

1. METODOLOGIE PER LA VALUTAZIONE DELLE IMPRESE

La valutazione delle aziende non può essere intesa come un processo di applicazione meccanica di criteri e di formule anche se spesso, le perizie di stima non si discostano dalla mera rielaborazione di alcuni dati contabili sulla base di metodologie di larga diffusione e generale accettazione. Per giungere, invece, ad una valutazione attendibile e realistica, bisogna prestarsi ad un ulteriore sforzo critico e disporre, oltre che di una serie di strumenti «tecnici», di informazioni utili al fine di inquadrare l'azienda nel sistema in cui opera e di valutarne le politiche e le strategie.

Tale processo non deve poi limitarsi a fornire una mera fotografia dell'impresa, sostanziosamente in pratica in un'analisi a «bocce ferme» della realtà aziendale, bensì deve essere in grado di comprenderne il suo divenire, carpando il complesso rapporto tra la stessa e gli elementi dinamici dell'ambiente nel quale opera.

È, pertanto, di estrema importanza valutare appieno:

- le caratteristiche del settore cui appartiene l'azienda oggetto di stima;
- l'andamento storico dei suoi risultati;
- le previsioni sul suo sviluppo prospettico in relazione al proprio ambito concorrenziale;
- il quadro macro-economico e politico del Paese o dei Paesi in cui l'impresa opera.

In virtù di ciò, il processo di valutazione di un'azienda implica un'analisi a 360 gradi che consideri ogni fattore potenzialmente in grado di inficiarne la capacità di produrre flussi di reddito e, conseguentemente, di influenzarne il valore economico.

Poste queste brevi premesse, risulta opportuno, al fine di inquadrare in modo chiaro il tema della valutazione dell'azienda, affrontare due fondamentali questioni, ovvero:

- cosa intendiamo per «valore» dell'azienda;
- come intendiamo misurarlo.

Metodi di valutazione elaborati dalla dottrina

I metodi di valutazione dell'azienda elaborati dalla dottrina economico-aziendale che hanno trovato ampia diffusione in ambito professionale sono i seguenti:

- *patrimoniale* (semplice e complesso);
- *reddituale*;
- *misto patrimoniale-reddituale*;
- *finanziario*.

La scelta del metodo è lasciata al libero arbitrio del professionista preposto alla valutazione dell'azienda, stante l'assenza di norme di legge, fiscali o civilistiche, che statuiscono la preferenza per un metodo particolare.

Nella prassi italiana, tuttavia, si riscontra spesso un maggior ricorso ai metodi di tipo «misto patrimoniale-reddituale». Tale implicita «preferenza» è ragionevolmente ascrivibile a due ordini di fattori. Il primo fattore è dovuto alla potenziale maggior

completezza di analisi che l'applicazione di tale metodo implica, impegnando il soggetto che effettua la stima sia sul fronte della valutazione dei singoli elementi del patrimonio aziendale, sia sul fronte della quantificazione del plusvalore insito nell'azienda, in dipendenza della sua capacità di generare flussi reddituali aggiuntivi a quelli che sarebbero altrimenti conseguibili smobilizzando il capitale investito nell'azienda (ossia il suo valore patrimoniale corrente alla data cui si riferisce la stima).

Rispetto a tale metodologia, il ricorso a metodi esclusivamente di natura patrimoniale o di natura reddituale appare, sotto molti aspetti, meno idoneo a fornire una definizione completa del valore intrinseco a un complesso aziendale, che nella generalità dei casi deve giustamente essere ricondotto ad una componente patrimoniale e ad una componente reddituale. Il secondo fattore, meno nobile dal punto di vista argomentativo, ma non per questo da sottacere, è dovuto alla scarsa familiarità della maggior parte dei professionisti nostrani con i metodi di valutazione di matrice finanziaria, che pure larga diffusione e consenso trovano in ambito internazionale e, in particolare, in quello di derivazione anglosassone.

Documentazione da raccogliere

Colui che si propone di valutare un'azienda dovrà precostituirsi il bagaglio informativo cui andare ad attingere nel momento della concreta applicazione dei metodi di valutazione (che affronteremo nei prossimi paragrafi).

A titolo esemplificativo, e senza pretese di completezza (la raccolta delle informazioni più appropriate è spesso frutto di scelte soggettive), l'esperto valutatore dovrà munirsi:

- della situazione patrimoniale aggiornata e bilanci degli ultimi 5 anni, con relative certificazioni, se previste;
- dell'atto costitutivo e dello statuto aggiornato e dei patti parasociali;
- dei libri sociali degli ultimi 5 anni;
- delle eventuali autorizzazioni e licenze commerciali, nonché documentazione attinente alle immobilizzazioni;
- dei contratti con le controparti commerciali principali;
- delle dichiarazioni fiscali;
- delle perizie e consulenze rese da terzi;
- dei budget e piani strategici pluriennali (spesso di difficile ottenimento).

Una volta organizzate le informazioni raccolte, ulteriori notizie potranno essere ottenute mediante interviste e contatti diretti con il management aziendale.

2. NOZIONE DI VALORE

Prima di entrare nel cuore della trattazione — che corrisponderà nella buona sostanza alla descrizione dei vari metodi di valutazione dell'azienda — è necessario soffermarsi sul concetto stesso di valore dell'azienda, in modo da comprendere appieno quello che è appunto l'obiettivo del processo di stima.

Una prima fondamentale distinzione vede contrapposti due basilari espressioni del «valore»:

- il *valore come fondo o stock*;
- il *valore come flusso*.

