'impresa, la clientela fidelizzata, le competenze sviluppate nel tempo. Se l'impresa presenta un avviamento significa che è in grado di produrre un reddito superiore a quello mediamente atteso considerando il suo patrimonio. Se tale capacità è inesistente si avrà un avviamento negativo (sviamento). In formula:

Avviamento = valore economico dell'impresa – patrimonio netto

2. I metodi patrimoniali complessi

I metodi patrimoniali complessi stimano il valore economico del capitale come somma del patrimonio netto rettificato (k') e dei beni immateriali non contabilizzati (BINC).

I **BINC** sono elementi intangibili (intangibles assets) che pur non incidendo sulla sostanza patrimoniale dell'impresa (cioè non sono contabilizzati in SP) contribuiscono in modo significativo ad accrescere il suo valore economico.

Quando l'impresa è in stato di trasferimento, infatti, il suo valore è maggiore di una impresa identica con lo stesso SP ma senza BINC.

Esempi di BINC sono:

- Marchio: se è comprato all'esterno si contabilizza in bilancio ma se è stato creato all'interno della società non compare nello SP ma, se è affermato, attribuisce alla società un valore più grande. Infatti nel momento della vendita non si cede solo l'attività produttiva ma anche (e spesso soprattutto) il marchio;
- Capitale umano (skills del personale);
- Portafoglio clienti (clientela stabile e fedele);
- Portafoglio lavori;
- Portafoglio bancario.

Dunque, i metodi patrimoniali complessi si fondano sulla **teoria del going concern value**, secondo la quale un'impresa già avviata ha un complesso di valori immateriali (beni intangibili – clientela, know-how, skills del personale, ecc.) che dovrebbero essere creati ex novo in ipotesi di impresa di nuova costituzione. Cioè se acquisto un'impresa costituita da poco devo lavorarci per creare tali valori. Se invece acquisisco un'impresa già avviata, questa già possiede questi valori.

Pertanto, i metodi patrimoniali complessi consentono di stimare l'avviamento di un'impresa in funzionamento, ma soprattutto di spiegarlo, attribuendolo ai singoli BINC.

In formula:

$$W = k' + BINC + \text{correzione reddituale}$$

Quindi la formula per esteso è:

$$W = k' + [R - i_c \cdot (k' + BINC)] a_n | i$$

Dove:

- BINC = avviamento spiegato
- $[R - i_c \cdot (k' + BINC)] a_n | i = \text{avviamento non spiegato} > 0$

- R = reddito atteso
- $i_c \cdot (k' + BINC)]a_n|i$ = reddito congruo rispetto al valore del patrimonio netto e ai BINC

Dunque, in tale formula, il reddito congruo è calcolato non solo sul patrimonio netto ma anche sui BINC, dunque sui valori totali (materiali e immateriali) dell'impresa.

Perché si aggiunge anche la correzione reddituale se l'avviamento è spiegato dai BINC? Perché i BINC sono un avviamento spiegato (l'impresa vale di più di un'altra perché c'è il marchio) ma ci può essere una parte dell'avviamento non spiegato, cioè non correlato ai vari assets. Ciò solo se si ha un avviamento positivo.

Se si ha invece un avviamento negativo, diventa:

$$W = k' + BINC - \text{correzione reddituale}$$

Infatti l'impresa deve avere un reddito proporzionato al patrimonio, sia tangibile che intangibile. Potrebbe esserci un'impresa che ha un reddito atteso pari al reddito congruo se messo in proporzione con il capitale tangibile, ma tale uguaglianza può non esserci se il reddito atteso è calcolato anche sui beni intangibili.

Esempio:

$k' = 100$; Corr. redd = 5; BINC = marchio = 50; $i_c = 10\%$; R = 10

Dobbiamo verificare se R (reddito atteso) è uguale al reddito congruo. Calcoliamo il reddito congruo:

$$i_c \cdot k' = 10\% \times 100 = 10$$

Poiché R=10 il reddito atteso = reddito congruo se calcolato senza BINC.

Se però teniamo conto anche dei BINC, l'impresa con il suo reddito deve remunerare un capitale più grande.

Dunque il reddito congruo calcolato su k' e sui BINC è:

$$i_c \cdot (k' + BINC) = 0,1 (100 + 50) = 15$$

Poiché R = 10 è minore del reddito congruo (15) devo applicare la correzione reddituale. Tali redditi sono calcolati solo su un anno in quanto non è stata fatta la sommatoria delle differenze.

L'impresa con il reddito che genera non riesce a remunerare il capitale comprensivo dei BINC e quindi una parte dell'avviamento la elimino con la correzione reddituale negativa.

Questo è importante perché W (= $k' + BINC$) deve essere tale da remunerare congruamente i redditi. Quindi, se il perito esagera nel valutare i BINC, poi deve corroderne una parte con la correzione reddituale.

Dunque la correzione reddituale, se positiva, spiega parte dell'avviamento residuale non attribuibile ai BINC; se è negativa elimina la parte di patrimonio non proporzionale al reddito dell'azienda.

I metodi patrimoniali complessi si usano in due situazioni:

- **Per confermare i risultati ottenuti con i metodi fondati sui flussi (finanziari o reddituali).** Infatti, una società che viene stimata con i metodi basati sui flussi e che ha redditi molto alti, basandosi su tali valori, implica che abbia anche un valore del capitale economico molto alto. Con i metodi patrimoniali si conferma o meno l'alto valore del capitale attribuendolo ad eventuali BINC.

- **Per sostituire, ove non applicabili, i metodi basati sui flussi.** Può avvenire per esempio in caso di:

- impresa costituita in pochi anni ma con un marchio che si è affermato molto. Però, avendo una storia breve non ha flussi analizzabili per un periodo sufficientemente lungo. In tale caso l'applicazione dei metodi basati sui flussi non sarebbe corretta bensì bisogna usare i metodi patrimoniali;

- imprese operanti in un gruppo: spesso i BINC appartengono al gruppo (il marchio Barilla è del gruppo); se voglio valutare una società del gruppo o tutto il gruppo bisogna applicare i metodi patrimoniali in modo da valutare anche il valore dei BINC del gruppo;

- società che operano nell'ottica dell'economicità superaziendale (cioè che hanno redditi e flussi finanziari bassi non perché sono incapaci ma perché operano in funzione del gruppo. Applico metodi patrimoniali così da tener conto dei BINC e individuare l'effettivo valore del patrimonio dell'impresa che deve essere valutata.

Classificazione dei BINC

I BINC possono distinguersi in:

a) BINC strutturali: devono essere necessariamente stimati nell'applicazione dei metodi patrimoniali complessi. Sono di due tipi:

- Quelli che dipendono dalle relazioni che si creano tra beni aziendali (es. capitale umano);
- Quelli che consentono all'impresa di avere condizioni economico-giuridiche necessarie per operare nel proprio settore (es. tecnologia, licenze);

b) BINC non strutturali: esprimono le relazioni che si creano tra l'impresa e il mercato nel quale opera. Dunque sintetizzano l'immagine della società, la sua reputazione, i rapporti con i terzi (es. marchio, portafoglio clienti, raccolta bancaria – per le banche – insegne, ecc.).

Tali BINC non devono essere necessariamente considerati, anche se poi il marchio è uno dei BINC maggiormente suscettibili di stima.

Valutazione dei BINC

Per applicare i metodi patrimoniali complessi occorre (oltre che stimare k' e la correzione reddituale):

a) individuare i BINC meritevoli di stima autonoma: secondo la teoria di Brugger il BINC è meritevole di stima autonoma se rispetta i seguenti requisiti:

- Essere (o essere stati) oggetto di un significativo **flusso di investimenti**: il bene deve essere un **centro di costo**, ovvero l'impresa deve sostenere (o aver sostenuto) sforzi economici continui per acquisire, creare e sviluppare il bene immateriale.

- Deve produrre **benefici economici differenziali**, cioè attribuisce un vantaggio competitivo all'impresa che ne dispone rispetto alle altre imprese (il fatto di aver dirigenti laureati non può essere annoverato tra i BINC in quanto tutte le imprese ne hanno);
- Deve essere **trasferibile**, cioè può essere ceduto senza l'impresa.

I primi due requisiti sono imprescindibili per individuare come meritevole di stima autonoma un BINC. Il terzo, in alcuni casi, può non sussistere (es. capitale umano: no vendo i dirigenti ad un'altra società).

b) eliminare eventuali sovrapposizioni e/o intersezioni: alcuni beni immateriali si intersecano tra loro. Es. insegna e portafoglio clienti: nei bar "Tornatora" l'insegna è famosa e attrae la clientela e ne determina la fedeltà; non posso valutare insegna e customer list in quanto si sovrappongono.

c) individuare opportuni criteri di valutazione

VI. La valutazione del capitale umano, del marchio, di gruppi di società

1. La valutazione del capitale umano

Il capitale umano è inteso come il valore delle prestazioni delle persone che lavorano nell'azienda. Due aziende dello stesso settore, tecnologia, numero di dipendenti e zona geografica possono presentare risultati diversi (in termine di prodotti, vendite, crescita) grazie al diverso valore del capitale umano.

Dunque, valutare il capitale umano significa valutare l'organizzazione del personale. Si fa riferimento non al valore degli individui in quanto persone bensì al valore monetario delle prestazioni dei dipendenti e in particolare dei dirigenti.

Esistono quindi due gruppi di modelli di valutazione:

1. Modelli di tipo qualitativo: non attribuiscono un preciso valore alle risorse umane, ma individuano le variabili (stile di management etc) e le relazioni dalle quali dipende l'incremento (o il decremento) di tale valore.

2. Modelli di tipo quantitativo: viene individuato il valore dell'impresa in un dato momento, conferendogli una misura monetaria. Tali modelli sono impiegati per valutare il capitale umano nei metodi patrimoniali complessi e si possono basare su diversi elementi:

a) costi, tra cui:

- **Costo storico:** il capitale umano è stimato come sommatoria dei costi di acquisizione (ricerca, selezione, inserimento/assunzione) e di formazione (addestramento formale e informale) sostenuti per l'attuale organizzazione del personale;
- **Costo opportunità:** si tratta del costo delle risorse umane in quanto suscettibili di usi alternativi. E' dunque il differenziale di valore tra i diversi possibili impieghi;
- **Costo di sostituzione:** è il valore dell'organizzazione umana nell'ipotesi in cui essa sia sostituita da una nuova struttura del personale avente uguali caratteristiche;

b) Valore economico-reddituale: il valore del capitale umano è fatto pari al contributo che le risorse umane apportano al reddito d'impresa.

Esistono inoltre metodi semplici che eguagliano il valore del capitale umano al prodotto tra una grandezza aziendale (es. costi del personale) ed un moltiplicatore stimato empiricamente. A tale categoria di metodi appartiene lo studio di Likert secondo il quale il valore del capitale umano è:

$$W_{CU} = 3 \cdot \text{costo annuo del lavoro}$$

Il costo annuo totale del lavoro è dato da stipendi + TFR, con TFR = reddito annuo/13,5.

Metodo Zanda-Lacchini

Si ispira allo studio empirico di Likert e stabilisce che:

- a) è corretto stimare il valore del capitale umano come prodotto tra il costo del lavoro e un moltiplicatore empirico
- b) il valore del moltiplicatore varia tra 0,33 e 2,5;
- c) il valore del moltiplicatore non può essere fisso (pari a 3) ma deve dipendere da una serie di variabili qualitative, che sono espressione del profilo dell'azienda;
- d) Le variabili che definiscono il profilo dell'azienda sono:
- **Qualità della ricerca svolta in azienda** (ricerca pura, applicata alla progettazione e sviluppo); più si fa ricerca maggiore è il valore del moltiplicatore;
 - **Complessità della tecnologia adottata**: più è complessa più deve essere alto il profilo dei dipendenti che la devono usare e dunque maggiore è il moltiplicatore;
 - **Complessità della gestione**: più velocemente si fa fronte ai problemi (finanziari, di marketing, di amministrazione, ecc.) maggiore è il moltiplicatore;
 - **Stile di direzione, cioè la tipologia di leadership**: più i dirigenti sono capaci di affrontare i problemi maggiore è il moltiplicatore dell'azienda

Quindi il valore economico del capitale umano in Italia secondo Zanda è:

$$W_{CU} = \text{moltiplicatore (min: 0,33; max: 2,5)} \cdot \text{costo annuo del lavoro}$$

2. La valutazione del marchio

Il **marchio** può essere definito come il segno distintivo dei prodotti di un'impresa. Si può operare una distinzione tra:

- **Marchi forti**: sono caratterizzati da una forte impronta di originalità e sono oggetto di una tutela legale molto forte;
- **Marchi deboli**: sono oggetto di una tutela legale meno forte.

La determinazione del valore del marchio assume rilevanza nei casi di:

a) cessione a titolo di proprietà (dunque a titolo definitivo); in tali casi si procede alla valutazione dell'azienda o di un ramo di essa mediante i metodi patrimoniali complessi;

b) cessione a titolo di godimento (cioè a titolo di licenza); tra i contratti di licenza si possono annoverare:

- **Franchising**: un'impresa affiliante concede, ad un'altra affiliata, il diritto di sfruttare, contro il corrispettivo di un prezzo, un franchising package, cioè l'insieme dei diritti concernenti la proprietà industriale o intellettuale (marchio, stile, immagine, ecc.) allo scopo di commercializzare beni e servizi;
- **Merchandising**: il titolare di un marchio n concede l'uso ad un'altra impresa, al fine di lanciare prodotti di natura diversa da quelli per i quali il marchio è stato inizialmente utilizzato.

