

LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO COME BASE PER IL VALORE DI SINGOLE QUOTE DEL CAPITALE SOCIALE

1. Considerazioni introduttive

Il presente studio affronta nel dettaglio le diverse problematiche legate alle circostanze in cui è appropriato far uso di premi di maggioranza e sconti di minoranza nella stima delle partecipazioni al capitale di rischio.

È opinione ormai diffusa, sia in dottrina sia nella pratica professionale, che il prezzo di negoziazione (o prezzo fatto) del capitale d'impresa raramente corrisponde al valore del capitale economico ad esso assegnato da un perito indipendente in sede di valutazione. Le cause del divario tra i due valori sono da attribuire alle c.d. condizioni di negoziazione, generalmente classificate in soggettive ed oggettive.

Alle medesime conclusioni si perviene quando oggetto del trasferimento non è l'azienda o un suo ramo, ma una partecipazione al capitale sociale. Infatti, per effetto delle condizioni soggettive di negoziazione, raramente c'è coincidenza tra il prezzo negoziato per una partecipazione e la corrispondente frazione di capitale economico aziendale. Inoltre, il valore della partecipazione è fortemente influenzato anche dalla "tipologia di partecipazione" scambiata che può portare all'inclusione nel valore del premio di maggioranza (partecipazione totalitaria) o dello sconto di minoranza (partecipazione non totalitaria).

Ai fini dell'autonomia del volume appare opportuno, anzitutto, riassumere le principali metodologie ad oggi sviluppate dalla dottrina e dalla prassi operativa per la determinazione del valore d'impresa. Quest'ultimo, infatti, costituisce la base di partenza per la stima delle partecipazioni al capitale.

In particolare, in questo primo capitolo sono approfondite le diverse fasi entro cui si articola l'intero processo di valutazione d'azienda che conduce

verso la stima del capitale economico di impresa e, quindi, verso la stima del valore economica del capitale.

Nel secondo capitolo si individuano le motivazioni alla base del divario tra prezzo di negoziazione e il valore economico della partecipazione, nonché gli aspetti strettamente connessi sia alle circostanze in cui appare appropriato fare uso di premi e sconti, sia alle diverse tipologie in cui gli stessi possono essere classificati.

Nel terzo capitolo sono brevemente illustrati i principali risultati derivanti dagli studi empirici condotti, in ambito nazionale e internazionale, in tema di quantificazione dei premi di maggioranza e sconti di minoranza. Tali studi rappresentano il punto di partenza per uno studio empirico sul mercato finanziario italiano onde elaborare un modello di stima del premio di maggioranza (capitolo quarto).

2. La valutazione d'azienda e il processo valutativo

La misurazione del **valore delle imprese** è un problema antico che, soprattutto negli ultimi decenni, ha assunto un'importanza crescente diventando una componente essenziale nel bagaglio di conoscenze di imprenditori, managers, operatori finanziari, professionisti, nonché degli studiosi che si occupano di discipline legate al mondo aziendale.¹

Tra le motivazioni alla base della crescente attenzione verso la misurazione del valore delle aziende ritroviamo:

- l'importanza assunta dalla crescita delle imprese per via esterna, che pone in prima linea la necessità di controllare il rischio di acquisizioni a prezzo eccessivo e, per chi vende, di evitare cessioni a condizioni inadeguate;
- la frequenza e complessità delle operazioni sul capitale, delle fusioni, delle scissioni, degli scorpori, in genere delle operazioni di finanza straordinaria;
- in alcuni Paesi, la sentita necessità di controllare i rapporti tra quotazioni di mercato e valori intrinseci, specialmente da parte delle società sottovallutate e perciò a rischio di scalate;
- l'opinione ormai diffusa che i valori espressi nel bilancio non siano sufficientemente in grado di esprimere la reale performance dell'impresa.

Il sempre maggior interesse sul tema del valore ha generato nei diversi Paesi e tra i differenti soggetti interessati (esponenti del mondo accademico, operatori finanziari e consulenti, professionisti e società di revisione) un

¹ Guatri L. e Bini M. (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione d'azienda*, Università Boccone editore, Milano, p. 4 e ss.

acceso dibattito sull'uso delle metodologie valutative (finanziario, reddituale, patrimoniale, misto, di mercato)

La categoria degli *operatori finanziari* e dei *consulenti* risulta sostanzialmente conforme, in tutto il mondo, nell'accordare la preferenza ai metodi basati sui flussi (reddituale e finanziario) ed in particolare a quelli finanziari.

La categoria dei *professionisti* e dei *revisori*, poiché soggetti alle leggi e consuetudini locali, assume atteggiamenti molto più variegati, ma sostanzialmente orientati verso i metodi basati sui flussi. In Europa, sotto la forte spinta tedesca, i metodi reddituali o alcune loro varianti appaiono ormai saldamente affermati: in Germania, il metodo reddituale puro non solo è prevalente nelle applicazioni professionali, ma è ormai il solo riconosciuto in sede giudiziaria;² in Italia, superato il tradizionale orientamento verso i metodi reddituali, che comunque continuano ad avere un peso significativo, cresce nella prassi professionale la preferenza verso i metodi finanziari.³ La posizione degli esperti nord-americani, come testimoniano diverse pubblicazioni, modifica in parte l'immagine tradizionale che riconosce un'assoluta preferenza al metodo finanziario. La voce della professione, infatti, non si esprime a favore dell'esclusività del metodo finanziario, ma riconosce ed applica una varietà di metodi, tra i quali quello reddituale ha un peso non trascurabile.⁴

Le considerazioni riguardanti il *mondo accademico* sono più articolate e complesse. Le due culture più significative, che hanno contribuito in maniera determinante al progresso della metodologia valutativa, sono la cultura accademica anglosassone, orientata ai flussi finanziari, e la cultura germanica,

² Grandis F.G. (1994), *La valutazione delle aziende nella dottrina e nella pratica tedesca*, Edizioni Kappa, Roma; Hinteruber A. (1996), "La valutazione delle imprese in Germania. Risultati di una ricerca empirica", in *La valutazione delle aziende*, n. 2.

³ In una recente ricerca sulle principali scelte valutative operate nell'ambito delle operazioni di M&A poste in essere in Italia nel quadriennio 2004-2007 è emerso che nel 24% dei casi si adotta il metodo finanziario e che solo nel 6% delle valutazioni osservate si utilizzano i metodi fondati su i flussi di reddito. Per approfondimenti si rinvia a Ferraro O. (2009), *La valutazione d'azienda nelle operazioni di M&A. Un'analisi delle principali scelte valutative*, Quaderno Monografica RIREA, n. 77.

⁴ In un recente articolo Penman evidenzia le lacune e i limiti del modello DCF affermando che il «Free cash flow è un indicatore inaffidabile del valore, non qualcosa cui possa ragionevolmente essere ancorato». Come soluzione ai limiti e lacune del DCF l'Autore induce all'adozione del modello reddituale residuale (*residual earnings model*) appartenente alla famiglia dei modelli misti patrimoniali reddituali, ritenuti in grado di attribuire più di altri la dovuta rilevanza alla contabilizzazione per competenza in luogo di quella per cassa (Penman S.H. (2006), "Handling Valuation Model", *Journal of Applied Corporate Finance*, volume 18, N. 2, pp. 48-55). A difesa del modello reddituale intervengono tra gli altri: Dechow P.M. (1994), "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals", *Journal of Accounting and Economics*, n. 18, pp. 3-42; Sloan G. (1996), "Using Earnings and Free Cash Flow to Evaluate Corporate Performance", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n. 1, pp. 70-78.

orientata ai flussi reddituali. A favore dell'una o dell'altra metodologia si sono schierate le altre culture accademiche, con una netta preferenza quasi ovunque espressa per i metodi fondati sui flussi finanziari.