Valore come fondo o stock

Con la prima locuzione si intende una misura del valore alla quale si perviene analizzando gli *stock*, ovvero gli elementi o aggregati di elementi del capitale di funzionamento dell'impresa, considerati in un determinato istante temporale.

Trattasi, quindi, di un concetto di valore statico e retrospettico, in quanto legato al patrimonio dell'azienda, il quale non è altro che il frutto dei risultati conseguiti nel passato.

Valore come flusso

Il *flusso* rappresenta, invece, la variazione intervenuta in un determinato periodo di tempo negli *stock* che costituiscono il capitale dell'impresa; pertanto, se si considera il valore in questa accezione, si porrà l'attenzione sulla capacità dell'azienda di produrre, nel breve-medio termine, determinati flussi di cassa oppure di reddito, a seconda che il metodo di valutazione utilizzato sia, come vedremo, di tipo finanziario o reddituale.

Nel panorama dottrinale e professionale odierno si propongono due fondamentali espressioni del «valore-flusso» (si veda la Tavola 1)

- il valore del capitale economico;
- il valore potenziale del capitale.

Tavola 1 – *Nozioni di valore inteso come flusso*

Nozione di «valore del capitale economico»

La prima definizione esprime un concetto che è stato a lungo l'asse portante delle perizie di stima e, in generale, delle costruzioni teoriche nella tradizione professionale mittel-europea, cioè la prevalenza, se non l'esclusività, del valore espresso in termini di Capitale Economico.

Il Capitale Economico è soltanto una delle misure del valore, ma è invero quella che sintetizza al meglio, ottimizzandole, le caratteristiche giudicate essenziali nelle stime analitiche:

- la «razionalità», cioè il fatto che tale misura sia il punto d'arrivo di un processo logico, chiaro e convincente e pertanto largamente condivisibile;
- la «dimostrabilità», nel senso che la formula matematica che ci permette di giungere ad una definizione del valore dell'azienda deve basarsi su dati controllabili e dimostrabili;
- la «neutralità», pertanto indipendenza da scelte arbitrarie e meramente soggettive che possano, in ultima istanza, inficiare l'attendibilità della stima;
- in alcuni casi, la «stabilità», nel senso che la metodologia di stima adottata deve evitare, possibilmente, oscillazioni nel valore causate da elementi contingenti e/o variazioni delle prospettive dovute più ad opinioni che a modifiche oggettive degli scenari.

Simili caratteristiche sono riconoscibili ai metodi reddituali basati sui flussi attesi di cui sia ragionevolmente dimostrabile la raggiungibilità, cioè legate a capacità reddituali già acquisite o di probabile (se non proprio certo) raggiungimento nel breve termine. Si esige, in altri termini, una relativa certezza, già oggi ottenibile, che tale capacità sia realizzabile.

Ciò significa, in breve, escludere attese remote e insicure, come tali qualificabili solo quali speranze.

In questo senso si parla anche di valore odierno del capitale economico, in contrapposizione al valore potenziale, legato ad obiettivi il cui raggiungimento è solo possibile.

Nozione di «valore potenziale del capitale»

Due imprese concorrenti strutturalmente simili, e quindi con profilo di rischio, equilibrio finanziario e prospettive reddituali a breve termine sostanzialmente identici, possono tuttavia discostarsi nelle potenzialità di crescita e sviluppo in un orizzonte temporale più lungo e di conseguenza possedere un diverso valore potenziale.

La debolezza di tale concetto di valore risiede nel fatto di essere legato appunto ad attese di flussi a medio e lungo termine svincolati sostanzialmente da rapporti coi risultati del passato. In tal modo si accede ad una determinazione incerta del valore, essendo quest'ultimo connesso ai diversi scenari che possono essere assunti per rappresentarne le attese: la neutralità di cui sopra viene pertanto disattesa da scelte che sono per loro natura necessariamente soggettive.

Valore secondo «i prezzi probabili»

Giova a questo punto sottolineare una ulteriore categoria del concetto di valore che prescinde da entrambi i concetti di valore-flusso e di valore-stock, ma che non per questo assume valenza residuale: il valore secondo «i prezzi probabili».

Tale definizione di valore non dà luogo a valutazioni analitiche, bensì a prezzi ragionevolmente raggiungibili o negoziabili, alla vendita o all'acquisto, dedotti da osservazioni di mercato, con riferimento appunto ad operazioni assimilabili.

Trattasi di un'idea di valore che ha assunto nel tempo uno spessore sempre maggiore, in quanto i metodi di stima ad essa relativi — spesso indicati come «metodi dei moltiplicatori» — sono sovente utilizzati come criteri di controllo delle valutazioni analitiche.

3. PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE

I principali metodi di valutazione dell'azienda sono:

- i *metodi patrimoniali*;
- i *metodi reddituali*;
- i *metodi finanziari*;
- i *metodi misti patrimoniali reddituali*.

A *latere* delle predette metodologie, va poi considerato il criterio dei prezzi probabili (vedi Tavola 2).