Metodologie valutative

Esistono diversi metodi per la valutazione del marchio:

1) Metodi empirici: sono diffusi soprattutto per la valutazione delle banche e delle assicurazioni. La tecnica più affermata è quella elaborata dalla società "Interbrand", la quale è specializzata nella ricerca, promozione e stima dei marchi. Secondo tale metodo, il valore del marchio è uguale al reddito operativo netto medio normalizzato imputabile al marchio moltiplicato per un moltiplicatore che esprime la forza del marchio. Tale moltiplicatore può essere un valore compreso tra 0 – 20. In formula:

$$W_{BRAND} = MON \text{ medio norm. attribuibile al marchio} \cdot \text{Moltiplicatore (min: 0; max: 20)}$$

Il moltiplicatore deriva dall'analisi e dalla ponderazione di una serie di fattori:

- a) **Leadership:** è la quota di mercato guadagnata dal marchio;
- b) **Stabilità:** cioè la fedeltà dei consumatori;
- c) **Mercato:** ossia le caratteristiche del mercato in cui opera l'azienda;
- d) **Trend:** cioè l'evoluzione prevedibile del marchio;
- e) **Supporti di marketing:** cioè il livello dell'attività di promozione e sviluppo a supporto del marchio;
- f) **Internazionalità:** è la diffusione del marchio a livello internazionale;
- g) **Protezione legale:** è differente per i marchi forti e i per i marchi deboli.

2) Metodi economico-reddituali

Tra cui troviamo:

- **Metodo dei risultati differenziali:** tentano di quantificare l'apporto che il marchio fornisce alla complessiva redditività aziendale. Si attualizza per un certo numero di anni il reddito aggiuntivo che il marchio riesce ad apportare all'impresa, cioè la differenza tra il reddito del prodotto dotato del marchio e quello che potrebbe ottenersi con uno privo di marchio. In formula:

$$W_{BRAND} = Rd_1 \cdot v^1 + Rd_2 \cdot v^2 + \dots + Rd_n \cdot v^n$$

Dove:

- Rd_1, Rd_2, Rd_n = Sono i redditi differenziali attesi
- v^1, v^2, v^n = coefficiente di attualizzazione
- n = numero di anni di prevedibile durata del marchio; in particolare $n = 10$ per i marchi di più recente affermazione e $n = 20$ per i marchi molto affermati.

- **Metodo delle royalties:** fa parte dei metodi economico-reddituali ma è semplificato. La royalty è la percentuale (commisurata al fatturato) corrisposta a fronte della concessione di licenza del marchio.

Si tratta di attualizzare l'ammontare delle royalties che il mercato sarebbe disposto a corrispondere per acquistare in licenza il marchio stesso,

Si ipotizza dunque che:

$$Rd = y \cdot F$$

Dove:

- y = percentuale di royalty, dove la percentuale è compresa tra 1- 7%. Tali percentuali sono state definite empiricamente.
- F = fatturato

In formula:

$$W_{BRAND} = y \cdot F_1 \cdot v^1 + y \cdot F_2 \cdot v^2 + \dots + y \cdot F_n \cdot v^n$$

Se il marchio è consolidato, si suppone che il fatturato rimanga costante nel tempo, cioè che il valore del marchio è pari a:

$$y \cdot F_1 \cdot a_n | i$$

Dove:

- $a_n | i = \frac{1+(1+i)^{-n}}{i}$
- $i = i_{wacc}$ (poiché F è una grandezza unlevered)
- $n = 10$ per marchi di recente affermazione; $n = 20$ per marchi affermati
- $1\% \leq y \leq 7\%$

3. La valutazione dei gruppi di società

Nel caso in cui la società target possieda partecipazioni di rilievo in una società di un gruppo, è necessario valutare il suo capitale economico utilizzando i metodi per i gruppi.

Il gruppo è definito come un complesso di aziende giuridicamente separate tra loro ma sotto il controllo di una sola società capo gruppo (detta holding).

E' possibile fare una distinzione:

- **Gruppi economici:** sono costituiti da aziende che svolgono attività tra loro complementari, integrate ed omogenee. Le aziende operano tutte nello stesso settore economico e vanno a formare un unico organismo economico produttivo con il quale si presentano sul mercato. La Holding oltre a detenere le partecipazioni delle altre società del gruppo, svolge una propria attività operativa;
- **Gruppi finanziari:** sono costituiti da aziende che svolgono attività diverse e operano in settori differenti, dunque non formano un unico organismo produttivo e commerciale. La Holding detiene solo le partecipazioni delle altre aziende del gruppo.

Controllo dei gruppi

Può essere:

- **Diretto:** la holding esercita un controllo diretto quando detiene almeno il 50% + 1 delle azioni della società controllata
- **Di fatto:** quando detiene meno del 50% + 1 delle azioni, oppure quando la holding detiene una quota di capitale che gli permette, in caso di assenteismo del socio di maggioranza, di esercitare il controllo.

- **Esterno:** realizzato attraverso contratti, vincoli o somministrazione esclusiva (es. Brevetto).
- **Indiretto:** la holding esercita un controllo indiretto su una società controllata quando tra le due vi è l'interposizione di un'altra società controllata

Bilancio consolidato: cos'è

E' un documento consuntivo che evidenzia la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di un gruppo di imprese. E' un documento pubblico ed elaborato dalla holding ma che non sostituisce i bilanci d'esercizio delle varie società. La particolarità è che è depurato dalle operazioni che avvengono all'interno del gruppo.

Valutazione dei gruppi

L'obiettivo della valutazione è quello di determinare il valore del capitale economico dell'impresa holding. Il valore economico del capitale di un gruppo di imprese può essere determinato secondo due modelli:

1) Tecnica fondata sul bilancio consolidato: è basata sull'utilizzo dei dati patrimoniali, reddituali e finanziari risultanti dal bilancio consolidato. Il valutatore utilizza gli strumenti informativi che il gruppo deve fornire in quanto entità economica unitaria; in questo caso, le eventuali economie e diseconomie di gruppo generate dalle sinergie produttive, finanziarie, fiscali o di marketing sono riferite all'intero gruppo e non devono essere redistribuite per le singole imprese.

Tale metodo risulta vantaggioso in termini di applicabilità poiché si fonda sull'impiego di un documento contabile, il bilancio consolidato, che di per sé evidenzia i risultati del gruppo (redditi e patrimonio), considerato come entità economica unitaria.

L'applicazione di tale metodo presenta però anche due problematiche:

1. L'esistenza o meno di azionisti che detengono quote di minoranza nelle società operanti nel gruppo: la valutazione, infatti, è effettuata nell'ottica della società controllante e pertanto attiene unicamente alla stima del valore economico della quota del patrimonio di gruppo da essa posseduto. Mentre, nell'ipotesi in cui la Holding detenga il totale delle azioni delle società controllate, la definizione delle grandezze utili per la valutazione (elementi del patrimonio, flussi di reddito, flussi di cassa, ecc.) sarà più agevole. Il perito dovrà prestare particolare attenzione se una parte del capitale delle società controllate è in mano agli azionisti di minoranza in quanto le grandezze contabili di riferimento per la stima (patrimonio, flussi reddituali, flussi finanziari, ecc.) saranno solo una parte di quelli realizzati dal gruppo nel suo complesso.

2. La necessità di scegliere la metodologia di stima in funzione della tipologia del gruppo oggetto di valutazione (gruppo economico o gruppo finanziario) e della composizione del gruppo stesso (in particolare della diversificazione delle società all'interno del gruppo). Particolari problemi potrebbero ad esempio presentarsi in occasione della stima del tasso da utilizzare nell'ipotesi di applicazione di metodologie basate sui flussi, soprattutto per ciò che concerne la componente del tasso che misura il rischio associato all'investimento effettuato.

Che tasso uso per valutare gruppi altamente diversificati (es. Unilever produce sapone, cibo, ecc.)?

Esistono varie ipotesi in cui la tecnica basata sul bilancio consolidato non può essere applicata e, pertanto, risulta opportuno procedere ad una valutazione analitica delle singole partecipazioni. I principali casi di inapplicabilità della tecnica basata sul bilancio consolidato sono relativi alle seguenti fattispecie:

- se la valutazione è riferita ad un'epoca in cui non esisteva l'obbligatorietà del bilancio consolidato;
- se le imprese che operano all'interno del gruppo sono fortemente disomogenee in termini di attività svolta, aree geografiche di operatività e livelli di redditività;
- se le quote di partecipazione della Holding nelle singole imprese hanno subito o subiscono continue modificazioni.

Pertanto, in una molteplicità di situazioni, è opportuno ricorrere alla tecnica a cascata.

2) Tecnica a cascata: il gruppo viene analizzato come un aggregato di imprese. Il valore del capitale delle società partecipate viene stimato separatamente secondo una logica a cascata, dal basso verso l'alto (bottom up). Prima valuto C, poi B e infine A. Tale procedimento si conclude con la determinazione del capitale economico della capogruppo, la quale possiede, direttamente o indirettamente, i capitali di tutte le imprese che compongono l'attività economica oggetto di valutazione.

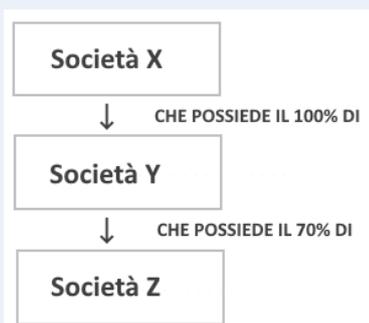
In base a tale tecnica, il valutatore utilizza le informazioni contabili derivanti dai bilanci di esercizio e dai piani e programmi della capogruppo e delle società controllate ed effettua la valutazione separata dei capitali economici delle singole aziende del gruppo mediante l'impiego delle note metodologie di stima.

Ciò comporta la necessità di determinare singolarmente il valore economico delle società partecipate e sommare i valori così ottenuti (in proporzione alle percentuali di partecipazione della Holding) al valore economico della capogruppo.

Esempio:

Si supponga che la Holding X controlli al 100% la società Y e che questa (sub-Holding) controlli al 70% la società Z.

Volendo procedere alla valutazione della società X applicando il metodo a cascata occorre dapprima determinare il capitale economico della società Z e, successivamente, il valore del capitale economico della società Y.



Quindi

$$W_X = W_{XGOP} + W_{XGPART}$$

Dove:

- W_X = valore del capitale economico di X
- W_{XGOP} = valore economico della gestione operativa di X, ossia la gestione industriale
- W_{XGPART} = valore economico della gestione delle partecipazioni detenute da X, pari al valore economico della partecipazione che l'azienda detiene nella società Y.

Esplicitando la formula precedente si ottiene che:

$$W_X = W_{XGOP} + 100\% W_Y$$

Dove il valore economico della società Y risulta:

$$W_Y = W_{YGOP} + W_{YGPART}$$

Cioè:

$$W_Y = W_{YGOP} + 70\% W_Z$$

E' opportuno pertanto stimare dapprima il valore economico di Z; successivamente si procede alla stima del capitale economico di Y, secondo quest'ultima formula. Infine, dopo aver stimato il valore economico del sub-Holding Y, è possibile stimare il valore economico del capitale della Holding X e giungere al valore finale sulla base della prima formula.

VII. I metodi fondati su grandezze di flusso e stock

1. I metodi misti

I metodi misti rappresentano una mediazione tra due o più metodologie di stima del capitale economico.

Di norma mediano tra il metodo patrimoniale, del quale considerano le caratteristiche della verificabilità-obiettività, e il metodo reddituale, del quale valorizzano la capacità di stimare le attese reddituali dell'impresa.

E' possibile fare una distinzione:

1) Metodi misti equity side: i più noti sono:

1) metodo della media semplice (o metodo tedesco o metodo dei pratici tedeschi): stima il valore economico del capitale pari alla media aritmetica semplice del metodo patrimoniale semplice e del metodo reddituale puro.

In formula:

$$W = \left(k' + \frac{R}{i} \right) \cdot \frac{1}{2}$$

Dove:

- k' = patrimonio netto rettificato
- R = reddito medio atteso
- W = valore economico del capitale
- $\frac{R}{i}$ = valore economico del capitale con il metodo reddituale puro
- $i = i_c$ (tasso di congrua remunerazione)

Tale formula può essere riscritta come:

$$W = k' + \frac{1}{2} \cdot \left(\frac{R}{i} - k' \right)$$

dove:

Quindi:

$\frac{R}{i} - k'$ = rappresenta il valore dell'avviamento positivo o negativo. In sostanza, con il metodo del valore medio, il goodwill (o badwill) è considerato per metà del suo valore.

Quindi questo metodo somma al patrimonio netto metà dell'avviamento. E' stato apprezzato perché è particolarmente prudente in quanto calcola il valore del capitale economico come somma del patrimonio netto contabile e della (sola) metà dell'avviamento.

2) metodo della stima autonoma dell'avviamento (o metodo anglosassone): somma al patrimonio netto rettificato il valore dell'avviamento

$$W = k' + \text{avviamento}$$

L'avviamento è stimato come somma attualizzata dei sovraredditi attesi. Il sovrareddito è la differenza tra il reddito atteso (R) e il reddito congruo:

$$R_d - i \cdot k'$$

Dunque l'avviamento è espresso dalla formula:

$$\text{avviamento} = \sum_{i=1}^n (R_d - i \cdot k') a_n | i'$$

Pertanto, il metodo in esame stima il valore del capitale economico come segue:

$$W = k' + \sum_{i=1}^n (R_d - i \cdot k') a_n | i'$$

Tuttavia, non necessariamente il metodo anglosassone ipotizza un reddito atteso costante; può essere anche puntuale, cioè diverso di anno in anno. In tale caso la formula sarebbe la seguente:

$$W = k' + (R_1 - i \cdot k') \cdot (1 + i')^{-1} + (R_2 - i \cdot k') \cdot (1 + i')^{-2} + \dots + (R_n - i \cdot k') \cdot (1 + i')^{-n}$$

dove:

W = valore economico del capitale

k' = patrimonio netto rettificato

R₁, R₂, ..., R_n = redditi puntuali attesi

i = i_c tasso di congrua remunerazione

n = durata del sovrareddito (potrebbe trattarsi anche di un sottoreddito). Di solito n è compreso tra 3 – 5 anni in quanto l'eventuale avviamento positivo o negativo si annulla in un tempo breve a causa della concorrenza. Se l'impresa va molto bene e produce sovraredditi, in quel settore entrano altri operatori e i margini si erodono. In 3 – 5 anni l'avviamento diventa nullo. Lo stesso vale per i sottoredditi, i quali non possono essere permanenti, altrimenti l'impresa fallirebbe, e dunque diminuiscono fino ad un reddito almeno pari al reddito congruo i

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito. La distinzione tra i e i' viene fatta raramente. Inoltre, se si ipotizza che i' = i e che i redditi attesi sono pari al reddito medio prospettico atteso (R₁, R₂, ..., R_n = R), la formula diventa:

$$W = k' + (R - i \cdot k') a_n | i'$$

Si tratta della formula patrimoniale semplice con correzione reddituale. Quindi, il metodo anglosassone, con determinate semplificazioni, coincide con il metodo patrimoniale semplice con correzione reddituale.