L'Italia ha una sua "cultura" in tema di valutazione delle aziende, nel tempo tradotta in vari rilevanti contributi di matrice accademica, che affonda le proprie radici nell'opera classica di G. Zappa, *Il reddito d'impresa*.⁵ Il Maestro, già a metà del secolo scorso, affermava infatti che "il capitale è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione di redditi futuri".⁶ Nel corso degli anni successivi il concetto di capitale economico viene approfondito e ampliato da alcuni dei più importanti esponenti del mondo accademico (tra i quali ricordiamo P. Onida, con *Le dimensioni del capitale d'impresa*, e S. Sassi, con *Il sistema dei rischi d'impresa*) rimanendo, tuttavia, inalterata l'impostazione qualitativa impiantata dallo Zappa. Nel quinquennio 1950-1954 (ultimo periodo zappiano) Luigi Guatri avvia il processo di quantificazione dell'Economia aziendale e quindi della Valutazione d'azienda, sulla cui onda seguirono numerosi scritti di alcuni tra i massimi aziendalisti dell'epoca come P. Onida (*Economia d'azienda*), G. Ferrero (*La valutazione economica del capitale d'impresa*), V. Coda (*Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d'impresa*), E. Viganò (*La natura del capitale economico di impresa e le sue applicazioni*), A. Amaduzzi (*L'azienda. Nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*).⁷

* * *

La definizione del valore di un'azienda comporta un'attività complessa in cui l'indicazione finale del valore rappresenta l'espressione e la sintesi di principi, metodi, competenze ed esperienze, che si combinano nel processo valutativo dell'azienda.

La **valutazione d'azienda** può essere definita, dunque, come quel processo logico di individuazione del valore del capitale economico dell'azienda, risultante dalla valutazione unitaria dell'intero sistema d'impresa con le sue articolazioni sistematiche di beni, persone e relativa organizzazione, sia verso l'intera azienda che verso il mercato esterno.

In linea generale, possono essere individuate diverse tipologie di valutazioni d'azienda:

- *interne ed esterne*: a seconda del soggetto che le pone in essere. L'effetto di questa distinzione è legato alla conoscenza dell'azienda: il valutatore e-

⁵ Zappa G. (1929), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè editore, Milano.

⁶ Per un approfondimento sul percorso storico seguito dal valore economico del capitale si rinvia a Guatri L. (2006), *Cinquant'anni di valutazioni aziendali*, Università Bocconi Editore, Milano.

⁷ Più approfonditamente in Guatri L. (2006), *Cinquant'anni...*, *op. cit.*, pp. 27-70.

sterno può svolgere la sua attività esclusivamente su base documentale; al contrario, quello interno conosce l'azienda anche attraverso i "fatti".

- *legali e volontarie*: a seconda che la valutazione sia prevista dalla legge o posta in essere volontariamente tra le parti. Ad esempio la valutazione fatta per stabilire il prezzo di emissione delle azioni è una valutazione volontaria, mentre la valutazione fatta in vista di un conferimento, in quanto imposta dal Codice civile, è obbligatoria quindi di tipo legale;
- *indipendenti e di parte*: le valutazioni indipendenti sono quelle effettuate prescindendo dalla valutazione soggettiva dell'eventuale acquirente o venditore. In questo caso, oggetto della valutazione è l'azienda così come si trova al momento della valutazione stessa. Al contrario, le valutazioni di parte sono quelle svolte ai fini dei propri calcoli di convenienza economica. In questo caso, la valutazione più che ad un valore oggettivo tende alla stima del c.d. valore soggettivo rappresentato per il venditore, dal prezzo al disotto del quale non è conveniente vendere, e per l'acquirente dal valore massimo che attribuisce all'azienda e che, quindi, è disposto a pagare.

Indipendentemente dal tipo di valutazione che si pone in essere, ogni processo valutativo si può articolare nelle seguenti fasi:

1. individuazione dell'oggetto da valutare (cosa valutare);
2. definizione degli ambiti di valutazione (perché valutare);
3. scelta della metodologia di valutazione più adatta rispetto all'ambito e all'oggetto della valutazione;
4. stima del valore dell'azienda target e stesura di un report finale (relazione di stima).

Prima di analizzare nel dettaglio delle diverse fasi che compongono il processo valutativo appare evidente individuare la configurazione di valore alla quale mira il processo stesso.

3. Le diverse configurazioni del capitale d'impresa e del valore d'azienda

Diverse sono le configurazioni di capitale con le quali l'imprenditore può avere a che fare dal momento in cui costituisce la sua impresa a quando cessa o cede l'attività. Le varie configurazioni di capitale aziendale rispondono, di fatto, a diverse esigenze, per cui per ogni configurazione variano i criteri di stima, il valore attribuito ai singoli elementi e, quindi, il valore attribuito all'intero capitale aziendale. Ne consegue che, anche il concetto di "valore" può avere diverse configurazioni ed è necessario accertarsi fin da subito a quale di questa ci si riferisce nel momento in cui si avvia l'attività di valutazione.

Una prima configurazione è quella del **capitale di bilancio (o capitale di funzionamento)** così come espressa nel fascicolo di bilancio e che risulta strumentale alla determinazione del reddito dell'esercizio: le attività e le passività evidenziate nello stato patrimoniale, infatti, sono valutate per questo obiettivo ovvero secondo criteri coerenti con i principi generali che presiedono alla stima del risultato di periodo di un'azienda in funzionamento, tra i quali, soprattutto, quello della prudenza.

Il capitale di bilancio, pertanto, va interpretato in quest'ottica, avendo presente che esso risponde ad una specifica esigenza conoscitiva, con la consapevolezza, però, che essa non rappresenta l'unica possibile. Il medesimo capitale, infatti, può dover essere analizzato per scopi diversi dalla determinazione del reddito o sulla base di ipotesi diverse dalla prospettiva di funzionamento dell'azienda; cambiando il punto di vista si modifica anche il ruolo, e quindi, il valore degli elementi patrimoniali potendo così pervenire ad un valore del capitale diverso da quello di bilancio.

In sostanza, al capitale aziendale possono essere associate diverse configurazioni di valore con la conseguenza che esso non ha un valore unico bensì tanti possibili valori quante sono le configurazioni che può assumere. Tra queste, oltre a quella strumentale alla determinazione del reddito, quelle connesse alla costituzione dell'azienda (*capitale di costituzione*), all'ipotesi dell'interruzione della vita aziendale (*capitale di trasferimento*) oppure all'ipotesi del trasferimento della titolarità del capitale stesso (*capitale economico*).