Tavola 2 – *Metodi di valutazione dell'azienda*

Criterio del valore come «stock»	Metodo patrimoniale
Criterio del valore come «flusso»	Metodo reddituale Metodo finanziario
Criterio misto	Metodo patrimoniale-reddituale
Criterio dei prezzi probabili	Metodo dei moltiplicatori di mercato

A) I metodi patrimoniali

Il criterio del valore-stock, a motivo della carenza di razionalità, non è mai, in se stesso, un modo accettabile per valutare un'azienda. Ciò non toglie che l'informazione patrimoniale sia sempre utile e che in alcune circostanze essa diventi necessaria per dare completezza alle stime o per definirne meglio il contenuto: rappresenta, in buona

sostanza, un riferimento oggettivo, un'integrazione che in vari modi entra o può entrare a comporre le valutazioni vere e proprie, mitigando la componente arbitraria legata al giudizio del valutatore.

Tanto premesso, si distinguono due diverse tipologie di stime patrimoniali, ovvero:

- le *stime patrimoniali semplici*, che presentano all'attivo solo i beni materiali, oltre ai crediti ed alle liquidità;
- le *stime patrimoniali complesse*, che comprendono la valorizzazione di uno o più beni immateriali, con procedimenti appropriati allo scopo.

Le stime patrimoniali semplici rappresentano una base rilevante d'informazione per tutte le categorie di aziende. Esse danno luogo alla definizione del cd. «capitale netto rettificato» (K), che si ottiene riesprimendo le poste contabili che compongono il Patrimonio Netto dell'azienda ai valori di mercato, in modo da evidenziare eventuali valori latenti e inespressi.

A titolo esemplificativo, i valori delle principali poste patrimoniali potrebbero essere ridefiniti come riepilogato nella Tavola 3.

Tavola 3 – Criterio di rideterminazione del valore

Beni destinati alla vendita	Valore di mercato
Magazzino	Costo medio di vendita al netto degli oneri di commercializzazione
Immobilizzazioni tecniche	Valore di mercato, supportato da perizia tecnica
Crediti e debiti	Valore netto di presunto realizzo o estinzione
Partecipazioni	Metodo del patrimonio netto

Inoltre, si dovrebbe porre l'attenzione su:

- i costi capitalizzati che non abbiano un effettivo contenuto patrimoniale;
- l'esame di congruità dei fondi di fine rapporto del personale;
- la stima dei rischi connessi a cause passive in corso.

In definitiva, avremo che il valore della società (V), limitatamente alla stima della sola componente patrimoniale, sarà il seguente:

$$V = K \text{ (patrimonio netto rettificato)}$$

Si sottolinea, infine, che nel caso in cui le rettifiche sopraindicate dessero luogo a delle plusvalenze, si renderebbe necessario procedere ad una stima dei potenziali carichi fiscali che esse sottendono, il cui differimento nel tempo consiglierebbe l'applicazione di aliquote ridotte rispetto a quelle normali (nella pratica — ma il valore può variare a seconda delle circostanze — attorno al 20-25%).

Per quanto concerne le stime patrimoniali complesse, alla rielaborazione delle poste contabili a valori correnti, si aggiunge la determinazione dei valori immateriali non scritti, ma immanenti nell'azienda oggetto di valutazione.

Condizioni essenziali per considerare i suddetti *intangibile assets* nel processo valutativo sono le seguenti:

- che siano misurabili;
- che abbiano un'utilità pluriennale.

L'esclusivo affidamento alla informazione patrimoniale potrebbe sembrare desueto in un mondo economico dove la componente materiale pare aver ceduto il passo a quella immateriale, dove alla certezza dei valori immobiliari si è contrapposta l'alea insita nelle prospettive reddituali a medio/lungo termine (la *new economy* ne è l'esempio più lampante).

Vi sono settori, invece, dove il metodo di valutazione patrimoniale è ancora *in auge*, ovvero quelli in cui il peso del patrimonio immobiliare è ancora prevalente rispetto alla valorizzazione delle prospettive reddituali. Ne sono un esempio, il settore creditizio (si pensi all'importanza del «valore della raccolta»), il settore immobiliare e quello delle holding pure che non costituiscono capogruppo.

B) I metodi reddituali

In conformità con tali metodi, il valore della società viene determinato attualizzando i redditi annuali previsti in un arco di tempo di proiezione ed, eventualmente, un valore al termine del periodo, indicativo dei redditi che l'azienda produrrà oltre l'orizzonte temporale.

I tre fattori principali che caratterizzano i metodi reddituali sono:

- l'*orizzonte temporale di riferimento*;
- il *flusso reddituale atteso*;
- il *tasso di attualizzazione*.

Le considerazioni che seguono torneranno utili anche nella trattazione di altri metodi, quali quelli misti, per le loro attinenze con quelli reddituali.

Orizzonte temporale di riferimento

I metodi reddituali presentano nell'esperienza vari possibili orizzonti temporali, il cui limite minimo è di pochi anni (anche se praticamente mai inferiore ai 3-5 anni); ed il limite massimo è l'infinito, in particolare per le aziende di credito.

Per giungere a dei risultati apprezzabili in termini di razionalità ed attendibilità, è necessario scegliere un arco temporale nel quale le stime reddituali mantengano comunque un rapporto coi risultati del passato e con le capacità attuali dell'azienda, così da ottenere una valutazione del capitale economico e non semplicemente un valore potenziale, alquanto soggetto, come abbiamo visto, a scelte di carattere arbitrario.

Nella pratica si individua un orizzonte temporale compreso tra 5 e 10 anni.

In generale, si può ritenere che l'arco temporale di riferimento sia connesso ai seguenti elementi:

- il settore in cui opera l'azienda;
- il ciclo di vita dei suoi prodotti;
- le tecnologie utilizzate e quelle disponibili (e, di conseguenza, il loro grado di obsolescenza).