3) metodo della media ponderata: l'applicazione di tale modello si opera come segue:

a) Stima del valore economico dell'impresa con due o più (di norma 3) metodologie differenti;

b) Attribuzione a ciascuna metodologia di un peso soggettivo, nel senso che il peso viene scelto dal valutatore, ma non in modo arbitrario, bensì come frutto di un ragionamento. Il peso deve essere pari ad un valore da 1 a 100.

c) Individuazione del valore economico del capitale come media aritmetica ponderata dei valori in precedenza stimati.

$$W = \frac{W_1 \cdot p_1 + W_2 \cdot p_2 + \dots + W_n \cdot p_n}{\sum p_n}$$

dove:

- W = valore economico del capitale
- W_1, W_2, \dots, W_n = valore economico del capitale stimato con le n metodologie individuate
- p_1, p_2, \dots, p_n = peso assegnato a ciascuna metodologia

II) Metodi misti entity side: esistono diversi metodi di tale tipologia, di cui il più noto è il metodo **degli EVA attualizzati**: l'EVA (Economic Value Added – valore economico aggiunto) non è un indicatore del valore economico del capitale, bensì è un indicatore di performance operativo-finanziaria. È nato negli anni '90 da Bennet, Stern e Stuart. Valuta la performance operativo-finanziaria dell'impresa secondo un approccio entity. L'EVA, dunque, è l'extraprofitto operativo che un'impresa è in grado di generare dopo aver remunerato il capitale in essa investito. È un concetto legato alla teoria del valore aggiunto, che si basa sull'idea che un'azienda dovrebbe generare un rendimento superiore al costo del capitale investito per creare valore per gli azionisti creando extraprofitto. L'extraprofitto è un concetto antico, ma l'intuizione è stata applicare tale valore ad una logica entity.

In formula:

$$EVA = NOPAT - CI \cdot i_{wacc}$$

dove:

- EVA = economic value added
- NOPAT = net operating profit after taxes (reddito operativo al netto delle imposte)
- i_{wacc} = tasso di costo medio ponderato del capitale
- CI = capitale investito operativo

NOPAT si ottiene apportando al reddito operativo un complesso di rettifiche/integrazioni denominate "Account Adjustments" (AccAdj). Quindi:

$$NOPAT = NOPAT \text{ contabile} + \text{AccAdj}$$

In questo modo il reddito contabile diventa un indicatore della performance economica aziendale.

Le AccAdj hanno due finalità:

1. Rendere le grandezze significative (NOPAT e CI) dal punto di vista economico
2. Rendere il NOPAT più simile ad un flusso di cassa. Questo perché il reddito operativo così com'è non esprime la capacità dell'impresa a generare flussi di cassa, dove invece la performance

dell'impresa (EVA) viene valutata proprio sulla quantificazione della cassa generata, in particolare sul surplus di cassa prodotto rispetto alla remunerazione del capitale investito.

Se si modifica il NOPAT si deve modificare anche il CI. Gli inventori EVA hanno individuato più di 200 Adj. Le principali rettifiche riguardano:

- **Costi pluriennali:** la loro ripartizione è basata sul principio di competenza, differente da quello di cassa: se acquisto oggi un impianto, secondo il principio di cassa ho un esborso di 100 oggi, secondo il principio di competenza ho un costo (ammortamento) di 10 ogni anno. Per rappresentare la performance operativo-finanziaria devo diminuire la quota di ammortamento (costo) di ogni anno e caricare tutto il costo pluriennale sull'anno in cui è avvenuto l'esborso, come se fosse un costo di competenza solo di quell'anno.

- **Avviamento:** quando si acquista una società, in virtù del principio di competenza, l'avviamento viene capitalizzato, cioè ripartito tra più anni. Tuttavia così non si identifica l'effetto finanziario: secondo il principio di cassa l'avviamento deve essere valutato come costo dell'anno in cui è avvenuto l'esborso.

- **Rimanenze:** se vengono valutate con il metodo FIFO (escono prime le più vecchie), vengono valutate a prezzi correnti. Invece con il LIFO (escono prima le più recenti), vengono valutate a prezzi più vecchi. Con il metodo degli EVA le rimanenze si valutano sempre al FIFO, così da valutarle sempre a prezzi correnti e annullare la riserva LIFO.

A seconda della quantità/qualità delle rettifiche/integrazioni si avranno diverse configurazioni di EVA:

- **Basic EVA:** è calcolato senza rettifiche;
- **True EVA:** è calcolato con tutte le rettifiche immaginabili.

Poi ci sono altre configurazioni di EVA intermedie (es. solo con rettifiche per i costi pluriennali, solo per le rimanenze, ecc.)

Come detto l'EVA valuta la performance dell'impresa. Però successivamente si è partiti da tale indicatore per **valutare il capitale economico**.

Possiamo ad esempio trasformare il metodo anglosassone, che segue un approccio equity, in modello entity side.

Nell'approccio equity, tale modello calcola W come somma del patrimonio netto rettificato e dei sovraredditi attualizzati:

$$W = k' + \sum_{i=1}^n (R_d - i \cdot k') a_n | i'$$

Invece del patrimonio netto prendo CI, al posto dei sovraredditi attualizzati prendo gli EVA attualizzati e poi sottraggo il valore corrente dei debiti finanziari:

$$EVA = CI + EVA_{att} - D$$

Esplicitando suddetta formula si ottiene che:

$$EVA = CI + \sum_{d=1}^N (NOPAT_d - i_{wacc} \cdot CI) \cdot (1 + i_{wacc})^d - D$$

dove:

- CI = capitale investito calcolato come somma del patrimonio netto rettificato e del valore dei debiti finanziari
- $NOPAT_d - i_{wacc} \cdot CI$ = EVA Periodale
- D = valore dei debiti finanziari
- N = competitive advantage period: non supera i 5 anni come nel metodo equity side

VIII. La valutazione delle aziende in disequilibrio economico e delle banche

1. Valutazione delle aziende in disequilibrio economico

Un'azienda in disequilibrio economico (o in perdita) è un'azienda che non è in grado di presentare, dopo aver operato opportune rettifiche, conti economici con margini reddituali positivi.

Le rettifiche, cui si fa cenno, sono principalmente:

- Verifica degli ammortamenti: devono essere adeguati e in grado di ricostituire pienamente l'immobilizzazione tecnica alla fine della sua vita utile
- Imputazione dei cosiddetti utili o perdite da inflazione che inevitabilmente si generano per l'impatto, ora positivo, ora negativo, dell'inflazione sulle passività e sulle disponibilità monetarie.
- Rideterminazione del valore delle rimanenze con il metodo FIFO (?) (valutare le rimanenze a valore correnti)

La dottrina distingue imprese:

1. In disequilibrio economico non risanabili, la cui situazione di perdita è irreversibile: non possono essere valutate a valore economico, vanno valutate a valore di liquidazione. L'azienda non è considerata un'unità compatta, indivisibile, ma come insieme disaggregato di beni suscettibili di vendita separata, con l'obiettivo di realizzare per ciascuno il prezzo migliore.

2. In disequilibrio economico risanabili, ossia le imprese che hanno buone possibilità di tornare ad essere remunerative dopo un processo di risanamento. Queste imprese possono essere valutate a valori economici. Il principio per la valutazione di aziende in disequilibrio economico ma risanabili è il **going concern value**: l'impresa presenta una serie di immaterialità (nonostante i margini negativi), poiché esistente e funzionante, che dovrebbero essere create ex-novo in caso di costituzione di una nuova impresa. In un'impresa in perdita risanabile è impossibile parlare di avviamento, ma di "valore incrementale" (dovuto alla presenza di immaterialità). Quindi l'azienda in perdita non può essere valutata, semplicemente, sottraendo al patrimonio netto il badwill. Bisogna tenere conto del valore incrementale, dunque, ne consegue che, di norma, tali imprese sono valutate con un metodo patrimoniale complesso, ma tenendo conto dei costi che devono essere sostenuti per il suo risanamento. In formula:

$W = K + \text{BINC} + \text{CR (negativa)} + \text{valore dei beni accessori (VBA)}$

- **BINC**: si individuano le immaterialità più significative
- **CR**: la correzione reddituale dura al massimo 2/3 anni. Quando il patrimonio netto è negativo la CR non si applica.
- **VBA**: I beni accessori, essendo dotati di autonomo valore ed essendo caratterizzati da trasferibilità che non pregiudica il funzionamento dell'impresa, conservano il loro pieno valore nonostante l'impresa versi in condizioni di squilibrio.

2. Valutazione delle banche

I metodi studiati sono tutti teoricamente applicabili anche per la valutazione delle banche. Tuttavia è necessario adattarli a tale scopo. In particolare vengono usati per la valutazione delle banche e, quindi, adattati, i metodi diretti, metodi fondati sui flussi e i metodi fondati sugli stock.

A) Metodi diretti:

1) metodi diretti in senso stretto: ai fini dell'applicazione di tali metodi per la valutazione delle banche occorre considerare i seguenti elementi:

a) Condizioni soggettive di negoziazione, la cui influenza dovrà essere eliminata per avere un campione rappresentativo di transazioni comparabili. Questa informazione è importante nel mondo delle banche perché nel contesto italiano operano poche grandi banche, spesso in mano a capitale straniero, e tanti altri piccoli operatori banche familiari.

b) Eventuali premi di maggioranza: i pacchetti scambiati sul mercato di norma sono pacchetti di minoranza. Quando invece si valuta una banca si deve valutare il pacchetto di maggioranza, cioè il prezzo della quota tenendo conto dei relativi premi.

c) Eventuali premi di liquidabilità: è necessario dare un prezzo alla difficoltà di cedere alcuni pacchetti (se la banca vale 100 ma è difficile da vendere la valuta 80).

2) Metodi basati sui moltiplicatori di Borsa: i multipli solitamente applicati sono P/E, P/CF, P/BV; poi ce ne sono altri più specifici per le banche: P/FV, P/Deposits, P/Risultato di gestione (o altro margine preso dal CE).

E' necessario attuare tre accortezze nella valutazione delle banche con suddetto metodo:

- Devono essere usati più multipli;
- I multipli di Borsa delle società comparabili utilizzati devono essere riferiti a periodi sufficientemente lunghi;
- Il valore economico del capitale di una banca è calcolato come media aritmetica ponderata dei valori ottenuti applicando i vari multipli.

B) Metodi indiretti:

1) Metodi indiretti fondati sui flussi: il metodo attualmente maggiormente in voga è il **Dividend discount model**, si tratta di un adattamento del metodo basato sui dividendi per la stima del capitale economico delle banche. Secondo tale metodo, il valore economico del capitale è dato dalla somma attualizzata dei dividendi attesi. Se applicato secondo la regola di Gordon abbiamo che:

$$P = \frac{D_e}{r - g}$$

Dove:

- P = Prezzo stimato di un'azione bancaria
- D_e = dividendo atteso per l'anno successivo
- r = tasso di attualizzazione

- g = saggio di crescita dell'economia

Tale formula permette di stimare il valore di una sola azione

Dividendo atteso = payout ratio · utile per azione atteso

Dove il payout ratio è una percentuale, che si applica all'utile per azione atteso, dichiarata. Se si vuole stimare l'intero capitale e non la singola azione si ha:

$$W = \frac{D_e^t}{r - g}$$

D_e^t = dividendi totali attesi. Si calcola come prodotto tra il payout ratio e l'utile atteso della società

2) Metodi indiretti fondati su grandezze stock: in passato, per valutare le banche il metodo più usato era il patrimoniale complesso:

$$W = k' + BINC \mp \text{Correzione reddituale}$$

dove il BINC considerato come meritevole di stima autonoma era la **raccolta bancaria**. Si tratta di un bene immateriale che per anni ha sintetizzato l'immagine della banca, la sua reputazione rispetto ai depositanti, la capacità di attrarre clientela e la fidelizzazione.

Tuttavia si tratta di un BINC molto particolare: mentre i BINC visti fino ad ora (marchio, brevetto, capitale umano) sono un'attività per l'impresa, la raccolta bancaria (cioè i depositi) sono una passività per le banche, dove le attività sono date, tra l'altro, dai prestiti (cioè la fonte di ricavi per le banche). La raccolta viene considerata comunque un BINC in quanto consente alla banca di avere un avviamento: la clientela che deposita, infatti, porta altre entrate per la banca, quali le commissioni o le richieste di mutuo.

Tuttavia, tale approccio valutativo appartiene al passato in quanto, se in passato l'andamento della raccolta dipendeva dai fondamentali della banca (se la banca andava bene applicava tassi alti e quindi aumentavano i depositi), oggi è totalmente indipendente da ciò ed è legato invece alle notizie di stampa. Dunque oggi vengono penalizzate le banche in modo ingiusto, in funzione solo degli umori dei giornali. Vediamo comunque le diverse metodologie che venivano usate per valutare la raccolta bancaria:

a) metodi fondati sui costi: il valore della raccolta bancaria veniva stimato pari alla somma dei costi che la banca aveva sostenuto o avrebbe dovuto sostenere per avere una raccolta pari a quella oggetto di stima.

La raccolta veniva divisa in:

- **Raccolta instabile:** cioè quella che si modifica continuamente nel tempo (es. imprenditore che un giorno deposita e un altro preleva);
- **Raccolta stabile:** nel caso di procedure fallimentari, le quali durano molti anni, il curatore si occupa di riscuotere i crediti; per molto tempo tali somme rimangono depositate.

La raccolta oggetto di valutazione è quella stabile e vien definita **core deposits**, cioè il livello dei depositi ragionevolmente stabile. Il metodo in esame si distingue in due modelli:

- **Modello fondato sui costi storici:** il valore della raccolta viene paragonata alla somma dei costi (di marketing, pubblicità, promozione), eventualmente rivalutati, sostenuti per avere i depositi attuali.

- **Modello fondato sui costi di sostituzione:** il valore della raccolta viene fatto pari ai costi totali che la banca dovrebbe idealmente sostenere per ottenere il livello di depositi pari a quello attuale.