Il **capitale di costituzione**, come dice il termine stesso, esprime ciò che l'azienda ha a disposizione nel momento in cui inizia l'attività come conseguenza degli apporti iniziale da parte dei soci. Quest'ultimi in genere sono costituiti da denaro, ma si può trattare anche di apporti in natura (fabbricati, macchinari, crediti o addirittura un ramo aziendale). Quando i conferimenti iniziali sono rappresentati esclusivamente da denaro la quantificazione del capitale è immediata poiché assume una veste interamente monetaria. Al contrario, se oggetto di conferimento sono beni in natura si rende necessario un vero e proprio processo di valorizzazione dei beni apportati sia per riconoscere al socio un corrispettivo congruo sia quello di evitare una sovrastima del capitale iniziale.

Il **capitale di liquidazione** è quello determinato quando l'azienda si trova nella fase terminale della sua vita e la cessazione della stessa avviene, appunto, attraverso la *liquidazione*, processo che porta alla monetizzazione del capitale investito, alla soddisfazione dei creditori sociali e al riparto dell'eventuale residuo tra gli aventi diritto. Rispetto al capitale di bilancio, gli elementi patrimoniali assumono, nell'ipotesi della liquidazione, un valore che deriva non dal loro contributo alla produzione del reddito bensì dalle ipotesi relative alla loro capacità di trasformarsi in denaro attraverso il realizzo diretto (le attività)

ovvero alle modalità di estinzione (le passività). Tra il capitale di liquidazione e il capitale di bilancio, evidentemente, possono sussistere differenze sia di tipo quantitativo che di tipo qualitativo. Le prime sono connesse al fatto che i criteri di valutazione da adottare nei due casi sono diversi: nel capitale di liquidazione, infatti, i criteri di valutazione assumono a riferimento i prezzi di realizzo dei singoli elementi del capitale, mentre nel capitale di funzionamento il criterio di valutazione principale è quello del costo storico. Le differenze qualitative sono legate, invece, al fatto che non necessariamente tutti gli elementi patrimoniali che compongono il capitale di bilancio hanno ragione di esistere anche nella fase della liquidazione, poiché ai fini di quest'ultima rilevano solamente le attività suscettibili di un realizzo conveniente e in tempi adeguati; in aggiunta nel capitale di liquidazione si includono quegli elementi che, pur non avendo le caratteristiche per poter essere iscritti nel capitale di funzionamento, sono suscettibili di essere realizzati.

Totalmente differente dalle configurazioni di capitale finora descritte è quella del **capitale economico (o valore economico del capitale)** che entra in gioco quando l'azienda viene osservata nell'ottica di un qualsiasi investitore, attuale o potenziale, a titolo di capitale di rischio. In tale ambito, l'azienda (o un ramo d'azienda o una partecipazione rappresentativa del capitale dell'azienda) viene osservata come un sistema unitario preordinato alla realizzazione di risultati futuri e il capitale assume il significato del valore attribuibile all'azienda nel suo complesso, in funzione, appunto, della sua capacità di remunerare l'investitore. Il valore economico del capitale, quindi, non deriva, come avviene per il valore di bilancio o il valore di liquidazione, da una differenza di valori attivi e passivi; esso esprime, invece, un valore unico, funzione delle capacità di reddito prospettiche delle aziende, e cioè, della misura degli utili attesi e del rischio che grava su di essi.

Il capitale economico presenta le seguenti caratteristiche:

- una *misura oggettiva*, poiché prescinde dalla finalità per cui si effettua la valutazione astraendo dalle aspettative dei singoli soggetti eventualmente coinvolti nel trasferimento d'azienda (acquirente/venditore);
- un *valore di natura astratta*, in quanto tiene conto esclusivamente di come è l'azienda nel momento in cui si effettua la valutazione, non è quindi determinato da una finalità specifica.

Secondo i maestri dell'Economia aziendale la valutazione d'azienda conduce verso il capitale economico di impresa e, quindi, verso la stima del valore economica del capitale.

“Valutare il capitale economico di un'azienda significa stimare il valore che essa ha per i detentori del capitale di rischio, dopo averla osservata per come si presenta, indipendentemente da un eventuale suo trasferimento e, allo

stesso tempo, indipendentemente dalle possibilità soggettive di eventuali terzi potenzialmente interessati ad una prospettata acquisizione”⁸.

Ne discende che, per la determinazione del capitale economico vi è la necessità di due requisiti:

1. un requisito *oggettivo*: la stima deve essere strumentale al trasferimento dell’impresa;
2. un requisito *soggettivo*: la stima deve essere effettuata da un esperto *super partes*, rispetto ai soggetti contraenti.

Il requisito oggettivo e quello soggettivo configurano il capitale economico “in senso stretto” o *stand alone*, ossia il valore economico del capitale d’azienda “come sta e giace”, prescindendo da ogni considerazione concernente sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dall’eventuale integrazione delle entità stesse.

In linea teorica il valore economico di capitale dovrebbe esprimere anche il valore al quale un’azienda verrebbe ceduta. In realtà non esiste la perfetta coincidenza tra valore economico e valore teorico di trasferimento, quest’ultimo inteso come il prezzo teorico di cessione dell’azienda tenuto conto della forma attraverso la quale si intende realizzare il trasferimento stesso. Le forme attraverso le quali può avvenire il trasferimento d’azienda (cessione, conferimento, fusione, scissione) possono produrre, per il soggetto acquirente, ulteriori effetti economico-finanziari. Tra questi assumono rilevanza soprattutto gli effetti fiscali che, a seconda della forma di trasferimento, generano dei correttivi (in aumento o in diminuzione) al valore economico del capitale.

Pertanto, la determinazione del **valore teorico di trasferimento** di un’azienda pur dovendosi basare sul valore economico del capitale trasferito, non può non includere la considerazione degli ulteriori effetti fiscali conseguenti alla modalità di trasferimento prescelta.⁹ Da ciò appare evidente come in capo ad un’azienda (ramo o partecipazione) si ha un unico valore economico del capitale e tanti valori teorici di trasferimento quante sono le possibili forme in cui lo stesso può realizzarsi.

Anche una volta stabilita la forma di trasferimento da attuare, tuttavia, possono essere individuati valori differenti poiché diversa può essere la posizione di colui il quale effettua - o, nel caso di perito esterno, per il quale si effettua - la stima. Si parla in questi casi di **valore soggettivo del capitale** inteso come il valore stimato nell’ottica specifica di un potenziale acquirente per tener conto:

⁸ Musaiò A. (2009), “Il capitale d’impresa. Configurazione e valutazione”, in Montrone A – Musaiò A. (a cura di), *Capitale e operazioni straordinarie*, McGrawhill, Milano, p. 32.

⁹ Musaiò A. (2001), “Valore economico del capitale, prezzo teorico di trasferimento e «correttivi fiscali»”, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, settembre-ottobre.

- dei possibili benefici derivanti dall'acquisto di quote di mercato che consentono una posizione dominante da parte dell'acquirente stesso (di controllo o di monopolio);
- dei possibili benefici derivanti dall'inserimento dell'azienda oggetto di trasferimento in complesso aziendale già funzionante;
- dei possibili benefici derivanti dall'eliminazione, mediante l'acquisto, di potenziali concorrenti, dall'ottenimento di economie di scala;
- degli interventi strategici e operativi astrattamente attuabili dal cessionario al fine di incrementare le prospettive di rendimento dell'azienda stessa (sinergie di marketing e/o di prodotto).