Flusso reddituale atteso

Nell'effettuare una previsione, non si può prescindere dalla storia passata. Non bisogna altresì essere troppo influenzati: si rischierebbe di ottenere una stima poco attendibile. L'ottenimento di un'attendibile proiezione dei flussi reddituali dovrà perciò fondarsi, quale premessa essenziale, su una completa rappresentazione dei risultati storici.

Questi ultimi forniscono, infatti, un'importante informazione che nella pratica si traduce spesso in una misura media dei redditi ottenuti nei precedenti n -anni eventualmente depurati (normalizzati) da elementi occasionali e non rappresentativi della capacità reddituale dell'azienda, quali:

- eventi straordinari (es. una calamità naturale, in negativo, o una ingente plusvalenza realizzata, in positivo);
- componenti di reddito afferenti i capitali accessori;
- fatti non inerenti all'attività aziendale;
- valori derivanti dall'applicazione di politiche di bilancio (comprese quelle fiscali, ad es. ammortamenti anticipati).

Tale dato deve poi essere integrato dalle valutazioni relative alla capacità reddituale prospettica dell'azienda, desunta dall'analisi della struttura del settore di appartenenza e della sua prevedibile evoluzione, dalla disamina del quadro concorrenziale e degli eventuali processi di innovazione in corso.

Naturalmente, una volta apportate tutte le rettifiche del caso, sarà necessario ridefinire le imposte di competenza.

Tasso di attualizzazione

L'ultima scelta fondamentale riguarda il tasso di attualizzazione, ovvero quel tasso al quale scontiamo i flussi di reddito attesi nei prossimi n -anni. Si sottolinea l'assoluta delicatezza di tale operazione, in quanto anche lievi variazioni di tale parametro possono portare a notevoli differenze nella determinazione del Capitale Economico.

Il tasso di attualizzazione di un'attività rischiosa è notoriamente costituito da due componenti:

- il compenso per il decorrere del tempo (componente finanziaria);
- il compenso del rischio (componente specifica). Questo principio si traduce nella seguente espressione concettuale:

$$i = r + s$$

dove:

- « r » è il tasso di rendimento *free risk*, cioè la remunerazione finanziaria di investimenti «senza rischio» (legata al solo decorrere del tempo): nella pratica, si assume il tasso di rendimento dei Titoli di Stato, con durata pari all'arco temporale di riferimento, eventualmente corretto dall'«inquinamento» inflazionistico;
- « s », invece, rappresenta il premio per il rischio legato all'investimento nell'azienda specifica.

Nella pratica, per l'apprezzamento del rischio presente nell'investimento (s) ci si affida alla teoria del C.A.P.M. (*Capital Assets Pricing Model*), secondo cui:

$$s = \beta \times (rm - r)$$

dove:

- « β » è il coefficiente di rischiosità dell'azienda da valutare in relazione a quello medio di mercato (per valori < 1 , l'azienda è meno rischiosa della media; diversamente per valori > 1 il suo profilo di rischio è più accentuato);
- « rm » è il rendimento medio del mercato azionario.

Poste queste dovute premesse, le formule convenzionali applicabili per l'attualizzazione dei flussi reddituali attesi si sostanziano fundamentalmente nelle seguenti tre:

a) la *formula della «rendita perpetua»*:

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

in cui:

- « R » è il reddito medio atteso;
- « i » è il tasso di attualizzazione.

b) la *formula della vita limitata*:

- con l'uso del reddito medio:

$$W = Ra_{n|i}$$

- oppure, con l'uso dei redditi attesi anno per anno (per n anni):

$$W = \sum_i^n R_i \times v^i$$

Nella pratica, posto che la prevedibilità analitica dei risultati si spinge difficilmente oltre il quinquennio, per larga parte dell'arco temporale il flusso atteso andrà rappresentato con formule convenzionali o d'approssimazione, quali il reddito medio atteso sopraindicato.

c) la *formula della vita limitata*, comprensiva di un valore finale attualizzato (così da tener conto dell'ulteriore capacità dell'impresa a produrre redditi):

$$W = \sum_i^n R_i \times v^i + V_f \times v^n$$

C) I metodi finanziari

I **metodi finanziari** esprimono valutazioni di «capitale potenziale».

Essi rappresentano, per diversi operatori (soprattutto nell'ambito delle società di consulenza internazionale), formule giudicate idonee alla stima *tout court* del capitale e sono spesso la soluzione preferita in assoluto.

Secondo tale impostazione, il valore — potenziale — dell'azienda viene determinato attualizzando i flussi di cassa attesi anno per anno, comprensivi di un valore finale all'anno n (rappresentativo dei flussi ottenibili oltre l'orizzonte di riferimento).

Laddove i flussi considerati nella formula siano di tipo *unlevered*, ovvero siano rappresentati dal totale dei flussi monetari disponibili sia per gli azionisti che per i terzi portatori di capitale di debito, il valore del capitale economico sarà individuato sottraendo al valore potenziale la posizione finanziaria netta dell'azienda.

Si precisa, per inciso, che il tasso di attualizzazione è costituito, in tal caso, dal costo medio ponderato del capitale investito in azienda (WACC).

Le formule su cui si basano i metodi in oggetto, nella versione attualmente più diffusa (*Unlevered Discounted Cash Flows Analysis*), sono le seguenti:

$$I = \sum_i^n CF_i \times v_i + V_f \times v^n$$

$$W = I - D$$

con:

I = valore dell'investimento netto;

CF = flussi di cassa attesi per ogni anno compreso nell'orizzonte temporale;

n = durata (in anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa;

v = costo medio ponderato del capitale (WACC);

V_f = valore finale dell'investimento all'anno n ;

D = valore attuale dei debiti finanziari o posizione finanziaria netta.