I metodi fondati sui costi, anche quando la valutazione delle banche si fondava sul valore della raccolta, era quelli usati di meno.

b) metodi fondati sui flussi differenziali (o cost saving approach): si basano sul presupposto che i depositi dei clienti abbiano un valore per la banca perché rappresentano fonti di finanziamento a costo inferiore rispetto ad altre fonti come obbligazioni o prestiti esterni. Una banca concede prestiti e ha bisogno di liquidità per farlo. Per ottenere liquidità, la banca si indebita con i suoi clienti depositanti. Poiché il costo del deposito (cioè l'interesse pagato ai clienti per mantenere i loro soldi nella banca) è molto basso (talvolta anche zero), i metodi di valutazione si concentrano sulla differenza tra i ricavi ottenuti dai prestiti e il costo per remunerare i depositi.

In passato, alcuni modelli di valutazione consideravano la differenza tra i tassi di interesse sui depositi e quelli su altre fonti di finanziamento. Tuttavia, oggi i tassi di interesse sui depositi sono talmente bassi (anche zero) che questo approccio ha perso di significato.

Per valutare una banca, si calcola il "**valore della raccolta**", che rappresenta la somma attualizzata delle differenze tra il costo percentuale delle fonti alternative di finanziamento e il costo percentuale dei depositi. In pratica, si moltiplica la differenza tra questi tassi di interesse per l'importo totale dei depositi della banca. Es. depositi = 100; costo obbligazioni = 6%; costo depositi = 0,0001%.

Valore della raccolta = $(6 - 0,0001) \times 100$

L'obiettivo è ottenere il "**flusso differenziale annuo**", che rappresenta il risparmio ottenuto dalla banca grazie ai bassi costi dei depositi rispetto a fonti di finanziamento esterne. Questo flusso differenziale aiuta a valutare il valore delle risorse finanziarie della banca.

c) Metodi regressivi: si aggancia il valore della raccolta ad una grandezza contabile (es. utile della banca) o finanziaria (es. tasso sui depositi) e poi si individua una relazione statistica (retta di regressione) tra i due valori. Pertanto la raccolta attesa era stimata proiettando al futuro l'andamento della grandezza contabile e applicando la relazione statistica. Dunque i passaggi sono: individuazione della relazione con la grandezza, stima dell'andamento della grandezza, calcolo del valore della raccolta applicando la formula statistica. Tale formula era applicata mettendo in relazione diverse grandezze con diverse tipologie di raccolta. Infatti non esiste una sola grandezza da cui dipende il valore della raccolta complessiva. Al contrario esistono diversi tipi di raccolta:

- **Raccolta diretta:** sono i depositi, in euro o in valuta, conti correnti di corrispondenza, certificati di deposito, pronti contro termine, riporti passivi;
- **Raccolta indiretta:** cioè i depositi di titoli (titoli in custodia e amministrazione), quote di fondi comuni sottoscritte presso la banca;
- **Raccolta interbancaria:** si tratta dei depositi e dei conti correnti tra banche, pronti contro termine tra banche, sono somme depositate presso la banca centrale.

Valutazione d'Azienda

Parte di Inglese

Prof. Sagone

A.A. 2022/2023

APPUNTI DI LEONARDO

ATTENZIONE: è proibita la riproduzione, anche parziale, in ogni forma o mezzo, senza espresso consenso dell'autore (Art 4. Diritto d'autore). E' consentita la stampa del file solo per uso personale.

1. La gestione del flusso di cassa nel processo di creazione di valore

Il valore di un'azienda è direttamente correlato alla sua capacità di generare cassa durevolmente.

Il cash flow statement (o rendiconto finanziario) misura la quantità dei cash flows generati da un'azienda in un certo periodo di tempo (di solito l'anno solare).

Il valore dell'azienda, chiamato **Enterprise Value (EV)**, è uguale al valore totale dell'azienda e rappresenta la somma di tutti i flussi di cassa (CF) generati dalla società nel corso della sua esistenza. In altre parole, è la stima del valore complessivo dei flussi di cassa che l'azienda può generare nel corso del tempo.

valore dell'azienda = Enterprise Value (EV) = valore attivo totale = sommatoria dei CF prodotti in tutta la vita

$$EV = \sum_{i=1}^n CF$$

L'Equity Value, d'altra parte, rappresenta il valore del patrimonio netto dell'azienda (il valore delle azioni dell'azienda). Per calcolare l'Equity Value, si sottraggono i debiti finanziari netti (o posizione finanziaria netta) dall'Enterprise Value. I debiti finanziari netti sono i debiti della società al netto della quantità di cassa che possiede.

L'Equity Value è quindi dato dalla differenza tra l'Enterprise Value (EV) e i debiti finanziari netti (o posizione finanziaria netta - net financial debts - NFD), cioè i debiti finanziari al netto della cassa.

In formula

$$EqV = EV - NFD$$

Il rendiconto finanziario

Il rendiconto finanziario parte dall'EBIT e dunque dal CE. Vengono però raggiunti circolante netto e investimenti netti.

La sua struttura è infatti la seguente.

EBIT
- Tasse su EBIT
= NOPAT (not operating profit after tax)
+ Deprezzamenti e ammortamenti
- change in NWC (Variazione del Capitale Circolante Netto)
= Operating cash flow (flusso di cassa operativo)
- CAPEX (spese di investimento)

= Unlevered free cash flow (flusso di cassa libero della società prima del finanziamento con debito (leverage) e prima del pagamento degli interessi sul debito)
- Interessi
+ Tasse sugli interessi
= Free cash flow (quantità di denaro disponibile per gli investitori di un'azienda dopo che l'azienda ha coperto tutte le spese operative e i costi di capitale)
- Change in equity (aumento o diminuzione del valore del patrimonio netto dell'azienda nel corso del periodo considerato)
= Net cash flow (la quantità effettiva di denaro che entra e esce dall'azienda, tenendo conto di tutte le transazioni di cassa, inclusi i pagamenti per le operazioni, gli investimenti e il finanziamento. Un Net Cash Flow positivo indica che l'azienda ha generato più denaro di quello utilizzato durante il periodo considerato, il che è generalmente considerato positivo poiché indica una situazione di liquidità solida. Un Net Cash Flow negativo, d'altra parte, indica che l'azienda ha utilizzato più denaro di quello generato, il che potrebbe indicare una maggiore dipendenza dal finanziamento esterno o una gestione finanziaria meno efficiente)

L'obiettivo del management è massimizzare la generazione di cassa.

Anche se due aziende possono operare nello stesso settore e nello stesso Paese, presentare gli stessi margini (fatturato, EBIT) e lo stesso tasso di crescita, possono avere un valore diverso in funzione della diversa capacità di generare cassa.

Un'elevata capacità di generare cassa è legata a due fattori:

a) ridotto fabbisogno di capitale circolante (net working capital - NWC):

b) bassa necessità di investire capitale (capital expenditure – CAPEX): il valore di un'azienda è inversamente correlato alla quantità di capitale investito. Vi sono imprese che per la loro struttura complessa o per le caratteristiche del settore in cui operano devono fare ingenti investimenti; vi sono, al contrario, aziende che necessitano di investimenti modesti ma generano molta cassa (Airbnb ha 50 dipendenti ma genera più CF della Marriott che opera nello stesso settore e ha 20000 dipendenti – la Marriott ha un valore inferiore).

Un'elevata generazione di cassa comporta:

- Meno fabbisogno di capitale;
- Capacità di rimborsare i creditori velocemente, che comporta tassi di finanziamento più agevolati;
- Meno fabbisogno di capitale proprio (equity), che rappresenta la fonte di finanziamento più costosa.

I fattori che ottimizzano la generazione di cassa

Un'elevata capacità di generazione di cassa deriva, in primis, da alcuni drivers individuabili nel CE; essi sono:

a) aumentare il fatturato (ricavi), tramite l'aumento sia dei prezzi sia dei volumi di vendita;

b) diminuire i costi;

c) aumentare i margini (ricavi – costi).

Tuttavia, ciò non garantisce un'elevata generazione di cassa e dunque un elevato valore dell'impresa. Inoltre, è infatti necessario:

d) monetizzare il fatturato, cioè essere in grado di incassare; ciò significa lavorare sul capitale circolante (composto da crediti commerciali + magazzino – debiti commerciali);

e) ridurre al minimo gli impegni di capitale (capex): ciò significa diminuire gli investimenti, ponendo però attenzione a non danneggiare la competitività dell'azienda. Infatti, la riduzione degli investimenti è rischiosa in quanto gli assets si deteriorano nel tempo e dunque necessitano di essere rinnovati e mantenuti, pena la riduzione della qualità e della quantità degli output prodotti.

f) revisionare la supply chain: essa è definita come l'insieme di attività che la compagnia pone in essere per offrire un servizio/prodotto sul mercato. Esse sono:

- stima della domanda;
- programmazione delle forniture (produzione e approvvigionamento);
- logistica (in entrata e in uscita);
- produzione;
- magazzino;
- processo di incasso;
- processo di pagamento.

d) Programmi di incentivazione del management: allo scopo di generare cassa, è possibile delineare un piano di incentivazione del management, che allinea gli interessi economici dello stesso con la riduzione del capitale circolante (- crediti – magazzino + debiti), e dunque con l'aumento del valore della società.

Il capitale circolante operativo

Il capitale circolante operativo (opwc) è una grandezza stock ed è definito come il capitale necessario alla compagnia per fare operazioni (commerciali) nel breve termine.

La gestione efficiente del capitale circolante e dunque la monetizzazione del fatturato viene fatta operando su tre leve:

- Rimborso veloce dei propri crediti;
- Pagamento dei fornitori più dilazionato nel tempo possibile (senza incorrere in penali);
- Riduzione del magazzino al minimo, così da avere poco capitale investito (es. tecnica del Just in Time).

In formula:

capitale circolante operativo = magazzino + crediti commerciali – debiti commerciali

La struttura è:

Capitale circolante operativo	2016	2017
Magazzino	+10	+5
Crediti commerciali	+20	+5
Debiti commerciali	-10	-5
Capitale circolante operativo	=20	=5
Variazione netta del cap. circolante operativo	--	(5-20) = -15

Se il capitale circolante (e le grandezze stock) aumenta, l'azienda brucia cassa; se diminuisce, l'azienda genera cassa.

La cassa viene bruciata quando si ha: aumento del magazzino, aumento dei crediti, diminuzione dei debiti;

al contrario si genera cassa quando: diminuisce il magazzino, vengono rimborsati i crediti e dilazionati i debiti.

Dunque, le variabili che compongono il capitale circolante operativo sono:

a) magazzino (inventory): può essere definito come la parte della produzione che la società non ha venduto immediatamente e cioè la porzione di fatturato non monetizzata. Il magazzino è composto da materie prime, semi-lavorati e prodotti finiti. Quando il magazzino scende, il fatturato aumenta, il capitale viene rilasciato e si ha generazione di cassa. Alcune società (compagnie aeree, società di servizi, ristoranti) di solito non detengono magazzino.

Dunque è possibile contrapporre le società che producono per commessa (build to order) da quelle che producono per il magazzino (build to stock); le prime, a parità di altre condizioni, presentano un valore maggiore. La tecnica del Just In Time ha lo scopo di ridurre al minimo (o zero) il livello del magazzino. Il magazzino viene analizzato e gestito mediante taluni indicatori:

- **inventory/sales:** esprime la percentuale di magazzino in attesa di essere venduta; o /costi di produzione se il magazzino è composto solo da semi-lavorati o materie prime;

- **inventory/sales x 365:** è il giorno di magazzino; o /costi di produzione se il magazzino è composto solo da semilavorati o materie prime;

- **sales/inventory:** è il tasso di rotazione del magazzino dentro al fatturato; più tale rotazione è alta più è piccolo il magazzino (e dunque più CF si hanno); o /costi di produzione se il magazzino è composto solo da semi-lavorati o materie prime.

Consigli per una gestione ottimale

Le leve per una gestione ottimale del magazzino e quindi per diminuire il capitale circolante ed aumentare i CF si basano sull'imperativo "reduce stock!" e sono:

- Ottimizzare la produzione, cioè ridurre il lotto minimo di produzione;
- Ridurre il livello delle scorte, e dunque capirne il livello ottimale;
- Ridurre il numero di prodotti offerti;
- Ridurre il time to market e il lead time.

b) Crediti commerciali (trade receivables): possono essere definiti come la porzione di fatturato (sales) non monetizzata immediatamente.

Il loro valore è identificabile con il numero di giorni in cui il fatturato è intrappolato.

Nel momento in cui i crediti vengono monetizzati, viene rilasciato capitale e viene generata cassa.

Di solito, quando un'azienda aumenta il fatturato, i crediti aumentano e la cassa viene assorbita con lo scopo di finanziare la crescita. Nella maggior parte dei casi, i crediti vengono monetizzati tra i 30 e i 120 giorni. Vi sono alcuni settori, come quello della sanità dove gli incassi sono dilazionati molto nel tempo (280 giorni e più).

In alcuni settori, al contrario, le società sono in grado di incassare immediatamente il fatturato nel momento della vendita/erogazione del prodotto/servizio. E' il caso della vendita al dettaglio (retail – negozi, supermercati, bar, ristoranti), le quali presentano un capitale circolante negativo in quanto, oltre ad incassare immediatamente, pagano i fornitori in maniera dilazionata.

L'analisi e la gestione dei crediti commerciali viene attuata tramite diversi indicatori, tra i quali:

- **Receivables/sales:** è espresso in percentuale e rappresenta l'incidenza dei crediti sul fatturato; una gestione dei crediti positivi deve vedere diminuire tale indicatore;
- **Receivables/sales x 365:** esprime il tasso di rotazione, cioè in quanti giorni mediamente vengono incassati i crediti;
- **Sales/receivables:** è il turn over e misura quante volte i crediti girano dentro il fatturato.