I processi che ispirano le valutazioni sono, quindi, differenti a seconda delle diverse posizioni soggettive con la naturale conseguenza che, a fronte di un unico valore economico del capitale e, una volta individuata la forma di trasferimento, di un unico valore teorico di trasferimento è possibile individuare tanti valori soggetti del capitale quanti sono i possibili soggetti nella prospettiva dei quali è possibile effettuare la stima.

Accanto alle configurazioni di valore sopra descritte troviamo, infine, il valore potenziale del capitale e il valore di mercato.

Il **valore potenziale del capitale** è quel valore stimato sulla base delle opzioni strategiche attuabili nel futuro.

Poiché ciascuna azienda presenta diverse opzioni strategiche che possono modificare anche in maniera sensibile l'assetto strategico dell'azienda, nella valutazione si aprono diversi scenari: ogni strategia genererà prospettive di reddito diverse dando, quindi, luogo a diversi possibili valori potenziali.

Ultima configurazione che il capitale può assumere è quella del **valore di mercato**, inteso come il valore che il mercato potrebbe ragionevolmente riconoscere all'azienda sulla base delle dinamiche riguardanti la domanda e l'offerta al momento della stima. Per le aziende quotate in borsa, il valore di mercato esiste ed è rappresentato dai titoli negoziati su borsa; in realtà si tratta del valore di mercato dei singoli titoli. In tutti gli altri casi, aziende non quotate, il valore di mercato è stimabile in modo indiretto, attraverso l'osservazione dei prezzi simili a quelli target.

Il valore di mercato è una particolare configurazione di valore evidentemente differente dal valore economico del capitale, ma che tuttavia può risultare utile considerare nell'ambito di un processo di stima. "E ciò, soprattutto, quando dell'azienda si ricerca il valore teorico di trasferimento; in tale circostanza, infatti, atteso che la valutazione del capitale economico può essere affetta da numerosi elementi di soggettività e di incertezza, il possibile valore di mercato può risultare un elemento di confronto e di conforto essendo basato,

questo, almeno su un elemento oggettivo e cioè sui prezzi effettivamente praticati»¹⁰.

Le diverse configurazioni di valore sopra richiamate devono essere attentamente confrontate nel momento in cui avvia la stima del valore di un'azienda. Ciascuna valutazione deve, infatti, essere preceduta da un verifica circa la configurazione di capitale più opportuna rispetto all'ambito e all'oggetto della valutazione.

Ad esempio, il passaggio dal valore economico del capitale al valore potenziale comporta, inevitabilmente, un elevato incremento del grado di soggettività e aleatorietà dei risultati della valutazione. Ha dunque senso procedere ad una valutazione di tipo potenziale se si ragiona nell'ottica di un potenziale acquirente; negli altri casi e, soprattutto, nei casi di valutazioni di tipo legale la configurazione di capitale da adottare è quella del capitale economico.

4. I possibili ambiti e oggetti della valutazione d'azienda

Diversi possono essere i motivi per i quali si rende necessaria la stima del valore economico del capitale di un'azienda o parte di essa. In particolare, è possibile individuare quattro diversi *ambiti* di valutazione:¹¹

1. le operazioni sul capitale;
2. la formulazione delle strategie;
3. la stima di performance periodica delle imprese;
4. la formazione del bilancio.

Una prima fattispecie, e forse anche la più significativa, è costituita dalle *operazioni sul capitale* intendendo per questo il trasferimento dell'azienda. Le principali ipotesi di trasferimento sono rappresentate da i conferimenti d'azienda, le fusioni e le scissioni. In questi casi la valutazione serve per determinare il numero di azioni (o quote) da assegnare (nei conferimenti) o per determinare il valore di con cambio (nelle fusioni e scissioni).

Tuttavia, la valutazione dell'azienda non è sempre e imprescindibilmente collegata al trasferimento giuridico della sua titolarità. Non mancano, infatti, ipotesi nelle quali si rende necessaria la stima del valore economico del capitale pur in assenza di un trasferimento giuridico della titolarità del capitale aziendale. Tra queste, ad esempio, l'aumento del capitale sociale con emissione di nuove azioni a pagamento. In questo caso, l'intero impianto valutativo mira alla determinazione del prezzo di emissione, cioè a stabilire, in modo funzionale, il valore da attribuire al sovrapprezzo di emissione. Altra ipotesi riguar-

¹⁰ Musaio A., "Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione", op. cit., p. 36.

¹¹ Guatri L. e Bini M. (2005), *Nuovo trattato ...*, op. cit., p. 4 e ss.

da la riduzione del capitale sociale per recesso di soci: la stima del valore economico del capitale serve per la determinazione del prezzo di liquidazione delle azioni ai soci recedenti.

Altro ambito entro cui si rende necessaria la valutazione d'azienda è quello legata alla definizione ed implementazione delle *strategie* d'azienda: l'incremento del capitale economico dell'azienda è funzione delle decisioni strategiche assunte dall'azienda. Valore e strategie vengono quindi a porsi in un nesso di complementarità e interdipendenza: l'azienda crea valore in base alle strategie adottate e le strategie vengono assunte nell'ottica di generare valore.¹²

Da quanto sopra, ne deriva che la valutazione della strategia si traduce nell'attribuire un valore economico alle decisioni (fondamentali) sul modo con cui l'impresa intende sfruttare le proprie risorse al fine di agire nel proprio ambiente competitivo - le decisioni gestionali e organizzative sono l'attuazione per piani delle decisioni strategiche.

La valutazione d'azienda, inoltre, si rende necessaria ai fini della *misurazione della performance dell'azienda*. Tale ambito della misura del valore è legato al decrescente credito che la misura puramente contabile dei risultati di periodo riscuote come stima della performance effettivamente realizzata dalle imprese. "Le ragioni del discredito dei risultati contabili nell'ottica degli analisti e degli esperti sono storicamente legate:

- alle regole giuridico-formali che condizionano pesantemente i risultati di bilancio;
- alle politiche di bilancio, non di rado utilizzate al fine di comporre contrapposti interessi delle varie categorie di *stakeholders*;
- al noto fatto che i risultati contabili, per ragioni in parte cautelative e in parte legate alla carenza di metodologie standardizzate di calcolo, hanno storicamente trascurato la dinamica del valore degli intangibili;
- al fatto che i risultati contabili sono inevitabilmente orientati al passato, così che essi non scontano (o scontano solo parzialmente) le variazioni che intervengono nei rischi che gravano sull'impresa e nelle attese di flussi futuri".¹³

Queste e altre ragioni spingono verso la convinzione ormai consolidata, che l'azienda deve periodicamente valutare se stessa: solo la dinamica dei valori rappresenta, infatti, un efficace misura della sua performance.

¹² Più approfonditamente in: Donna G. (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Giuffrè, Milano; Guatri L.- Sicca L. (2000), *Strategie. Leve del valore. Valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano.

¹³ Guatri L. – Bini M., *Nuovo trattato...*, *op. cit.*, pp. 6-7.

Infine, la valutazione d'azienda già da tempo, ma ora a maggior ragione con l'adozione dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS)), interviene nella redazione del *bilancio*. Il principio del *fair value* ha sostituito, infatti, lo storico principio del costo, provocando come conseguenza il necessario adeguamento dei valori contabili a quelli di mercato e alle regole di misurazione del valore.