Il metodo in oggetto, ampiamente utilizzato dalle società di consulenza direzionale, trova particolare applicazione laddove si debba operare la valutazione in presenza di un potenziale acquirente che abbia risorse tali da rimodulare la struttura finanziaria della società obiettivo al fine di massimizzarne i risultati.

D) I metodi misti patrimoniali-redдитuali

Nelle valutazioni rientranti nell'alveo del concetto del «capitale economico» non è pacifico se possano rientrare, almeno in alcune versioni, i cd. *criteri misti*, rappresentanti il connubio di valori flusso e valori stock.

Detta qualificazione può essere riconosciuta soltanto a quei metodi misti in cui la componente reddituale è presente con tale efficacia da annullare o, comunque, rendere trascurabili quelle incongruenze valutative che tutti oggi si attribuiscono alle determinazioni di carattere puramente patrimoniale.

I metodi misti sono i procedimenti più utilizzati nelle relazioni di stima in Italia.

Essi rappresentano una soluzione soddisfacente nella ricerca dell'equilibrio tra le esigenze di obiettività e verificabilità (proprie della componente patrimoniale) e quelle di razionalità espresse dall'apprezzamento dei flussi reddituali attesi e dei relativi rischi.

Il valore della società viene, in tal caso, determinato rettificando il patrimonio netto — secondo la procedura indicata in precedenza — e sommando ad esso l'avviamento o *goodwill*, definito come *surplus* (o *deficit*, a seconda che sia positivo o negativo) di reddito che il capitale investito nell'azienda può generare rispetto al reddito normale atteso per il settore e per il tipo di azienda considerata.

In quest'ambito si suole individuare generalmente due varianti operative:

- il *metodo della stima autonoma* del *goodwill* (con capitalizzazione limitata e illimitata);
- il *metodo del valore medio*.

Stima autonoma del Goodwill

La formula classica, con capitalizzazione limitata del profitto medio, è la seguente:

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

dove:

K = capitale netto rettificato;

R = reddito medio normale atteso per il futuro;

n = orizzonte di attualizzazione dei sovra-redđiti;

i = tasso di interesse «normale» rispetto al tipo di investimento considerato;

Ricordiamo che tale metodo veniva spesso denominato *metodo UEC*, per richiamarne la formulazione e raccomandazione espressa fin dal 1961 dall'Unione Europea degli esperti contabili, economici e finanziari (UEC).

Per ciò che concerne la determinazione di R , n e i si rimanda alla considerazioni espresse nella sezione dedicata ai metodi reddituali.

Come accennato, una seconda variante, caratterizzata dalla capitalizzazione illimitata del profitto medio, definisce il valore dell'azienda come somma del patrimonio netto rettificato (K) e del *goodwill*, inteso come rendita illimitata del profitto ($R - iK$); la formulazione è perciò la seguente:

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

dove:

i' = tasso di attualizzazione del profitto o sovra-reddito (in genere corrispondente al tasso *free risk*).

L'ipotesi accolta è pertanto che il sovrareddito si produca indefinitamente nel tempo.

Metodo del valore medio

Questa seconda versione afferente al criterio misto di definizione del valore contempla la stima indiretta dell'avviamento come differenza tra il valore patrimoniale semplice e quello reddituale puro.

La formula utilizzata in tal caso è la seguente:

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

che può anche scriversi:

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

Risulta chiaro che il capitale rettificato (K) viene aggiornato di metà della differenza ($R/i - K$) cioè di metà del *goodwill*.

E) Il metodo dei moltiplicatori di mercato

Le due tecniche più rilevanti nell'ambito della metodologia dei moltiplicatori di mercato sono le seguenti:

- l'*approccio delle società comparabili*;
- l'*approccio delle transazioni comparabili*;

Approccio delle società comparabili

La prima versione è concettualmente semplice, se non elementare: si stima il prezzo più probabile per un'azienda non quotata, prendendo come riferimento un campione di società quotate, operanti nello stesso settore, giudicate «omogenee».

Tradotto in termini pragmatici, ciò significa assumere una variabile esplicativa X_i ; (solitamente una misura di performance) che si giudica strettamente legata al valore delle società appartenenti ad un campione i cui prezzi P_i ; sono noti: da ciò deriva il rapporto P_i/X_i ; e si ipotizza che tale relazione sia valida anche per la società «a» che si

vuole valutare, della quale è nota la grandezza della variabile di riferimento X_α . Pertanto il valore ricercato P_i sarà:

$$\frac{P_i}{X_i} = \frac{P_\alpha}{X_\alpha}$$

Il «moltiplicatore» è ovviamente il rapporto

$$P_\alpha = X_\alpha \times \frac{P_i}{X_i}$$

Ad esempio, il rapporto *price/earning* (P/E) è uno strumento particolarmente utilizzato nella prassi valutativa (oltre che nelle politiche di allocazione di portafogli finanziari), stante la sua facile reperibilità nelle elaborazioni eseguite dalla stampa specializzata.

Approccio delle transazioni comparabili

L'«approccio delle transazioni comparabili» si è diffuso parallelamente alla sempre crescente disponibilità di adeguate banche-dati in grado di fornire informazioni circa le transazioni intervenute (ad esempio, cessioni e fusioni di aziende similari).