Consigli per una gestione ottimale

Le leve per una gestione ottimale dei crediti commerciali e quindi per diminuire il capitale circolante ed aumentare i CF si basano sull'imperativo "get paid earlier!" e sono:

- Migliorare il processo di incasso (bussare porta a porta, controllare);
- Selezione della clientela (i clienti che pagano male vengono esclusi; ciò comporta anche una riduzione del fatturato e dunque occorre bilanciare i benefici e gli svantaggi);
- Aumentare il costo del credito, così da disincentivare il ricorso ad esso da parte dei clienti e incentivare i pagamenti a breve o nell'immediato (incremento tasso di interesse, prezzo dei prodotti maggiore per chi paga dilazionato nel tempo).

c) debiti commerciali (trade payables): rappresentano la porzione dei costi di acquisto che l'azienda non ha pagato immediatamente ma ha dilazionato. Il loro valore è identificabile con il numero di giorni in cui i costi sono sospesi.

Nel momento in cui i debiti vengono pagati, viene richiesto capitale e viene distrutta cassa.

Di solito, quando una società aumenta gli acquisti i debiti commerciali aumentano perché la maggior parte degli acquisti sono pagati in maniera dilazionata.

Alcune società devono pagare immediatamente al momento dell'acquisto. Ciò avviene nel settore delle commodities (materie prime, petrolio), nel caso dei debiti vs dipendenti, in caso di società in crisi, in quanto, nei confronti di queste non vi è fiducia.

L'analisi e la gestione dei debiti commerciali viene attuata tramite diversi indicatori, tra i quali:

- Crediti/costo del venduto;
- Crediti/costo del venduto x 365;
- Costo del venduto/ crediti.

Consigli per una gestione ottimale

Le leve per una gestione ottimale dei debiti commerciali e quindi per diminuire il capitale circolante ed aumentare i CF si basano sull'imperativo "pay later!" e sono:

- Aumentare i volumi acquistati dai fornitori, magari riducendo i fornitori ai quali ci si rivolge ma chiedendo forniture maggiori a quelli selezionati, così da aumentare il proprio potere contrattuale e chiedere maggiori dilazioni;
- Aumentare i prezzi dei prodotti acquistati con lo scopo di chiedere maggiori dilazioni;
- Selezionare i fornitori che permettono pagamenti maggiormente dilazionati;
- Creare concorrenza tra i fornitori e selezionare quelli che offrono condizioni e dilazioni più vantaggiose.

Dunque, il capitale circolante rappresenta l'insieme di tutte le poste di breve termine necessarie per l'impresa per porre in essere la gestione giorno per giorno.

Il capitale circolante netto

Il calcolo del capitale circolante risulta completo individuando il capitale circolante netto e dunque considerando anche altre poste dell'attivo (assets) e del passivo (liabilities), le quali vengono tenute concettualmente separate dalle altre (magazzino, crediti e debiti commerciali) in quanto, a differenza di queste, non sono manovrabili dall'azienda.

Tali poste non manovrabili sono: debiti/crediti fiscali, debiti/crediti vs dipendenti (liquidazione fondo TFR), ratei, risconti.

capitale circolante netto = capitale circolante operativo -/+ altri asset e passività = magazzino + crediti commerciali – debiti commerciali -/+ altri asset passività

Dunque, il rendiconto del capitale circolante netto presenta la seguente struttura (es. con dati)

Capitale circolante netto	2016	2017
Magazzino	+10	+5
Crediti commerciali	+20	+5
Debiti commerciali	-10	-5
Capitale circolante operativo	=20	=5
Variazione netta del cap. circolante operativo	--	(5-20) = -15
Altri assets di breve termine	+20	+10
Altre passività di breve termine	- 5	- 0
Capitale circolante netto =	+ 35	+ 15
Variazioni del capitale circolante netto	--	(15 – 35) = -20

Mentre nello SP la cassa fa parte del capitale circolante, nel rendiconto finanziario viene esclusa (a meno che non si tratti di cassa intrappolata – es. cauzioni).

2. Le aziende a perimetro variabile

Un'azienda a perimetro variabile è un'azienda che può modificare la propria dimensione/morfologia sensibilmente da un anno all'altro. Esempio di tale tipologia di aziende sono:

- Società che operano nel commercio al dettaglio (retail), che modificano la propria morfologia aprendo e chiudendo punti vendita;
- Società immobiliari, che modificano il proprio portafoglio immobiliare cedendo e acquistando attività immobiliari; - -
- Catene di albergo, che modificano il loro perimetro tramite la gestione di più o meno camere;
- Compagnie aeree, per le quali l'indicatore più rilevante della modifica del perimetro sono l'espansione o la riduzione delle rotte trattate e l'acquisizione di altre compagnie aeree.

Like for Like analysis

Per valutare società a perimetro variabile occorre utilizzare la Like for Like analysis, tramite la quale è possibile scomporre la crescita della società target, allo scopo di operare una valutazione a perimetro costante, cioè di analizzare la crescita storica epurandola dagli effetti di una variazione del perimetro (es. apertura nuovi punti vendita, ampliamento di quelli esistenti) così da poter stabilire se tale crescita è sostenibile e dunque prevedere la crescita futura.

In poche parole l'analisi like-for-like si concentra solo sulle vendite o sugli utili generati dalle attività esistenti, escludendo quelli derivanti da nuovi negozi o quelli persi a causa di chiusure. Questo permette di capire come stanno andando le attività di base dell'azienda, senza l'influenza delle espansioni o delle riduzioni della sua rete di vendita.

L'analisi like-for-like è utile in diverse situazioni, specialmente nel settore al dettaglio, ristorazione o hotel, dove nuove aperture di negozi o chiusure possono influenzare in modo significativo i risultati finanziari dell'azienda nel breve termine. Con questa analisi, gli investitori o i manager possono capire se l'azienda sta crescendo internamente, aumentando la propria clientela e la redditività dei punti vendita esistenti, anziché dipendere unicamente dalla crescita legata alle nuove aperture di negozi.

Per eseguire l'analisi like-for-like, si confrontano le prestazioni finanziarie di un gruppo di negozi, ristoranti o punti vendita in due periodi temporali, ad esempio da un trimestre all'altro o da un anno all'altro. L'analisi si concentra solo sulle attività che erano aperte in entrambi i periodi, escludendo qualsiasi nuova apertura o chiusura intervenuta tra i due periodi. In questo modo, si ottiene una valutazione più accurata delle prestazioni di base dell'azienda, senza distorsioni causate dalle variazioni del numero di punti vendita.

Nello specifico, l'analisi in esame permette di:

- Analizzare il tasso storico di crescita e specificare da cosa è stata determinata tale crescita (apertura di nuovi punti vendita, ingrandimento di quelli esistenti, ecc.);

- Valutare se il tasso di crescita individuato è sostenibile in futuro;
- Quanto la crescita futura deve essere sostenuta da investimenti e dunque quali sono i costi ad essa collegati. La crescita viene finanziata tramite capitale investito e capitale circolante.
- Escludere gli effetti di espansioni, acquisizioni o altri eventi che comportano l'espansione del fatturato della compagnia in maniera artificiale;
- Confrontare l'anno precedente con la gestione attuale, tramite l'eliminazione di circostanze (es. acquisizioni) non presenti nel presente;
- Identificare altre fattispecie che potrebbero gonfiare o ridurre la comparabilità del business della società. Il fatturato viene aggiustato allo scopo di distinguere la crescita derivante da modifiche del perimetro aziendale e dunque da nuovi investimenti e la crescita derivante dagli asset preesistenti.

Esempio

Una società l'anno 2014 ha 10 punti vendita e l'anno 2015 ne apre altri 10 (20 totali).

Normalmente la valutazione della società e della sua crescita nei due anni si baserebbe sul confronto tra il fatturato prodotto dai dieci punti vendita nel 2014 e il fatturato prodotto dai 20 punti vendita nel 2015. Se il fatturato passasse da 100 a 150 ml di € si avrebbe un tasso di crescita del 50%.

Al contrario, l'analisi like for like ignora i nuovi punti vendita e mette a confronto il fatturato prodotto nel 2014 dai 10 punti vendita aperti per primi con il fatturato prodotto nel 2015 dagli stessi 10 punti vendita. Usando tale analisi, il tasso di crescita sarebbe 0% in quanto il fatturato aggiuntivo viene prodotto solo dai nuovi punti vendita, mentre i 10 preesistenti producono sempre 100 ml di €.

Nel 2016 vengono chiusi due punti vendita. Secondo l'analisi standard, si avrebbe un calo del fatturato del 20%: $150 - 120 = 30$; $30/150 = 20\%$; dunque il fatturato è diminuito di 30 e quindi del 20%.

Secondo l'analisi like for like, invece, il fatturato dei 17 rimasti viene confrontato solo con il fatturato prodotto da 17 punti vendita l'anno precedente (previa individuazione del fatturato medio per ogni punto vendita). Dato che si passa da un fatturato di 150 a un fatturato di 120, ma che i punti vendita diminuiscono di tre, il calo del fatturato a perimetro costante non è del 20% ma dell'8%. Se fossero rimasti aperti tutti e 20 i negozi il fatturato sarebbe diminuito solo a 140.

Nel 2016, l'analisi like for like, se non ci fosse stata la chiusura dei 3 punti vendita, avrebbe operato un confronto tra il fatturato dei 20 punti vendita con quello dei 20 punti vendita dell'anno precedente e si avrebbe avuta una diminuzione del fatturato di soli 10 ml di € (140 ml).

	2014	2015	2016
Punti vendita	10	20	17
Fatturato (in mln)	100	150	120
Tasso di crescita		50%	-20%
Tasso di crescita LFL		0%	-8%

L'analisi like for like è utile per valutare la sostenibilità della crescita della società. E' infatti necessaria per determinare la sostenibilità di:

- EBITDA
- EBIT
- flussi di cassa

Una volta che è stata verificata la sostenibilità dei diversi margini, è possibile porre in essere la valutazione della società tramite **l'utilizzo dei multipli**.

Calcolo dei multipli

Per calcolare i multipli che serviranno per stimare il valore di una società target (EV) si utilizza **l'analisi delle società comparabili**. In questa analisi si crea un gruppo di aziende simili (in base al settore), con tassi di crescita e redditività simili e si calcola l'Enterprise Value (EV) per ogni azienda del gruppo con la seguente formula:

$$EV = EqV + ND (+ minorities)$$

Una volta ottenuti tutti gli EV posso calcolare i multipli tramite la formula

$$Multiplo = \frac{EV}{EBITDA}$$

e successivamente fare una media tra tutti i multipli trovati.

Un multiplo di 8x ad esempio significherà che le aziende del gruppo in media valgono 8 volte il loro EBITDA.

In questo modo potrò quindi calcolare il valore della società target partendo dal suo EBITDA e moltiplicandolo per il multiplo medio del settore:

$$EV_{target} = EBITDA \cdot multiplo\ del\ gruppo$$

E' anche possibile stimare il valore di una società attraverso i multipli dei propri asset. In questo caso si devono calcolare tutti i vari multipli dei vari asset (o punti vendita) tramite l'analisi delle società comparabili. I multipli de gli asset (o punti vendita) variano a seconda della loro anzianità:

I punti vendita più recenti sono quelli che hanno un multiplo alto in quanto si tratta di attività già avviate e quindi con rischiosità poco elevata ma che, essendo di recente costituzione, garantiscono una crescita elevata.

I punti vendita preesistenti (più vecchi) hanno un multiplo intermedio in quanto il tasso di crescita di tali negozi è stabile. Sono di facile valutazione

I punti vendita di nuova apertura hanno un multiplo basso in quanto tali attività necessitano di ingenti investimenti (che comportano distruzione di cassa e quindi un valore basso) e, essendo nuovi, comportano alti rischi. Sono difficilmente valutabili.

E' poi possibile calcolare il valore della società in base agli asset in tre modi:

1) Applico multipli storici diversi in base al tipo di asset (dello stesso anno) e calcolo l'EV (valore della società)

I multipli storici si basano sul passato e riflettono le prestazioni finanziarie precedenti dell'azienda

2) Applico multipli prospettici attualizzando l'EV al WACC, ottenendo così il discounted EV (che è il valore attuale netto dell'EV)

I multipli prospettici si basano sul futuro e considerano le aspettative e le previsioni riguardo alle prestazioni future dell'azienda

3) Applico multipli prospettici a dati storici attualizzando l'EV al WACC

In questo caso si prendono i multipli prospettici (che riflettono aspettative future) e si applicano a misure finanziarie storiche (come utili, ricavi, flussi di cassa, ecc.) dell'azienda registrati in periodi precedenti.

3. I metodi reddituali

Il valore di una società dipende dalla sua abilità di generare flussi di cassa sostenuti e ricorrenti durante la sua vita. I metodi basati sui flussi di cassa sono preferibili ad ogni altro metodo (utili, patrimonio netto, misti)

$$W = \frac{CF}{(i - g)}$$

Il valore di un'azienda si basa sulla sua capacità di distribuire dividendi nel corso della sua vita.

I metodi reddituali derivano dal dividend discount model, che è un metodo basato sulla cassa e che si fonda sull'assunzione che nel lungo termine i dividendi corrispondono agli utili netti.

$$W = \frac{Div}{(i - g)}$$

I metodi reddituali (earnings based methods), prendono in esame proprio degli specifici flussi di cassa, cioè i redditi.

$$W = \frac{E}{(i - g)}$$

I metodi reddituali si distinguono in:

a) Metodi semplici: si basano sui redditi normalizzati e si sostanziano in una formula data da una rendita perpetua che ha come elemento il reddito medio normalizzato.

b) Metodi complessi: vengono stimati i redditi puntuali dell'orizzonte di previsione esplicito e poi si individua una rendita perpetua per i redditi successivi

c) Metodi misti (patrimoniali-reddituali); individuiamo:

- **Excess earnings method- metodo del sovrareddito:** il valore economico del capitale dell'azienda è stimato in base alla capacità della stessa di produrre sovrareddito nel tempo. Il sovrareddito è l'utile netto che riesce a realizzare al di sopra del rendimento sul patrimonio totale:

$$W = (E - NAV \cdot i) \cdot a|i + NAV$$

Con NAV = net asset value = valore netto dell'attivo

- Excess operating earnings (EVA) – metodo del sovrareddito operativo

$$W = [EBIT \cdot (1 - t) - AV \cdot i_{WACC}] \cdot a_m + AV - ND$$

AV =attivo aziendale e ND = debiti netti

Metodi dei multipli basati su componenti reddituali

I metodi reddituali vengono usati per la valutazione basata sulla comparazione di aziende.