Nel prosieguo del lavoro faremo prevalentemente riferimento alle valutazioni poste in essere in occasione di operazioni sul capitale.

In merito al possibile oggetto di valutazione è possibile distinguere tre casistiche:

1. l'azienda in senso stretto
2. un ramo d'azienda
3. una partecipazione rappresentativa del capitale d'azienda.

In tutti questi casi si parla genericamente di valutazione d'azienda anche se per ognuno di essi di fatto si pongono problematiche particolari.

Nel caso in cui oggetto di valutazione è l'*azienda* il processo valutativo interessa tutti gli elementi attivi e passivi che compongono il capitale dell'azienda, unitamente agli eventuali rapporti giuridici che in essa fanno capo.

Oggetto della valutazione d'azienda può non essere l'azienda globalmente intesa, bensì solo delle sezioni operative dell'impresa suscettibili di autonomo valore. Tra queste rientra il ramo d'azienda, ovvero una sua parte, dotata però di una configurabilità distinta come struttura e come capacità di generare valore.

“In sostanza, possiamo parlare di ramo d'azienda quando il complesso ceduto assume un significato come sistema piuttosto che come aggregato. I singoli elementi ceduti acquistano, in questo modo, un valore in funzione del loro orientamento all'attività e non in relazione al loro contenuto patrimoniale”¹⁴.

Affinché, dunque, una parte degli elementi attivi e passivi possa costituire un ramo d'azienda è necessario che tra essi esista una forma di coesione, che siano tra loro coordinati e cioè che possano essere messi a sistema; solo in questo caso si può parlare di ramo d'azienda che è, quindi, una parte dell'azienda dotata di una configurabilità distinta come struttura e come capacità di generare valore. Sono rami d'azienda ad esempio le divisioni, ovvero le entità produttive e commerciali aventi “responsabilità di profitto”, vale a dire strutture suscettibili di produrre autonomamente reddito.

Un esempio può essere rappresentato da un'azienda che produce acque minerali con diverse etichette, una prodotta in Calabria e l'altra in Abruzzo: la

¹⁴ Musaio A., *Il trasferimento di ramo d'azienda*, Milano, FrancoAngeli, 2002, p. 15.

vendita di una di queste due produzioni consiste nella cessione di un ramo d'azienda.

Il processo di valutazione di un ramo d'azienda pur se analogo a quello che verrebbe attivato nel caso di un'intera azienda richiede, rispetto a quest'ultimo, delle avvertenze maggiori legate per l'insorgere di alcune complicazioni quali:¹⁵

- la difficoltà nell'individuazione dei dati economico-finanziaria ascrivibili al ramo stesso per mancanza di un sistema di rilevazione dedicato;
- la difficoltà di risalire al reddito storico del singolo ramo d'azienda se non mediante la scomposizione del reddito storico globale riferito all'intera azienda;
- la non reale applicabilità di tutti i metodi generalmente previsti per l'intera azienda per le difficoltà di reperimento dei dati (patrimoniali, reddituali, finanziari, ecc.) da ciascun metodo richiesto;
- la difficoltà di ricostruire con precisione la storia del singolo ramo d'azienda poiché spesso il ramo presenta delle connessioni con gli altri rami che non consentono un'analisi disgiunta;
- la non completa autonomia del ramo d'azienda da valutare.

Ultima fattispecie, è quando oggetto della valutazione è una *partecipazione* al capitale dell'azienda. Il patrimonio netto di un'azienda è rappresentato, sotto forma giuridica, da titoli che lo esprimono, azioni o quote: chi possiede le azioni possiede l'azienda. Ne consegue che, il valore delle partecipazioni dovrebbe essere pari al valore dell'azienda che la partecipazione stessa esprime. Tuttavia acquistare delle partecipazioni al capitale aziendale non è la stessa cosa che acquistare l'azienda. Nell'uno o nell'altro caso, infatti, si avranno diversi riflessi per l'acquirente che genereranno un prezzo di acquisto differente e dei quali, quindi, si deve tener conto nel momento in cui si avvia l'impianto valutativo.

Altro fattore da considerare ai fini della stima del valore di una partecipazione al capitale è legato alla tipologia di partecipazione oggetto di acquisto, ossia se oggetto di scambio è una partecipazione totalitaria o meno. Nel primo caso, in linea teorica, la partecipazione dovrebbe avere un valore pari a tutto il valore dell'azienda; nel secondo caso la valutazione della partecipazione richiede un passaggio ulteriore: prima si valuta l'azienda globalmente considerata come se la partecipazione fosse totalitaria; il valore così stimato rappresenta la base sui stimare il valore della partecipazione non totalitaria. Quest'ultimo, in particolare, può essere determinato seguendo due differenti approcci.

¹⁵ Per approfondimenti si rinvia a: Musais A., *Il trasferimento del ramo d'azienda, op. cit.*; Fiori G., *Le scissioni nell'economia e nei bilanci delle aziende*, Milano, Giuffrè, 1995; Paganelli O., *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, Torino, Utet, 1990.

In un primo approccio, la partecipazione non totalitaria ha valore proporzionale alla percentuale che si possiede. Quindi basterà applicare al valore economico stimato per l'intera azienda la percentuale di partecipazione non totalitaria oggetto di stima.

Il secondo approccio richiede, anzitutto, di distinguere se la partecipazione non totalitaria è di controllo o meno. Se, infatti, la partecipazione è di controllo (50%+1), o comunque consente all'acquirente di esercitare il controllo sull'azienda, si ritiene che il suo valore sia proporzionalmente superiore rispetto alla corrispondente percentuale del capitale economico d'azienda dell'azienda. Di contro, nel caso di partecipazioni non di controllo il valore è proporzionalmente inferiore rispetto alla corrispondente percentuale del valore economico. Quanto detto in ragione del fatto che una partecipazione di controllo consente di controllare l'impresa con un investimento ridotto rispetto all'acquisto di una partecipazione totalitaria (teoria dell'investimento ridotto).¹⁶

Secondo questo approccio, dunque, nella valutazione di partecipazioni di controllo si deve applicare un *premio di maggioranza o di controllo*, mentre per le partecipazioni di minoranza si deve applicare uno *sconto di minoranza*: questo in ragione del fatto che una partecipazione di maggioranza consente di controllare l'impresa con un investimento ridotto rispetto all'acquisto di tutta l'azienda. Ovviamente il premio di controllo dovrebbe essere tanto più alto quanto più ci si allontana dal 100% poiché si controlla un'impresa con un investimento sempre più basso.

A prescindere dall'approccio che si intende seguire numerose appaiono le difficoltà insite nel processo di determinazione dei premi di maggioranza e sconti di minoranza. Tali difficoltà sono principalmente legate alle seguenti ragioni:¹⁷

- al rapporto esistente con la metodologia di valutazione adottata nella determinazione del capitale economico del complesso aziendale;
- alla numerosità delle variabili che ne influenzano la determinazione e che sono di difficile espressione in un'ordinaria funzione di calcolo.