In tale quadro, è oltremodo evidente che difficilmente per valutare un'azienda si possono utilizzare *sic et simpliciter* i prezzi pagati per altre società: ciò potrebbe realizzarsi solo se le società fossero non solo comparabili, ma identiche, il che è molto raro.

Per ovviare a questa visione irrealistica si utilizzano, anche in questo caso, appositi moltiplicatori in grado di riflettere le caratteristiche peculiari e distintive dell'azienda oggetto della valutazione.

F) Variabili esogene e parametri da considerare in sede di valutazione

Dopo aver brevemente tracciato una panoramica degli scenari elaborati dalla dottrina per la valutazione dell'azienda, è opportuno soffermarci brevemente su alcuni aspetti di particolare rilevanza nell'ambito del processo valutativo:

- l'*influenza della variabile fiscale*;
- la *determinazione dei tassi di interesse di attualizzazione*;
- la *considerazione o meno della componente inflativa*.

Variabile fiscale (cenni)

Un ulteriore elemento che dovrebbe essere tenuto presente nell'effettuazione di una valutazione d'azienda è costituito dalla cd. «variabile fiscale».

Il valore che deve essere determinato è, infatti, quello effettivamente fruibile dal soggetto che possiede l'azienda oggetto di stima e, in tale ottica, non si può prescindere dall'epurazione di quella parte di valore che, per effetto del prelievo fiscale, viene spossessata in favore dello Stato.

A seconda della metodologia di valutazione applicata, tale effetto di spossessamento si traduce in manifestazioni diverse, ma pur sempre presenti.

Nel caso in cui si ricorra a metodi di valutazione patrimoniali (puri o misti), l'incidenza fiscale è rappresentata dal prelievo fiscale che andrebbe a colpire i plusvalori latenti del complesso aziendale che sono emersi in sede di valutazione a valori correnti (o, specularmente, dal risparmio fiscale che deriverebbe dai minusvalori eventualmente emersi in sede di valutazione a valori correnti).

Nel caso in cui si ricorra a metodi di valutazione reddituali (puri o misti), l'incidenza fiscale è rappresentata dal prelievo fiscale che andrebbe a colpire i flussi reddituali futuri che sono stati stimati in sede di valutazione, nonché dall'eventuale disponibilità di perdite fiscali utilizzabili in compensazione con i redditi futuri.

Nel caso in cui si ricorra a metodi di valutazione finanziari, l'incidenza fiscale si manifesta sotto forma dei minori flussi di cassa che sarebbero percepiti dai soggetti che possiedono l'azienda per effetto del prelievo fiscale.

Quando un complesso aziendale è posseduto da una persona fisica, o da un soggetto «trasparente» ai fini delle imposte sul reddito (società di persone), i risultati reddituali storici che emergono dalla contabilità aziendale non tengono conto del prelievo fiscale ai fini delle imposte sui redditi, in quanto operato nell'ambito del reddito complessivo dell'imprenditore individuale o, nel caso di imprese collettive, direttamente in capo ai soci.

In questo caso, laddove ci si intenda avvalere dei risultati storici, quale dato di partenza per la determinazione dei flussi reddituali futuri, risulta necessario correggere tali risultanze in modo tale da considerare il prelievo fiscale che su tali redditi è comunque stato operato.

A tal fine, da un punto di vista operativo, sembra corretto rifarsi all'aliquota di imposta applicabile sui redditi delle società di capitali (IRPEG nel contesto normativo *ante* riforma del sistema fiscale, IRES nel contesto normativo *post* riforma).

Tassi di interesse

I metodi di valutazione che presuppongono una nozione di valore dell'azienda come espressione di un *flusso* (reddituale o finanziario), piuttosto che come espressione di uno *stock*, richiedono la determinazione dei *tassi di interesse di riferimento per l'attualizzazione*, alla data cui si riferisce la valutazione, *dei flussi futuri che rappresentano il valore economico dell'azienda*.

Tale questione, oltre ad interessare le valutazioni effettuate sulla base dei metodi reddituali e finanziari, rileva anche ai fini delle valutazioni secondo il metodo misto patrimoniale-reddituale, per la parte della stima incentrata sulla determinazione del valore dell'avviamento rappresentato in questo contesto valutativo dal valore attuale dei flussi futuri di sovrareddito (inteso come eccedenza dei flussi reddituali futuri attesi che l'azienda è in grado di produrre rispetto al flusso reddituale che costituisce la «naturale» soglia di remunerazione che ci si attende di ritrarre per quel determinato ammontare di capitale investito nell'azienda).

Come si è visto, il tasso di interesse da utilizzare per l'attualizzazione dei flussi reddituali e finanziari si compone di due componenti, l'una priva di rischio (componente generale) e l'altra legata alla soglia di rischio connaturata alla tipologia dell'investimento (componente specifica).

La formula per la determinazione del tasso di interesse di attualizzazione è, come detto al paragrafo 3, lett. B), la seguente:

$$i = r + s$$

Si ipotizzi, a titolo di esempio numerico:

- un tasso di interesse *free-risk* pari al 3%;
- un tasso di rendimento medio del mercato azionario pari al 9%;
- un fattore di rischiosità del settore pari a 1,21.

Sulla base di tali risultanze, si giungerebbe ad un tasso di attualizzazione dei flussi futuri pari a 10,26%, ossia:

$$i = 1,21 \times (9 - 3) + 3 = 10,26$$

Alcune riflessioni sulla componente inflativa

Un ulteriore spunto di riflessione su cui si vuole richiamare l'attenzione è costituito dall'eventuale rilevanza che si intenda attribuire al dato inflazionistico.