Distinguiamo:

- metodo delle aziende comparabili;
- metodo delle transazioni comparabili

Tali metodi, per valutare il capitale economico di un'azienda, invece di attualizzare un flusso di reddito, applicano dei multipli ai redditi puntuali.

I multipli maggiormente utilizzati sono:

- EV/EBITDA
- EV/EBIT
- P/E
- PEG = P/E / (g · 100)

I multipli unlevered (lordi), come EV/EBITDA e EV/EBIT, si basano sull'EV, che è un valore al lordo dei debiti finanziari netti; dunque una volta calcolato l'EV della target occorre sottrarre la posizione finanziaria netta.

I multipli levered (lordi), come P/E, si basano sull'earnings, che è un valore al netto della posizione finanziaria netta; dunque non occorre sottrarre niente ma si ottiene direttamente W.

Esempio

- Etarget = 10;
- EBITDAtarget = reddito operativo lordo = margine operativo lordo = 100;
- EBITtarget = reddito operativo netto = reddito operativo = 80.
- NFD = 500.

Studiando le aziende comparabili con la target si evidenzia che in media l'utile (E) viene quotato 20x, l'EBITDA 8x e

l'EBIT 10x.

Applico tali multipli all'E, l'EBITDA e l'EBIT della target.

- Calcolo W basandomi sull'EBITDA: $W = EV - NFD = 8x 100 - 500 = 300$
- Calcolo W basandomi sull'EBIT: $W = EV - NFD = 10x 80 - 500 = 300$
- Calcolo W basandomi sull'E: $W = 20x E = 20x 10 = 300$.

Per poter utilizzare i redditi al fine di valutare il capitale economico di un'azienda occorre eseguire due interventi:

a) normalizzazione dei redditi, al fine di verificare la sostenibilità nel tempo di un certo livello di profittabilità cioè di redditi prodotti. A tale scopo è utile considerare: mercato potenziale; crescita e margini delle società comparabili; regolazione del Paese (es. tasse); caratteristiche del mercato finanziario (es. tassi); trend storico della società target.

I tipici elementi da normalizzare sono:

- attività straordinarie;
- sovracapitalizzazione dei costi (tramite politiche di bilancio vengono spostati i costi dal CE allo SP, cioè si iscrivono come costi pluriennali, allo scopo di aumentare la redditività dell'azienda);
- perdite/guadagni sui tassi e sui cambi della moneta;
- materie prime;
- tasse;
- flussi di ricavi non iscritti in bilancio.

b) proxy for cash: sarebbe meglio utilizzare per la valutazione della target flussi reddituali più vicini possibili alla cassa, come il margine operativo lordo, il quale è al lordo degli ammortamenti e di altre politiche di bilancio. Contributi, interessi, imposte figurative, ecc. sono tutti effetti distorsivi del CE.

La volatilità dei prezzi delle materie prime

Le società che basano la gran parte dei propri prodotti sulla trasformazione delle materie prime, sono soggette alla volatilità delle materie prime stesse.

- **Potrebbero ottenere guadagni significativi** quando i prezzi delle materie prime si riducono e i prezzi di vendita rimangono invariati, o magari crescono.
- **Potrebbero subire una diminuzione dei margini** se i prezzi delle materie prime aumentano e non riescono ad aumentare il prezzo di vendita.

Anche se i periodi in cui le materie prime aumentano di prezzo, la società aumenta i prezzi e successivamente i prezzi delle materie prime scendono di nuovo possono creare dei sovraredditi, l'azienda dovrà successivamente comunque adattarsi ai nuovi prezzi più bassi. E' necessario quindi **normalizzare la redditività**, cioè non tenere conto di periodi straordinari e temporanei di perdita o di sovrareddito in quanto sono condizioni che non possono essere mantenute nel tempo

È necessario capire il trade off tra prezzi di vendita e costi delle materie prime. La cosa importante da comprendere è se i prodotti di una società diventano, a tempo indeterminato, delle commodities da specialities (=se la società ha una redditività costante) o viceversa.

- La trasformazione in commodities creerà una riduzione del margine (business poco interessante)
- La trasformazione in specialities creerà un'espansione dei margini.

4. Finanziamento di un leveraged buy out

E' possibile valutare la capacità di indebitamento della società target analizzando tre diversi profili: capacità di generare cassa, redditività e patrimonializzazione.

1. Capacità di generare cassa

la "financial leverage capacity" è una valutazione della capacità di una società di acquisire un'altra società utilizzando il suo stesso potenziale di credito, e si basa sull'analisi della sua capacità di generare flussi di cassa. Maggiore è la capacità di generare flussi di cassa, maggiore sarà la possibilità di indebitarsi per l'acquisizione. Questo tipo di acquisizione è noto come "Leveraged Buy Out" (LBO).

Esempio:

Supponiamo che la società A voglia acquisire la società B attraverso un Leveraged Buy Out (LBO). La società A vuole finanziare l'acquisizione utilizzando il proprio potenziale di credito, ovvero prendendo in prestito denaro per finanziare l'operazione.

Il primo passo consiste nell'analizzare la capacità di indebitamento della società B, che è la società target. Per fare ciò, si guarda al profilo finanziario della società B e si valuta la sua capacità di generare flussi di cassa.

Supponiamo che la società B abbia dimostrato una buona capacità di generare flussi di cassa costanti nel corso degli anni. Questo significa che la società B è in grado di generare abbastanza denaro dalle sue attività operative per coprire le spese correnti, gli interessi sul debito e i pagamenti del capitale.

A questo punto, la società A può utilizzare questa capacità di generare flussi di cassa per prendere in prestito denaro da banche o investitori per finanziare l'acquisizione della società B. Poiché la società B è considerata finanziariamente solida e in grado di generare flussi di cassa stabili, le banche e gli investitori saranno più propensi a prestare denaro alla società A per finanziare l'acquisizione.

In questo esempio, la "financial leverage capacity" della società B ha permesso alla società A di acquisirla utilizzando il suo stesso potenziale di credito. La capacità della società B di generare flussi di cassa consistenti ha reso possibile l'ottenimento di finanziamenti per l'acquisizione, fornendo una base solida per il successo dell'operazione di LBO.

Il processo di LBO inizia creando una società separata chiamata "società veicolo" che viene finanziata principalmente attraverso il debito. Successivamente, questa società veicolo acquisisce la società target. Alla fine dell'operazione, la società veicolo e la società target si uniscono.

Il primo passo per considerare l'acquisizione attraverso un LBO è valutare la capacità di indebitamento della società target (leverage capacity). Questo viene fatto analizzando:

1. capacità di generare flussi di cassa, ossia i soldi che la società riesce a generare dalle sue attività.

Più una società è in grado di generare flussi di cassa consistenti, maggiori sono le sue possibilità di prendere in prestito denaro per finanziare l'acquisizione. Questo perché, se la società target genera abbastanza denaro, sarà in grado di coprire gli interessi e il capitale del debito che ha assunto per l'acquisizione.

In particolare, bisogna analizzare la voce free cash flow del rendiconto finanziario. I free cash flow sono i flussi di cassa liberi e disponibili per pagare il servizio del debito (capitale e oneri finanziari) e dividendi per gli azionisti;

Dopo aver pagato il debito e interessi rimane il cash flow available to equity, e cioè i flussi di cassa disponibile per remunerare gli azionisti, i quali vengono pagati per ultimi. I flussi destinati agli azionisti sono infatti i più rischiosi e per tali motivi anche quelli che garantiscono un rendimento maggiore.

Perché la società presenti la capacità di indebitamento il debt service cover ratio, cioè il rapporto tra free cash flow e debt service deve essere > 1.

Dunque se tale rapporto è > 1 significa che la società ha cassa a sufficienza per pagare debito e interessi.

$$\text{debt service cover ratio} = \frac{\text{free cash flow}}{\text{debt service}}$$

La sostenibilità del debito deve essere valutata, oltre che, come visto prima, attraverso l'analisi dei flussi di cassa, anche mediante

2. l'analisi della redditività della società.

La profittabilità (sustainable profitability, cioè la capacità di generare un reddito sostenibile) è fondamentale, nel medio termine, in quanto è un indicatore della capacità della società di sopravvivere nel tempo. Rappresenta la capacità della società di coprire, attraverso i ricavi netti (EBITDA), il servizio del debito (capitale e interessi).

L'indicatore più utilizzato per valutare la capacità di indebitamento della società è:

$$\frac{\text{net debt (ND)}}{\text{EBITDA}}$$

Misura quante volte la profittabilità (cioè l'EBITDA) gira nei debiti netti. 2x – 3x è il livello normale per essere profitable. Se tale indicatore supera i 4x-5x vuol dire che non può essere finanziata (cioè che le banche non le concedono prestiti) in quanto ha già un debito troppo elevato.

Altri indicatori sono:

$$\frac{\text{EBITDA}}{\text{net interest expenses}}$$

E

$$\frac{EBIT}{net\ interest\ expenses}$$

3. La capacità di debito della società, infine, deve essere valutata attraverso l'analisi degli asset posseduti, cioè la sua patrimonializzazione.

Una solida patrimonializzazione deve essere finanziata mediante una struttura di capitale bilanciata (balanced capital structure). Ciò è valutato tramite diversi indicatori:

a) Leverage ratio

$$leverage\ ratio = \frac{net\ debt\ (ND)}{(equity + net\ debt)}$$

Dove:

- Net debt = debiti netti a valore contabile;
- Equity = totale fonti di finanziamento a valori contabili

E' possibile esprimere tale rapporto anche a valori di mercato:

$$leverage\ ratio = \frac{net\ debt\ (ND)}{Enterprise\ Value\ (EV)}$$

- Net debt = valore di mercato del debito
- EV = valore di mercato del patrimonio

Solitamente i finanziatori (banche) richiedono il mantenimento del leverage ratio e del livello di indebitamento. Inoltre, possono richiedere delle garanzie e dunque ipotecare determinati asset, quali:

- Immobili (real estate)
- Impianti produttivi
- Crediti commerciali
- Proprietà intellettuale

Fonti di finanziamento

Esistono molteplici fonti di finanziamento (per attuare un'operazione di Leverage Buy OUT), disposte di seguito in ordine crescente di rischio-rendimento-costo:

1. Equity, o capitale di rischio, è una fonte di finanziamento per le aziende che rappresenta una partecipazione di proprietà nella società. Acquistare equity significa diventare azionista, ovvero proprietario di una parte della società. E' la fonte di finanziamento più rischiosa poiché il suo rendimento può variare molto e ci possono essere anche perdite.

Poiché gli azionisti hanno diritto agli utili della società, il rendimento dell'equity dipende dalle performance aziendali. Se l'azienda va bene e genera profitti, gli azionisti ricevono dividendi e il valore delle azioni può aumentare, garantendo un rendimento elevato. Ma se l'azienda non va bene e non genera profitti, gli azionisti possono subire perdite.

L'equity è anche l'ultima fonte di finanziamento a essere rimborsata in caso di insolvenza. In altre parole, se l'azienda fallisce, gli azionisti sono gli ultimi a ricevere i soldi, dopo che sono stati pagati tutti gli altri creditori.

Il costo dell'equity può variare a seconda della tipologia di azienda. Per le società non quotate (private), il costo dell'equity può essere elevato, soprattutto nelle fasi iniziali (start-up) quando il rischio è maggiore e gli investitori richiedono rendimenti più alti per compensare il rischio assunto.

Per le società mature quotate in borsa (listed), il costo dell'equity è generalmente più basso, perché queste società sono considerate meno rischiose. Hanno accesso a più informazioni, sono più stabili e hanno un maggiore accesso ai finanziamenti. Tutto ciò riduce il costo del finanziamento dell'equity, che può essere simile al dividendo che gli azionisti ricevono in rapporto al prezzo dell'azione.

b) Vendor loan: è una forma particolare di finanziamento che si verifica quando il venditore di una società consente all'acquirente di pagare parte del prezzo di acquisto in modo differito nel tempo. In altre parole, il venditore concede un prestito all'acquirente, permettendogli di pagare una parte del prezzo dell'acquisizione in un momento successivo, anziché pagare tutto il prezzo in una sola soluzione all'atto dell'acquisto.

Tuttavia, è importante notare che il valore nominale del "vendor loan" può essere inferiore al suo valore di mercato. Questo significa che il venditore può offrire il prestito a un tasso di interesse più basso rispetto ai tassi di mercato, rendendolo un'opzione interessante per l'acquirente. Questa differenza tra il valore nominale e il valore di mercato è una forma di sconto o agevolazione concessa dal venditore all'acquirente.

c) Preferred equity: è il capitale privilegiato e viene remunerato e rimborsato prima del capitale di rischio, ma comunque in via residuale e dunque solo se vi è cassa disponibile. Viene definito anche quasi-equity in quanto si tratta di equity con una cedola che garantisce il pagamento di un dividendo fisso prima del pagamento del dividendo maturato dall'equity.

d) Mezzanine debt: è una forma di finanziamento che si trova a metà strada tra il capitale di rischio (equity) e il debito senior. Questo tipo di finanziamento ha un costo nominale relativamente alto perché è considerato meno sicuro rispetto al debito senior. Ciò significa che, in caso di fallimento dell'azienda, il "mezzanine debt" viene pagato dopo gli altri creditori, come il debito senior.

Un aspetto particolare del "mezzanine debt" è la presenza di una clausola chiamata **"warrant" o "equity kicker"**. Questa clausola dà al finanziatore il diritto di convertire il credito in azioni, cioè diventare azionista dell'azienda, a un certo prezzo prefissato. In pratica, se l'azienda avrà successo e il valore delle azioni aumenterà, il finanziatore potrà esercitare il diritto di convertire il credito in azioni e beneficiare dell'aumento del valore.

Gli interessi sul "mezzanine debt" sono spesso pagati con una modalità chiamata "PIK" (pay in kind). Ciò significa che gli interessi maturano ogni anno ma non vengono pagati annualmente. Invece, vengono capitalizzati, ovvero aggiunti al debito, e vengono pagati tutti insieme alla scadenza del prestito, insieme al rimborso del capitale.

e) Convertible debt: Il "convertible debt" è una forma di finanziamento che combina caratteristiche del debito (obbligazione) e dell'equity (azione). Offre rendimenti limitati, ovvero gli

interessi che l'investitore riceve sono generalmente bassi rispetto ad altre forme di debito. Tuttavia, da la possibilità di convertire l'obbligazione in azioni della società ad un prezzo prestabilito.