¹⁶ «I considerati pacchetti azionari di controllo, invero, formano particolari complessi economici il cui valore può essere proporzionalmente maggiore o, talvolta, anche minore, di quello attribuibile ad una qualsiasi parte aliquota dell'intero capitale economico. Tali pacchetti di controllo hanno valore spesso proporzionalmente maggiore quanto, col possesso di una sola frazione del capitale nominale e quindi con un investimento relativamente limitato di capitale) conferiscono il pieno controllo della società, con tutti i poteri, i vantaggi e le utilità dirette o indirette a questo inerenti.» (Onida P., *Economia d'azienda*, Torino, Utet, 2005, p. 663)

¹⁷ Innocenti M., "Premio di maggioranza e sconto di minoranza" in Liberatore G., *La valutazione delle PMI*, Milano, FrancoAngeli, p.132.

Per le ragioni suddette spesso accade che la stima di premi e sconti si affidano ad evidenze empiriche fondate sulle differenze (grezze) di prezzi. Queste, tuttavia, se da un lato appaiono utili per arginare le difficoltà dette, dall'altro non possono mai fornire, da sole, una risposta definitiva alla stima più appropriata dei premi e sconti. Appare dunque necessario affiancarle ad analisi in grado di risalire alle determinanti economiche di premi e sconti.¹⁸

Le problematiche legate alle circostanze in cui è appropriato far uso di premi e sconti, nonché sulle possibili modalità con cui stimarne i valori, sono oggetto di approfondimento dei capitoli successivi.

5. I principi di valutazione

Il valutatore, interno o esterno all'azienda, nello svolgimento del proprio incarico deve operare nel rispetto di regole e principi di generale accettazione.

In campo internazionale, un primo passo verso la formulazione di un corpus di principi di valutazione si deve ad un'agenzia para-governativa degli Stati Uniti (*The Appraisal Foundation*) che nel 1989, a seguito della catena di fallimenti della *Saving and Loans Institution* generata dallo scoppio della bolla immobiliare, avanzò la pubblicazione degli *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* (Uspap), standard di valutazione di immobili e di altri cespiti tangibili in grado di assicurare valutazioni "fondamentali" degli stessi. Nel tempo gli Uspap hanno ampliato il loro ambito di applicazione anche alle valutazioni d'impresa, di asset intangibili e di pacchetti di titoli (Uspap 9 e 11).

Al pari degli Stati Uniti anche in Germania per mezzo dell'*Institute der Wirtschaftsprüfer* (IDW) è stato emanato nel 1983 un corpus di principi di valutazione divisi in tre parti: i problemi fondamentali, i principi e metodi, la documentazione e la relazione.¹⁹

In Italia, ad un crescente moltiplicarsi di "occasioni" in cui si richiede una stima del valore economico del capitale è corrisposta l'esigenza da parte del perito di essere assistito nell'espletamento del proprio incarico da principi e regole capaci di realizzare valutazioni fondamentali robuste e indipendenti in grado di esprimere valori assoluti, dimostrabili, razionali e affidabili.

Tuttavia, dopo un primo tentativo di generalizzazione dei principi di valutazione operato sul finire degli anni '80 dalla commissione sulla valutazione

¹⁸ Cfr. Guatri L. – Bini M., *Nuovo trattato ...*, op. cit., pp. 927 e ss.

¹⁹ Per un approfondimento si veda: Salvidio A. (1997/98), *I principi di valutazione dei revisori contabili tedeschi*, in «La valutazione delle aziende», n. 7/8/9; Salvidio A. (2005), *I nuovi principi di valutazione aziendale dell'Istituto dei Revisori Contabili tedeschi*, in «La valutazione delle aziende», n. 36.

dell'azienda,²⁰ nulla è stato fatto costringendo di fatto i nostri esperti a fare riferimento a quanto formulato in dottrina e/o dagli organismi professionali esteri.

In generale, i *principi di valutazione* possono distinguersi in *generali* e *specifici*. I primi costituiscono l'antefatto del processo valutativo e sono rappresentati dai fondamenti e le regole di carattere generale a cui dovrebbe uniformarsi l'impianto valutativo nel suo complesso, indipendentemente dal tipo di operazione posta in essere.

I principi generali di riferimento servono poi *ex post* per giudicare la correttezza di una valutazione, cioè per dire se in una certa fattispecie valutativa sono state definite con chiarezza le ipotesi di base ed è stato applicato il metodo più consono.

Tra i principi generali quelli maggiormente richiamati nella prassi sono:

- il principio della *coerenza*, che significa che il metodo deve seguire le fasi logiche previste dalla teoria del valore a cui si riferisce;
- il principio dell'*unitarietà*, che significa che il metodo deve consentire di valutare l'azienda in via unitaria come un complesso di beni congiunti e finalizzati allo svolgimento dell'attività economica. In nessun caso, è accettabile un metodo che riporta il capitale economico come la somma di valori di beni analizzati al di fuori del contesto sistemico in cui si troveranno ad operare (a meno che non si tratti di un'operazione di liquidazione);
- il principio della *temporalità*, che significa che il metodo deve collocare l'azienda in una dimensione temporale precisa che contempli la condizione presente e i risultati futuri realisticamente prevedibili alla data della valutazione. Vanno escluse le opzioni del tutto innovative, ovvero quelle forme di crescita che esulano dai fondamentali che hanno caratterizzato la storia dell'azienda;
- il principio della *realisticità* significa che si deve mantenere un profilo valutativo né ottimistico né pessimistico e come conseguenza viene abbandonato il principio di prudenza, perché il valutatore deve mantenersi imparziale ed equidistante dall'assegnazione di valori eccessivi verso l'alto come verso il basso;
- il principio della *generalità* significa che il metodo consente al valutatore di prescindere dalle situazioni di contesto e di elevarsi al di sopra degli interessi delle parti in una posizione di neutralità;
- il principio della *dimostrabilità* non significa assenza di discrezionalità, la quale è ineludibile dalla misurazione economica, bensì capacità di rintracciare e ripercorrere il processo intrapreso dal valutatore e le sue scelte du-

²⁰ Si veda: COMMISSIONE SULLA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA, *Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni azionarie*, Milano, Egea. 1989.

rante l'applicazione del metodo. Un suo corollario consiste nella necessità di avvalersi di documenti ufficiali e consultabili, come bilanci certificati e rendiconti finanziari, piani, budget e business plan approvati dagli organi amministrativi.

I **principi di valutazione specifici** sono, invece, quelli connessi alle singole tipologie di operazioni (fusioni, conferimenti, altre) e alla finalità che il processo valutativo si pone per ognuna di esse. Tra questi i più diffusi sono:

- *l'omogeneità e comparabilità dei criteri adottati*: le valutazioni devono essere eseguite nel rispetto dell'*omogeneità* dei criteri di stima delle società coinvolte nell'operazione di stima. Omogeneità non significa solo coincidenza dei criteri, ma anche (e soprattutto) applicazione delle stesse regole e degli stessi comportamenti nelle scelte valutative essenziali al fine di consentirne la *comparabilità*. La vera omogeneità non verte tanto sull'aspetto formale dell'identità delle formule, quanto sulle modalità con le quali esse vengono applicate e sui loro contenuti. Per questa ragione il ricorso a metodi dimostrabili è spesso condizione essenziale affinché l'omogeneità non sia solo apparenza e possa essere adeguatamente documentata;
- *l'ottica stand alone*: in tale ottica, la determinazione dei valori è eseguita considerando le società coinvolte nell'operazione di M&A come entità operativamente disgiunte. Conseguentemente, le valutazioni prescindono da ogni considerazione concernente sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dall'eventuale integrazione delle entità stesse. I risultati ottenuti, non essendo rappresentativi di una valutazione "assoluta" delle società partecipanti all'operazione, non possono essere posti a confronto con o presi a parametri di eventuali prezzi di acquisizione o cessione. Le valutazioni ottenute potrebbero, quindi, differire rispetto ad altre valutazioni effettuate in contesti o con finalità diverse, anche con riguardo alla selezione dei criteri e delle metodologie utilizzati;
- *la continuità della gestione*: ai fini di una corretta valutazione è necessario partire dal presupposto che le singole entità coinvolte nella valutazione operino in ipotesi di *continuità gestionale*, assumendo cioè il mantenimento di una gestione autonoma delle stesse.