È, infatti, evidente che, in linea di principio, in un processo di attualizzazione si dovrebbe considerare la componente inflativa insita nei futuri flussi reddituali e finanziari che, per effetto di tale circostanza, potrebbero altrimenti risultare «gonfiati» rispetto al dato reale, con quel che ne consegue sulla determinazione del valore attuale di tali flussi.

La neutralizzazione della componente inflativa può essere attuata correggendo alternativamente:

- i flussi futuri, finanziari o reddituali, che devono essere attualizzati;
- il tasso di interesse di attualizzazione.

La correzione dei flussi futuri può avvenire attraverso modalità operative differenti, a seconda che essi siano stati determinati su *base storica* (ossia partendo dal dato degli esercizi precedenti al momento in cui si effettua la valutazione) o su *base prospettica* (ad esempio, sulla base di considerazioni in ordine alla probabile evoluzione futura dei prezzi).

Se la determinazione dei flussi futuri è avvenuta su base storica, bisogna prendere a riferimento il tasso di inflazione esistente alla data di riferimento della valutazione e verificare gli scostamenti, nei precedenti esercizi considerati, del tasso di inflazione rispetto al tasso di riferimento, correggendo quindi il valore del flusso normalizzato individuato per tali altri esercizi considerati in misura proporzionale alla variazione del tasso di inflazione rispetto al suo valore nell'esercizio preso a riferimento.

Se la determinazione dei flussi futuri è avvenuta su base prospettica, bisogna depurare della componente inflativa direttamente i parametri utilizzati per la quantificazione dei flussi futuri.

In alternativa alla correzione dei flussi futuri che devono essere attualizzati, è possibile procedere direttamente ad una correzione del tasso di interesse di attualizzazione (trasformandolo, in tal modo, da tasso nominale a tasso reale).

In questo caso è necessario procedere a una stima della componente inflativa, ponendola in diminuzione del tasso di interesse (nominale) determinato secondo le modalità in precedenza esposte.

G) Sintesi esemplificativa dello sviluppo di una relazione di valutazione

Tra i metodi di valutazione elaborati dalla dottrina (passati in rassegna nei paragrafi che precedono), uno di quelli più utilizzati in Italia è senz'altro quello **misto patrimoniale-reddituale** con stima autonoma dell'avviamento.

Le ragioni dell'ampio ricorso a questo metodo di valutazione sono, come detto, riconducibili a due.

Una prima motivazione può essere riscontrata nel fatto che *questo metodo di indagine appare estremamente valido per la valutazione di complessi aziendali di medie e piccole dimensioni* ovvero, in buona sostanza, la tipologia di complessi aziendali che

costituiscono larga parte del tessuto economico ed imprenditoriale del nostro Paese, caratterizzato appunto dalla forte presenza di piccole e medie industrie, fino ad arrivare al fenomeno delle cd. «micro-imprese».

Una seconda motivazione può essere riscontrata nella *scarsa confidenza di molti operatori con le metodologie di valutazione più innovative di derivazione anglosassone* ancorate a criteri di analisi basati sui flussi di tipo finanziario (e molto utilizzate per la valutazione della grande azienda, in particolare quella che ha largo accesso al mercato dei capitali).

Ciò detto, riteniamo utile fornire una traccia di sviluppo per la predisposizione di una perizia di stima basata sul predetto metodo di valutazione «misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento», piuttosto che sulla base di altre metodologie valutative.

Ferma restando l'assoluta libertà di predisposizione, nella formalizzazione scritta di una relazione di stima di tale tipo, chi effettua la valutazione potrebbe utilmente attenersi allo schema di sviluppo seguente (Tavola 4)

Tavola 4 – Schema di relazione di stima basata sul metodo misto patrimoniale-reddituale

1	PREMESSA
2	COMPLESSO AZIENDALE OGGETTO DI VALUTAZIONE
2.1	Struttura amministrativo-contabile e altra documentazione raccolta
2.2	Sintesi dei principali dati patrimoniali e reddituali degli ultimi esercizi
3	FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE
4	METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA
5	PROCESSO DI VALUTAZIONE
5.1	Valutazione della componente patrimoniale
5.1.1	<i>Patrimonio netto contabile</i>
5.1.2	<i>Rettifiche a valori correnti</i>
5.1.3	<i>Patrimonio netto rettificato</i>
5.2	Valutazione della componente reddituale
5.2.1	<i>Criterio di stima dei redditi futuri e processo di normalizzazione</i>
5.2.2	<i>Determinazione della remunerazione ordinaria del capitale investito</i>
5.2.3	<i>Determinazione dell'avviamento</i>
6	CONCLUSIONE

(1) *Premessa della relazione*

Questa parte della relazione deve essere dedicata all'inserimento dei dati identificativi del soggetto estensore, nonché alla dichiarazione di accettazione dell'incarico e del soggetto che lo ha conferito.

(2) *Complesso aziendale oggetto di valutazione*

Questa parte, di natura descrittiva, ha lo scopo di:

- individuare con esattezza l'oggetto della stima;
- esplicitare i dati e la documentazione di riferimento, sulla cui base il soggetto estensore ha proceduto nella sua indagine valutativa.

(3) Finalità della valutazione

Una volta individuati con precisione il soggetto che effettua la valutazione, l'oggetto della stima, nonché i dati e la documentazione sulla cui base ad essa si procede, è di fondamentale importanza esplicitare la finalità in funzione della quale la valutazione viene effettuata.