Se l'azienda ha successo e il valore delle azioni aumenta, si può decidere di convertire l'obbligazione in azioni e beneficiare dell'aumento del valore. In questo modo, il "convertible debt" offre agli investitori una potenziale opportunità di ottenere un rendimento maggiore rispetto a un normale debito.

Questa caratteristica rende il "convertible debt" particolarmente interessante per le società nelle prime fasi del loro sviluppo, quando non possono garantire rendimenti elevati agli investitori, ma vogliono comunque attirare finanziamenti. Offrendo la possibilità di convertire l'obbligazione in azioni, queste società rendono l'investimento più allettante per gli investitori che credono nel loro potenziale di crescita.

f) Senior debt: si tratta della fonte di finanziamento meno rischiosa e viene tradizionalmente assimilato con i prestiti bancari ma contiene anche altri finanziamenti (capital leasing, traded debt, factoring, ecc.). Viene definito capitale fisso (fix income) in quanto (di norma) il capitale investito non è soggetto a perdite e il guadagno deriva dagli interessi maturati.

Dunque, tenendo conto del profilo di rischio, delle garanzie disponibili e del profilo finanziario e di profittabilità della società finanziata, tale tipo di finanziamento è relativamente sicuro.

Il suo costo, e cioè gli interessi da corrispondere, è collegato con un tasso base (Euribor), che è il tasso al quale gli istituti finanziari finanziano se stessi, cioè al quale avvengono i prestiti interbancari, a cui si aggiunge uno spread determinato in funzione del profilo di rischio e dunque della capacità di credito della società richiedente credito.

Dunque, il costo del debito senior può sostanzarsi in:

- **Tasso fisso** = Euribor + spread + irs premium (che si basa su stime);

Tale tasso deve garantire un rendimento anche in futuro: tale tasso, infatti, si stabilisce una volta per tutte e quindi, data la variabilità dei tassi del mercato, deve comprendere anche la componente di rischio. Se il tasso fisso stabilito è del 3% e poi i tassi di mercato raggiungono il 6%. La banca perde il 3%. Dunque deve stabilire un tasso fisso più elevato che contenga anche il rischio che i tassi di mercato salgano di una certa percentuale.

- **Tasso variabile** = Euribor + spread; rappresenta il costo del capitale nel mercato borsistico. Può essere trasformato in tasso fisso attraverso derivati (IRS, Collar, ecc.).

g) Real estate spin-off: si tratta di cessione immobiliari. La società vende alcuni asset immobiliari e poi le riprende in affitto per usarle. La società in tale modo realizza un elevato margine operativo lordo: vi è più cassa (derivante dalla vendita degli immobili) ma più oneri finanziari.

Come stabilito dagli IFRS/IAS, però, se il contratto di affitto è di lungo termine (più di 12 anni), gli asset devono essere iscritti comunque in SP e i debiti nel passivo. Il costo di tale fonte di finanziamento è un tasso compreso tra il pagamento annuale per l'affitto e il valore di mercato dell'immobile.

5. Approccio alla valutazione delle società di private equity

Esistono vari metodi:

1. Il DCF method (o metodo finanziario) è un metodo di un investimento, basato sull'attualizzazione, secondo un tasso corretto per il rischio, dei flussi futuri attesi dall'attività in questione. Cerca di capire il valore di un investimento oggi, sulla base delle proiezioni di quanto denaro genererà in futuro. E' molto utilizzato dagli investitori per decidere se investire in società o titoli. Può basarsi su due differenti tipologie di flussi:

a) FCF to equity (o FCF leverade): attualizzando tali flussi si ottiene l'Equity Value. Tali flussi sono al netto del servizio del debito, cioè sono dati dal valore rimanente dopo aver pagato gli interessi e rimborsato il debito. Il tasso di attualizzazione usato è il tasso di congrua remunerazione (ic). Questi flussi sono più rischiosi in quanto, prima di distribuire agli azionisti la cassa generata, viene sottratto il servizio del debito.

b) FCF to firm (o FCF unleverade): attualizzando tali flussi si ottiene il Firm Value a cui si devono sottrarre i ND per ottenere W. Tali flussi sono al lordo del servizio del debito. Il tasso di attualizzazione usato è il costo medio ponderato del capitale (iwacc).

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{CF \text{ (cash flow)}}{(1 + \text{cost of capital})^t} + \frac{TV}{(1 + i_{wacc})^n}$$

Dove TV = valore terminale che è uguale a:

$$TV = \frac{FCF_n}{(1+g)} \cdot (1 + g)$$

E rappresenta il valore dei flussi di cassa attualizzati all'infinito

Quindi l'enterprise value è sostanzialmente il valore netto dei flussi di cassa futuri, suddivisi tra i flussi di cassa dell'orizzonte temporale di riferimento e i flussi di cassa dopo l'orizzonte temporale di riferimento (TV). Si prendono in considerazione i flussi di cassa disponibili (dell'attivo circolante o del patrimonio netto).

Che cosa determina i flussi di cassa disponibili, e quindi il valore della società? I tassi di crescita, i margini e il ritorno del capitale investito ROIC.

Il ROIC si calcola come:

$$ROIC = \frac{EBIT \cdot (1 - t)}{D + E} = \frac{NOPAT}{D + E}$$

Questa formula sintetizza quanto valore l'azienda riesce a generare ogni anno, è il rendimento del suo attivo aziendale.

La valutazione di una società presuppone alcune analisi:

1. La performance storica, che permette di stimare e analizzare il ROIC, per confrontarlo con il WACC. E' necessario confrontare i dati storici con i dati del settore: trends, analisi side by side e

analisi della concorrenza: barriere all'entrata, sostituti del prodotto, punti di forza, debolezza....
(per capire se il piano finanziario futuro possa essere credibile o meno)

2. Le previsioni della performance, che si basano sul posizionamento competitivo. Consistono nell'elaborare diversi scenari di prestazioni, verificare la ragionevolezza di tutte le previsioni, capire il potenziale di crescita, analizzare le tendenze e le caratteristiche del settore e del mercato.

3. Il costo medio ponderato del capitale (WACC). Si stima come:

$$WACC = R_d \frac{D}{D + E} \cdot (1 - t) + R_e \frac{E}{D + E}$$

dove:

- R_e = return (cost) of equity, cioè il rendimento richiesto dagli azionisti;
- R_d = return (cost) of debt, cioè il rendimento richiesto dai finanziatori
- $\frac{E}{D+E}$ = proporzione di equity che c'è nell'azienda
- $\frac{D}{D+E}$ = percentuale di debito in azienda
- $(1-t)$ = scudo fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi

4. Il valore terminale, che definisce il valore dell'azienda dalla fine del periodo di riferimento all'infinito.

5. Verifica della consistenza delle previsioni. Si verifica, con un'analisi di sensitività, la coerenza con le performance passate e i risultati del settore.

Nella stima dei flussi di cassa si possono incontrare diversi problemi:

- **Flussi di cassa**: spesso le società acquisite si trovano ad affrontare perdite iniziali, seguite da profitti volatili e significativi. Il valore complessivo della società dipende molto dal suo valore finale. Questo è soprattutto vero in imprese con forte crescita, perché tale valore è molto sensibile alla crescita.

- **Stima del costo del capitale**: le imprese private non hanno un tasso di riferimento, perché le società comparabili non sono disponibili o non esistono.

Calcolo rendimento degli investimenti nei fondi di private equity

I fondi di investimento ricercano investimenti che hanno alti rendimenti anche perché devono dar conto ai propri investitori.

Per calcolare il rendimento degli investimenti vengono usati due metodi:

1) Cash on Cash (CoC): esprime quanto volte il capitale investito ritorna. La debolezza di tale indice è che non rileva in quanto tempo si è avuto il ritorno e quindi, a parità di rendimento, attribuisce lo stesso valore a due investimenti di durata anche molto diversa.

CoC = ritorno/capitale investito

2) Tasso interno di rendimento (IRR – internal rate of return): indica il rendimento percentuale annuale di un investimento pluriennale. Attualizzando i flussi futuri a tale tasso si ottiene un VAN = 0.

Per le società comparabili, il valore è stimato sulla base dei multipli di società comparabili che sono quotate (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT...). I vantaggi sono la facilità d'uso e la possibilità di creare regole empiriche utili per l'uso nel settore industriale, ma gli svantaggi sono molti: la selezione del campione, i principi contabili diversi tra i paesi, il flottante limitato, diversi regimi fiscali nei paesi, gli sconti di liquidità, i premi di maggioranza o gli sconti di minoranza.

Per le transazioni comparabili, invece, il valore è stimato sulla base dei multipli derivati da transazioni comparabili nel settore. Il vantaggio è anche qui la facilità d'uso e gli svantaggi sono, oltre a quelli visti per le società comparabili, la struttura della transazione e una bassa credibilità dei dati per la presenza di errori.

Molto spesso, gli operatori applicano un singolo multiplo per valutare la società. Il multiplo comporta molte cose, tra cui la generazione dei flussi di cassa e la crescita:

Metodo dei flussi di cassa semplice:

$$EV = \frac{FCF \cdot (1 + g)}{(1 - g)}$$

Multiplo EBITDA implicito:

$$EV = EBITDA_{target} \cdot \frac{EV_{comps}}{EBITDA_{comps}}$$

Quindi:

$$\frac{FCF \cdot (1 + g)}{(1 - g)} = EBITDA_{target} \cdot \frac{EV_{comps}}{EBITDA_{comps}}$$

Grazie all'ultima equivalenza, dal sottostante multiplo si può alternativamente ricavare:

I. Il tasso di crescita implicito dato il WACC

II. Il WACC implicito dato un tasso di crescita L'approccio basato sul capitale proprio fonda un "Ritorno" del valore economico, EV, come funzione del leverage disponibile e del tasso di rendimento del capitale proprio.

C'è un legame tra multipli e metodi teorici. Il valore dell'impresa EV è funzione del tasso di crescita g e dei flussi di cassa. Se il tasso di crescita aumenta a parità di flussi di cassa il valore dell'azienda aumenta e a parità di crescita il valore dell'azienda dipende dai flussi di cassa. Il tasso di crescita implicito di una società dipende dal valore obiettivo e dal flusso di cassa della società. Data una determinata crescita per giustificare questi valori, la crescita necessaria è sempre crescente. Di conseguenza, il multiplo implicito di negoziazione della società dipenderà dal tasso di crescita della società e dal flusso di cassa della società. Più è alta la crescita, più è alto il multiplo implicito. Nel caso in cui ci fosse più debito il WACC scenderebbe, il valore dell'azienda aumenterebbe e aumenterebbe anche il multiplo implicito. Se si avesse meno debito, l'azienda varrebbe di meno perché WACC è più alto e quindi il multiplo implicito diminuirebbe

6. Gestire un'azienda post LBO

La creazione di valore da un investimento attraverso una LBO

La creazione di valore per gli azionisti attraverso l'acquisizione di una società tramite un'operazione di LBO si può sostanziare in 3 momenti:

1. Al momento dell'acquisizione (visto in precedenza): si modifica il mix delle fonti di finanziamento con lo scopo di ridurre il loro costo; vi sono due possibilità, sfruttabili anche contemporaneamente:

- Utilizzare la leva (cioè il debito) che ha un costo inferiore rispetto all'equity;
- Usare una leva meno onerosa di quella che già gravava sulla società; si tratta quindi di rifinanziare la società stessa (se pagava l'8% di interessi e si stipula un nuovo debito al 3% si è creato valore);

2. Al momento della vendita (solitamente avviene dopo 5-7 anni): si crea valore facendo arbitraggio sul multiplo.

Ad es. si acquista una società che ha un valore del capitale economico di 5x l'EBITDA e si aumenta tale ratio al 7x. Tale metodo è opportunistico perché non dipende solo dal management ma anche dal mercato.

Tuttavia, di solito il valore del multiplo della società prima e dopo l'acquisizione è sempre più o meno lo stesso: non viene creato molto valore;

3. Mediante il miglioramento delle operations. Vi sono diversi interventi intraprendibili per creare valore per gli azionisti (non siamo interessati agli altri stakeholders):

1) miglioramento del profilo economico dell'impresa, lavorando sul CE. Lavorare sul CE si sostanzia in diverse operazioni:

a) incrementare il fatturato: esso è dato da prezzi x volumi quindi aumentarlo significa incrementare prezzi o volumi (o entrambi) di vendita. Lo scopo è quello di aumentare la redditività della società: infatti redditività = fatturato – costi.

b) ridurre i costi: il fine è sempre di aumentare la redditività (in particolare l'EBITDA perché è su tale valore che si basano le valutazioni societarie) aumentando la differenza tra costi e fatturato. Tra gli altri interventi è possibile:

- **Ridurre il costo del venduto**, ossia i prezzi di acquisto;

- **Ridurre il costo delle materie** mediante continue negoziazioni con i fornitori o la reingegnerizzazione del prodotto: si tratta di modificarlo al fine di rendere necessarie, per la sua produzione, meno materie prime, materie prime meno costose, meno costo del lavoro.

- **Ridurre i costi fissi** (structural costs - costi amministrativi, del personale, di marketing e promozione, ecc.): sono più facili da diminuire in quanto si tratta di costi interni alla società e dunque è su di essi che di solito i manager puntano per migliorare la redditività e quindi i flussi di cassa.

- **Rendere maggiormente efficiente la supply chain**, cioè tutte le fasi la catena produttiva mediante il quale la materia prima diventa output (approvvigionamento materie prime, trasporto, stoccaggio, logistica, produzione, marketing, vendita, ecc.).