6. I modelli e le formule valutative

Definito lo scopo della valutazione e l'oggetto da valutare il valutatore deve affrontare la singola fattispecie valutativa.

La valutazione d'azienda è una materia in continua e costante evoluzione, per effetti di mercato ed economici, per innovazione metodologica, per omo-

geneizzazione a livello globale. Non è dunque proponibile, per ogni fattispecie, lo stesso criterio di valutazione. Ogni valutazione, infatti, è relativa allo specifico tipo di operazioni aziendali cui si riferisce. Nella scelta della metodologia valutativa occorre, peraltro, tenere conto del settore economico di appartenenza delle società coinvolta e dello status della stessa.²¹

Tutto ciò considerato, nel tempo la dottrina ha elaborato una pluralità di metodi disponibili per la valutazione. Tutti questi metodi si basano su una “formula teorica fondamentale” a cui pare opportuno fare riferimento prima di procedere ad una loro classificazione.

La formula teorica fondamentale, riferita al valore aziendale nell’ottica dell’investitore, può essere così espressa:²²

$$W = \sum_{s=1}^n d_s v^s + P_n v^n$$

dove:

W = valore dell’azienda

d_s = dividendo pagato nell’anno s

v = fattore di attualizzazione = $(1+i)$

P_n = prezzo probabile di vendita dell’azienda all’anno n

Se, invece si considera il valore nell’ottica dell’impresa, l’espressione di cui sopra diventa:²³

$$W = \sum_{s=1}^n F_s v^s$$

dove:

F_s = flusso atteso nell’anno s , esprimibile sia in termini economici che finanziari.

²¹ Liberatore G., La valutazione..., op. cit. p. 15; Ferraro O. (2010), “L’influenza del settore di attività sulla scelta delle metodologie valutative. Uno studio sulla prassi italiana”, in *Economia Aziendale 2000 web*, Vol. 1, N° 1, at: www.ea2000.it: 27-40.

²² Si veda Guatri L. (1998), *Trattato sulla ...*, op. cit., pp. 63 e ss.; Russo P. (2000), *Le determinanti del valore dell’impresa*, Egea, Milano, pp. 33 e ss.

²³ Si veda Cattaneo M., (1998), *Principi di valutazione...*, op. cit., pp. 36-42.

Le suddette formule, espressione di due diversi punti di vista impiegabili per esprimere il valore di un'impresa, poco si adattano alle applicazioni concrete per le quali si prediligono formule che, pur non possedendo la medesima validità concettuale, hanno un carattere più operativo e, quindi, risultano meglio praticabili.

I metodi di valutazione elaborati che, nella pratica, sostituiscono le due formule teoriche fondamentali sono i seguenti:²⁴

- metodi patrimoniali, semplici e complessi, in cui $W = f(K)$;
- metodi reddituali, in cui $W = f(R)$;
- metodi finanziari, in cui $W = f(CF)$;
- metodi misti patrimoniali reddituali, in cui $W = f(K, R)$

dove:

W = valore dell'azienda; CF = flussi di cassa; R = reddito; K = capitale

A questi metodi cosiddetti "tradizionali" si affianca la tecnica dei multipli, mediante la quale il valore dell'azienda viene determinato sulla base di prezzi negoziati in vasti mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili (c.d. *guideline companies*). Come, tuttavia, avremo modo di approfondire nel prosieguo i multipli, non giungono alla stima del valore economico del capitale, bensì al valore di mercato.

Poiché per la stima del valore economico del capitale non esiste il metodo ottimale applicabile alle diverse fattispecie operative, la scelta deve tener conto di diversi elementi, quali lo scopo della valutazione, l'ambito di applicazione, il settore di appartenenza, il contesto economico entro cui si opera, ecc.

Per questi motivi, nella prassi si tende ad applicare, nell'ambito di uno stesso processo di stima, più metodi di valutazione.

²⁴ Secondo Guatri, i metodi finanziari e quelli reddituali costituiscono rappresentazioni abbastanza fedeli delle due formule teoriche, in quanto il loro principio ispiratore è pur sempre l'attualizzazione di una serie di flussi attesi, di natura finanziaria o reddituale; il metodo patrimoniale, invece, non si presta ad alcun confronto con le formule teoriche generali, pertanto non può mai considerarsi una soluzione *razionale* al problema della valutazione d'impresa; per i metodi misti valgono considerazioni più articolate, a seconda che essi siano formulati come media o come fusione di metodologie differenti: la prima soluzione è priva di razionalità in quanto media tra dati eterogenei, solo alcuni dei quali sono espressione di procedimenti razionali; la seconda, è tanto più razionale quanto maggiore è il peso attribuito alla componente reddituale rispetto a quella patrimoniale; i metodi basati sui valori dedotti dall'esperienza o dal mercato, non desumono il valore da alcuna formula valutativa, pertanto per essi il problema della confrontabilità con le formule generali non può neanche essere posto. Per un approfondimento si veda Guatri L. (1998), *Trattato sulla ...*, op. cit.; Cattaneo M., (1998), *Principi di valutazione...*, op. cit., p. 47.

In linea teorica, l'impiego plurimo dovrebbe caratterizzarsi per l'abbinamento di metodi basati su impianti valutativi diametralmente opposti (reddituale e patrimoniale oppure finanziario e multipli), come se, guardando il fenomeno da prospettive diverse, lo si riuscisse a vedere meglio nella sua interezza.²⁵

Il fine ultimo di ogni processo valutativo è la stima del valore economico da attribuire all'oggetto della stima. Ne consegue che, l'impiego plurimo implica l'attribuzione di un ruolo a ciascuno dei metodi impiegati e, quindi, dei valori con essi ottenuti. In merito, è possibile individuare quattro principali approcci così classificati:

- *gerarchico*, nel caso in cui l'impiego esclusivo di un metodo (principale), è accompagnato da una seconda valutazione tesa a verificare l'affidabilità del valore ottenuto (metodo di controllo);
- *sintetico*, nel caso in cui l'impiego plurimo si conclude con una media, semplice o ponderata, dei valori ottenuti;²⁶
- *range di valori*, nel caso il cui l'impiego plurimo porta alla definizione di una range di valori (minimo/massimo) entro cui è poi si sceglie il valore economico finale;
- *misto*, quando nell'ambito dell'approccio gerarchico sono utilizzate più metodologie principali che si concludono o con una media o con la definizione di un range di valori. La validità del valore così ottenuto è poi verificata attraverso uno o più metodi di controllo.