Tale funzione, in particolare, può giustificare un approccio più o meno prudentiale (nella quantificazione dei valori patrimoniali correnti, nella determinazione dei flussi reddituali attesi, nella determinazione del tasso di attualizzazione, nella individuazione dell'orizzonte temporale di capitalizzazione di tali flussi reddituali) da parte del soggetto estensore.

(4) Metodologia di valutazione adottata

Prima di entrare nel merito della valutazione, il soggetto che redige la relazione di stima deve esplicitare il metodo che ha ritenuto opportuno applicare, fornendo adeguata spiegazione di tale scelta.

Come si è in precedenza evidenziato, molto spesso la scelta non cade in modo univoco su un singolo metodo di valutazione, trattandosi piuttosto dell'attribuzione di una predominanza su altri metodi che, prescelti anch'essi, vengono utilizzati a corollario della relazione come supporto e conferma delle conclusioni cui si è pervenuti con il metodo principale.

(5) Processo di valutazione

Una volta individuati tutti gli elementi rilevanti predetti, è possibile addentrarsi nel cuore della relazione, descrivendo cioè i processi estimativi e i calcoli effettuati per giungere alla determinazione del valore finale. La struttura di questa parte della relazione (che ne costituisce il cuore) deve essere preliminarmente ripartita in due macroaree:

- l'una volta alla determinazione del valore del capitale investito (ossia la componente patrimoniale del valore finale attribuito all'azienda);
- l'altra volta alla determinazione dell'avviamento (ossia la componente reddituale del valore finale attribuito all'azienda).

Determinazione del valore del capitale investito (componente patrimoniale)

La valutazione del capitale investito può essere attuata mediante il seguente percorso logico:

- si parte dal dato contabile del patrimonio netto (differenza tra valori contabili dell'attivo e valori contabili del passivo);
- si procede ad una ricognizione analitica delle singole voci;
- si rettifica a valori correnti quelle voci per le quali il dato contabile non risulta rappresentativo dell'effettivo valore (variabile fiscale);
- nel caso in cui si opti per una valutazione sulla base del «patrimonio netto rettificato complesso», si valorizzano i cd. *intangibles* impliciti nell'azienda oggetto di valutazione (quale, a titolo esemplificativo, l'elevato livello di qualificazione delle maestranze);
- si giunge in tale modo al patrimonio netto rettificato che esprime il valore del capitale investito.

Determinazione del valore dell'avviamento (componente reddituale)

La valutazione dell'avviamento può essere attuata mediante il seguente percorso logico:

- stima dei flussi reddituali futuri;
- determinazione della remunerazione ordinaria del capitale investito;
- capitalizzazione del sovrareddito (pari all'eccedenza del reddito futuro stimato sulla remunerazione ordinaria del capitale investito).

La stima dei flussi reddituali futuri implica, in primo luogo, la scelta della metodologia in base alla quale procedere alla stima.

A tale proposito, è possibile ricorrere a diversi criteri, ma quello generalmente più utilizzato è il criterio di valutazione su base storica, ossia quello che si fonda sull'analisi del dato reddituale conseguito dalla società che esercita l'azienda fino al momento cui si riferisce la stima.

Il secondo passo consiste nella determinazione della remunerazione ordinaria del capitale investito (ossia il valore della componente patrimoniale dell'azienda, già quantificato nella prima parte del processo di valutazione).

La determinazione della remunerazione ordinaria del capitale investito consiste essenzialmente nella individuazione del tasso di interesse che esprime il livello normale di reddito che ci si attende di ritrarre qualora si decida di «trasformare» (investire) quel determinato valore patrimoniale in quel dato complesso aziendale.

Tale tasso si compone di due elementi:

- la remunerazione «generale» del patrimonio (cd. *tasso free risk*), ossia la remunerazione che si può ritrarre da un determinato valore patrimoniale liquido sulla base del suo semplice possesso;
- la remunerazione «specifica» del patrimonio (cd. *premio per il rischio*), ossia la remunerazione aggiuntiva che si può ritrarre da un determinato valore patrimoniale in funzione della sua specifica destinazione.

Una volta individuato tale tasso ed una volta applicato al capitale investito, si ottiene l'ammontare del reddito che ci si attende di ritrarre da quel determinato complesso aziendale.

A questo punto risulta possibile calcolare l'avviamento dell'azienda (che costituisce in questo contesto la componente reddituale del valore dell'azienda), ossia il valore attuale dei flussi futuri di reddito, precedentemente stimati, eccedenti il reddito che costituirebbe la normale remunerazione del capitale investito.

Il tasso di attualizzazione del cd. «sovrareddito» è generalmente individuato nella componente *free risk* del tasso di remunerazione del capitale investito.

L'ultimo aspetto che deve essere considerato per giungere alla definitiva quantificazione dell'avviamento resta l'orizzonte temporale di capitalizzazione del predetto sovrareddito.

Tale orizzonte temporale potrà essere illimitato, laddove sussistano ragionevoli ipotesi che inducano a non ritenere la redditività dell'azienda in fase calante o comunque limitata nel tempo, oppure dovrà essere circoscritto ad un determinato numero di anni.

(6) *Parte finale dedicata alle conclusioni*

Una volta giunto alla quantificazione della componente patrimoniale e della componente reddituale dell'azienda, il perito giunge in questa parte del lavoro al riepilogo delle valutazioni effettuate e alla determinazione del valore finale di stima.