Nello specifico, la riduzione dei costi del personale è un modo efficace di creare valore per gli azionisti. Tuttavia, dato che licenziare il personale può essere un'operazione umanamente dolorosa e giudicata negativamente dalla comunità, le imprese, in particolare quelle familiari, le quali hanno un forte legame con la società e con i dipendenti intraprendono raramente tale via per ridurre i costi. Nel momento in cui è il fondo ad acquisire la società mediante una LBO, invece, esso attua tra le prime operazioni un ridimensionamento del personale, non avendo legami né con i dipendenti, né con la comunità, né con i sindacati. Per tale motivo il cambio di proprietà crea spesso valore per gli azionisti.

c) Ridurre capitale circolante: vedi lezione 1;

d) Ridurre il livello di capitale impiegato (capex): ciò deve avvenire non negli investimenti centrali per il business, in quanto altrimenti si ridurrebbe il valore degli assets, ma in riferimento alle manutenzioni straordinarie e agli investimenti meno produttivi, cioè quelli che presentano ritorni bassi, cioè inferiori al costo del capitale investito ($ROIC < wacc$) o inadeguati secondo la logica make-or-buy o inferiori rispetto ad altri investimenti simili. E' dunque opportuno fare una selezione degli investimenti.

Entrambi questi ultimi due interventi liberano cassa e quindi aumentano il valore dell'impresa.

2) miglioramento del profilo finanziario dell'impresa: l'obiettivo è aumentare il valore dell'equity e ciò è possibile aumentando il valore dell'Enterprise Value. Infatti, a parità di debito, se aumenta l'EV aumenta anche l'Equity ($EV - ND = EqV$)

3) incremento della crescita: tali azioni si può concretizzare in diverse operazioni:

a) Miglioramento della posizione competitiva: ciò è ottenibile in molteplici modi:

- Riposizionamento del marchio (es. Moncler vendeva piumini, è stata comprata e i piumini sono stati messi dietro una vetrina; ciò ha reso possibile aumentare sensibilmente i prezzi di vendita);
- Migliorare la forza di vendita: cioè riuscire a vendere più prodotti agli stessi clienti o attrarre nuovi clienti;
- Penetrare in nuovi mercati, in termini di prodotto/servizio e aree geografiche;

b) Acquisizione di altre imprese: lo scopo è la realizzazione di sinergie, cioè impatti economici positivi risultanti dall'unione di più società (2 vale di più di 1 + 1).

La crescita della società comporta principalmente due vantaggi: aumento della quota di mercato e sfruttamento delle economie di scala.

4) Miglioramento del sistema di controllo di gestione e del reporting. Tale azione comporta taluni vantaggi:

a) monitoraggio più efficace: ciò permette una più approfondita analisi della gestione e dunque la capacità di cogliere maggiormente opportunità di riduzione di costi;

b) maggiore trasparenza: si riducono così le asimmetrie informative nei confronti dei potenziali clienti, delle banche, di altri finanziatori, ecc., così da aumentare l'interesse dei clienti e le possibilità di ottenere finanziamenti. E' possibile raggiungere tale obiettivo mediante l'implementazione di un sistema informatico migliore.

5) implementazione di un modello di corporate governance più efficiente e di incentivi per il management: il fondo di investimento, di solito, promuove la separazione tra proprietà e management e allinea gli interessi dei due soggetti, al fine di ridurre i costi di agenzia (es. tramite incentivi economici per il management legati all'andamento della società).

Dopo aver implementato il nuovo sistema di controllo e gestione, il primo step è quello di scegliere il miglior management possibile. Si deve pertanto scegliere il CEO (a.d.) e il resto del top management (la cd. prima linea), che solitamente è un team legato all'a.d.: CFO (direttore finanziario), COO (direttore operativo), CSO (direttore commerciale).

Tutti i manager dovrebbero essere scelti mediante procedure trasparenti e meritocratiche.

Una volta scelto il management, esso dovrebbe essere oggetto di un sistema di incentivi.

E' possibile avere: Management Buy In (MBI) se il fondo mantiene lo stesso management che la società acquistata aveva prima; Management Buy Out (MBO) se il management viene scelto all'esterno.

Di solito viene stipulato un accordo tra i nuovi azionisti e il management riguardo alle sue funzioni e alle modalità con cui verrà retribuito (es. stock options).

Il cambio di proprietà in favore di un investitore istituzionale permette di attrarre personale più qualificato, sia per la stabilità economica del fondo sia per il sistema di meritocrazia che esso adotta (al contrario in una società familiare non c'è molta possibilità di carriera).

6) Deleveraging: è fondamentale, una volta conclusasi l'operazione di LBO ridurre il grande quantitativo di debito utilizzato per finanziare l'acquisto della società.

E' possibile usare la cassa generata e le entrate derivanti dalla vendita di alcuni assets non core e non strategici per rimborsare i finanziamenti pregressi e quindi ridurre il debito. Se il debito diminuisce, a parità del valore di mercato degli assets (EV), il valore dell'Equity aumenta.

Come conseguenza del deleverage si ha una riduzione del profilo di rischio della società (β) e quindi del costo dell'Equity.

Dunque si ha una società meno indebitata, quindi meno rischiosa, che per tale motivo; ottiene più facilmente e ad un costo inferiore finanziamenti dalle banche; viene richiesto un rendimento minore dagli azionisti.

Come detto prima, perché sia possibile operare un deleverage occorre che vi sia generazione di cassa, in quanto è tramite questa che vengono ripagati i finanziamenti. Si parte dai debiti più costosi (mezzanino, preferred equity) fino ad arrivare ai finanziamenti bancari, che rappresentano il debito con il costo minore.

Spesso, nei finanziamenti con le banche vi sono delle clausole dette **marginal rachets**, in virtù delle quali una riduzione del debito comporta una riduzione del tasso di interesse applicato al

finanziamento. Es. se la società richiede un finanziamento di 1000 all'inizio pagherà su di esso il 5%. Nel momento in cui riduce il debito a 400 paga un interesse del 3%.

Solitamente il fondo a questo punto vende la società oppure la rifinanzia (re-leveraging), cioè contrae nuovo debito, ad un tasso inferiore, grazie alla riduzione del rischio. Il passare da un determinato tasso ad un tasso inferiore crea valore per gli azionisti. Però, vi sono anche svantaggi conseguenti a tale operazione, quali il pagamento di nuove commissioni alle banche, la perdita dei benefici fiscali.

7. La valutazione di franchising sportivi e concessionarie di automobili

1. La valutazione di un franchising sportivo e l'industria dell'intrattenimento

Le squadre sportive professionali, di solito appartengono a società più ampie e fanno parte di grandi gruppi industriali dell'intrattenimento. Dunque hanno un valore intangibile che va oltre la semplice lista di giocatori.

Le società di intrattenimento cercano di massimizzare il valore in due modi:

- attrarre, mantenere e incrementare l'audience (seguaci);
- sviluppo del marchio, tramite la stipula di contratti di franchising, il che porta anche importanti ricavi (es. Ferrari, oltre che avere macchina nelle gare, vende gadget);

Il valore economico delle squadre sportive dipende da 4 variabili:

1) relazione tra giocatori e proprietà: ottimizzare la gestione di tale rapporto significa ridurre i flussi nei confronti dei giocatori. Negli USA, anni fa, il livello degli stipendi dei giocatori era così alto da ledere la redditività delle società (60% dei ricavi). La soluzione è stata di riconoscere non stipendi fissi ma di remunerare i giocatori con bonus e azioni della società (se quotata), cosa che funge anche da incentivo. Spesso i giocatori principali vengono usati anche come testimonial in campagne pubblicitarie. In Italia fino a 10 anni fa le spese di acquisto dei giocatori erano così alte da non far ottenere alle società i profitti. Con il "Decreto salvacalcio" si è permesso di registrarle tra le immobilizzazioni immateriali e quindi di ammortizzarle (in 5 anni), spalmando così in un periodo più lungo tali elevati costi e evitando di dover ricapitalizzare a causa delle perdite. Il valutatore, in relazione al rapporto tra proprietà e giocatori, deve determinare:

- il contributo che ciascun giocatore apporta alla squadra;
- i termini e le condizioni dei contratti;
- le performance prospettive della squadra;
- l'importanza della squadra all'interno del campionato.

2) sistema regolatorio: leggi specifiche e regolamenti delle league: nella valutazione delle squadre sportive assume un significato rilevante l'analisi delle leggi e regole a cui esse sono sottoposte. Tali regole possono essere analizzate da differenti punti di vista:

a) problemi organizzativi: le squadre sportive godono di alcune deroghe rispetto alla normativa antitrust, tra le quali la possibilità di avere i diritti esclusivi dei processi di merchandising e sui ricavi non comuni.

b) ricavi non comuni: è possibile fare una distinzione tra ricavi comuni, i quali sono negoziati dalla lega con le televisioni che poi stabilisce come dividerli tra le varie squadre del campionato. Lo scopo di tale regola è portare ricavi anche alle squadre minori; ricavi che non vengono divisi (es. derivanti da botteghino, sfruttamento commerciale del marchio, stadio) ma che dipendono molto dal successo di ogni singola squadra e che vanno ad esse.

c) relazione tra proprietà e giocatori: il soggetto valutatore deve analizzare come viene gestita la relazione tra squadra e giocatori, in termini di tetto massimo agli stipendi, mobilità dei giocatori, ecc.

3) ricavi mediatici (broadcast): tali entrate, derivanti da socialnetwork, TV e altri mezzi mediatici, rappresentano la quantità maggiore di entrate per le squadre sportive (60%), in quanto, sempre di più, le persone preferiscono vedere gli eventi sportivi da casa (es. premio del Qatar pochi spettatori nel luogo ma milioni lo guardano in TV). Tali ricavi sono, come detto, ricavi comuni che devono essere suddivisi tra le varie società. La capacità di generare ricavi in maniera sostenibile nel tempo e dunque il valore delle società sportive è strettamente collegata al volume dei suoi diritti TV. Le squadre maggiori pretendono di avere molti dei ricavi comuni in quanto hanno un grande seguito. Il volume dei ricavi riconosciuti a ciascuna squadra dipende da due fattori: bacino di utenza (squadra lituana che va in finale di champions avrà meno ricavi di una squadra tedesca che va in finale di champions) e performance.

4) sviluppo e valorizzazione di siti fisici: lo sviluppo immobiliare, principalmente gli stadi, sono molto importanti per il valore delle società sportive in quanto all'interno è possibile organizzare eventi di vario tipo e sono veicoli per fidelizzare i seguaci. In alcuni casi (USA e Inghilterra) gli stadi hanno il nome degli sponsor, anche se sono di proprietà delle squadre, i quali portano ingenti somme alle società. Spesso le società fanno pressioni sulle autorità locali perché le venga permesso di costruire gli stadi. I ricavi derivanti dagli stadi sono molto importanti in quanto non devono essere divisi con le altre società. Si tratta infatti di ricavi non comuni. E' stato studiato che un piccolo stadio può portare circa 52 ml l'anno. Qualora lo stadio non sia stato ancora costruito, anche se il solo progetto dello stadio non può assumere un valore concreto nella valutazione, assume comunque rilevanza la possibilità che venga costruito.

Metodologia per la valutazione

Il valore dell'azienda è strettamente collegato anche alle sue performance (più vince più vale) e alla capacità di fidelizzare i suoi sostenitori. La valutazione delle squadre sportive viene attuata mediante due approcci:

a) approccio basato sul CE; si tratta del metodo finanziario (discounted cash flow method): il tasso di attualizzazione è il wacc. Il costo dell'equity viene calcolato con il CAPM. Il rischio (β) delle società del settore non è elevato in quanto i ricavi non variano molto neanche in periodi di crisi

b) approccio di mercato; è il metodo delle transazioni comparabili: la principale difficoltà che si riscontrano nell'applicare tale metodo sono: la presenza delle sinergie che spesso sono inclusi nei prezzi a cui avvengono le transazioni usate come paragone; il capitale è spesso in mano a privati; le squadre sportive rappresentano solo una piccola parte del business delle società. I multipli maggiormente usati sono: P/S, P/CF e EV/EBITDA.

2. La valutazione di un concessionario di automobili

Motivi per la valutazione

Le ragioni più comuni per valutare le concessionarie sono:

- Eredità, dato che si tratta di rapporti di franchising;
- Cessioni e acquisizioni (M&A): molte transazioni avvengono tra concessionari già esistenti (fusioni);
- Divorzi;
- Liti: spesso le valutazioni vengono usate nelle controversie con i produttori (delle automobili), per calcolare i profitti persi;
- Vendita del contratto di franchising.

Analisi del business

Si tratta di un settore caratterizzato da margini molto bassi (intorno al 2%) in quanto il costo del venduto è molto alto. Le concessionarie svolgono diverse attività:

- Vendita di nuovi veicoli;
- Vendita di veicoli usati (che sta vedendo una grande crescita);
- Vendita al dettaglio;
- Finanziamenti e assicurazioni: è la funzione che produce margini più alti.
- Assistenza meccanica (riparazioni).

La valutazione deve tenere conto anche della situazione in cui si trova il mercato e l'economia in generale: in periodi di crisi la vendita di veicoli nuovi è in forte calo mentre crescono le vendite di veicoli usati, le riparazioni e i finanziamenti. Dunque, a secondo del momento storico, si da un peso maggiore alle diverse attività svolte dalla concessionaria. Le attività principali su cui si basa la valutazione delle concessionarie sono:

- **Rapporti con produttori (relazione a monte):** occorre infatti valutare i termini e le condizioni contrattuali tra produttori e concessionaria;
- **Rapporti con i compratori chiave (relazione a valle),** cioè coloro che acquistano flotte intere (es. Poste, Polizia).

Aree di rischio

Vi sono delle aree che è importante analizzare nella valutazione di una concessionaria in quanto possono essere fonti di alti rischi:

- Problemi ambientali (multe per inquinamento);
- Termini e condizioni del contratto di franchising (es. incide negativamente sul valore clausole che rendono difficile la cessione del business);
- Posizione fisica: se si trova in una zona dove passano molte persone avrà un valore maggiore;
- Trend economico del settore;
- Aspetti regolatori (es. la tassa sul lusso ha un impatto negativo sulle automobili di grossa cilindrata).

Metodi di valutazione

I metodi utilizzati per la valutazione di una concessionaria sono diversi:

- a) Metodo misto (excess earnings method);
- b) Metodo reddituale puro (income approach);
- c) Metodo delle transazioni comparabili (market approach);
- d) Metodo empirico: il valore economico del capitale è dato dalla somma del patrimonio netto rettificato e del blue sky

Blue sky = multiplo · reddito normalizzato · reddito pre-tassazione · reddito pre-LIFO