Si procede di seguito ad una disamina delle principali caratteristiche dei metodi di valutazione impiegati dalla prassi e condivisi dalla dottrina. caratteristiche dei principali metodi di valutazione impiegati dalla prassi e condivisi dalla dottrina.²⁷

²⁵ Liberatore G., *La valutazione ...*, op. cit., pag. 21. Tuttavia, nella prassi valutativa gli abbinamenti non sono stati poi così netti. Uno studio condotto su un campione di operazioni straordinarie poste in essere in Italia tra il 2004 e il 2007 ha evidenziato, infatti, alcune scelte inconsuete da parte del valutatore come quella di utilizzare per una medesima valutazione il metodo finanziario e quello reddituale, entrambi appartenenti alla categoria dei metodi basati su grandezze flusso; oppure di non effettuare una vera e propria scelta, bensì applicare tutte (o quasi) le possibili metodologie formulate dalla teoria (a volte anche più di 5 insieme) per arrivare, poi, alla stima del valore finale ad esempio attraverso una media dei diversi risultati ottenuti. Per un approfondimento sul tema si veda Ferraro O., *La valutazione d'azienda nelle operazioni di M&A. Un'analisi delle principali scelte valutative*, Quaderno Monografico RIREA, n. 77, 2009

²⁶ «Una media, però, non particolarmente significativa, visto che nasce da un compromesso più che da una sintesi, da un confronto di valori non omogenei che provengono da logiche diverse se non conflittuali» (G. LIBERATORE, *La valutazione ...*, op. cit., pag. 21).

²⁷ Guatri L. - Bini M. (2005), *Nuovo trattato ...*, op. cit.; Di Iazzaro R. (1990), *I tassi nella determinazione del capitale economico aziendale*, Milano, Giuffrè;

5.1 Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale «si fonda sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale»²⁸

La valutazione operata con il metodo patrimoniale si caratterizza come stima:

- *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento che compone il patrimonio aziendale;
- *a valori correnti*, poiché direttamente o indirettamente basata sui prezzi di mercato del momento in cui ha luogo la valutazione;
- *di sostituzione*, perché l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Il punto di partenza nell'applicazione del metodo patrimoniale è costituito dal Patrimonio netto contabile così come espresso nel bilancio di esercizio. Su questo valore vengono attivati due ordini di interventi: di revisione e di trasformazione in valori correnti.

La *revisione* del patrimonio netto contabile si traduce nell'esigenza di verificare la correttezza e l'attendibilità dei dati di partenza, ossia di quelli contabili. L'attività di revisione non rientra tra le attività tipiche della valutazione d'azienda.

Una volta accertata la validità dei dati contabili, gli elementi attivi e passivi componenti il patrimonio netto contabile vengono *trasformati in valori correnti*. Più nel dettaglio, gli elementi attivi devono essere espressi al valore corrente, quelli passivi al loro valore corrente di estinzione. Da tale operazione possono derivare delle plus(o minus)valenze di valore.

La grandezza che deriva dalla riconversione dei valori contabili in valori correnti è chiamata Patrimonio netto rettificato. Talora nel concetto di Patrimonio netto rettificato si computano anche gli effetti fiscali delle plus e minusvalenze suddette.

Se al valore così stimato (patrimonio netto rettificato) si includono gli elementi che non trovano rappresentazione nel bilancio di esercizio si giunge alla stima del patrimonio netto integrato. Tra questi elementi assumono rilevanza soprattutto le risorse "intangibili", ovvero quei beni immateriali che compongono l'attività dell'azienda che, mancando di alcuni requisiti stabiliti dalla normativa contabile nazionale e/o internazionale, non trovano iscrizione e quindi misurazione nel bilancio di esercizio.

Da quanto sopra ne deriva che, il metodo patrimoniale può essere applicato nella versione:

²⁸ Cfr. Guatri L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, Egea, Milano, 1990, pag. 30 e ss.

- *semplice*, che quantifica il valore del capitale dell'azienda rettificando il valore del patrimonio netto contabile. Si parla in questo caso di **patrimonio netto rettificato**; o
- *complessa*, che quantifica il valore del capitale dell'azienda rettificando il valore del patrimonio netto contabile e includendo gli intangibile assets che non trovano espressione in bilancio. Si parla in questo caso di **patrimonio netto integrato** e cioè comprensivo degli intangibles che non trovano espressione in bilancio.

5.2 Il metodo reddituale

Il *Metodo reddituale* esprime il valore dell'azienda in funzione della sua capacità reddituale futura: l'azienda vale se ed in quanto produce redditività, attualizzando/capitalizzando il reddito medio prospettico per un congruo tasso di valutazione sulla base del periodo di tempo che si stima utile, a durata definita o indefinita.

In formula:

$$W = \frac{R}{i} \quad (1)$$

dove:

“W” è il valore del capitale economico d'azienda

“R” è il reddito medio prospettico

“i” è il tasso di valutazione.

La formula base (1) si utilizza quando si presume che l'azienda continuerà a produrre con durata illimitata quel livello di reddito. Ne consegue che, tale formula è applicabile nel caso in cui l'azienda sia in equilibrio, ossia quando è ragionevole ritenere che la stessa non si discosterà dai redditi che ha manifestato di produrre negli ultimi esercizi.

Dove, più verosimilmente dell'azienda si stima una durata limitata, perché prevista da contratti o dalla legge, o più semplicemente dalle considerazioni del valutatore, si possono adottare le seguenti formule:

con reddito costante

$$W = Ra_{\infty} + TV \quad (2)$$

con reddito variabile

$$W = \sum_{t=1}^n Rt * (1+i)^{-t} + TV \quad (3)$$

dove:

“TV” è il terminal value.

In entrambe le formule, il valore economico risulta dal valore attuale di un reddito medio (2) o di una serie di redditi puntuali (3) per un certo numero di anni - *periodo di proiezione analitica*, in genere non superiore ai 5/6 anni – al quale va sommato il *Terminal Value*,²⁹ inteso come il valore dei flussi che l'azienda sarà in grado di generare nel periodo compreso tra la fine dell'orizzonte temporale di riferimento e l'infinito

Il modello reddituale si basa sul *reddito medio prospettico*, che rappresenta la capacità dell'azienda di produrre redditi in futuro. Per la sua stima gli elementi da prendere a riferimento sono:

- i risultati storici;
- i risultati prospettici;
- l'ampiezza del periodo di riferimento.

Per quanto attiene ai risultati storici questi rappresentano la base per determinare la situazione economica aziendale «storica» da proiettare nel futuro per la stima del rendimento prospettico. Come vedremo nel prosieguo i dati storici devono, tuttavia, essere rivisti criticamente onde consentire di rappresentare la reale capacità reddituale futura.

In merito ai risultati prospettici questi possono essere espressi in vario modo:

- *flussi di reddito attesi per gli anni futuri*: in cui vengono stimati i redditi analitici degli esercizi futuri sulla base della documentazione prodotta dal management dell'azienda (budget, piani previsionali). Questa soluzione ha significato se rapportata ad un arco temporale non superiore a 3-5 anni, in quanto budget e piani revisionali hanno raramente attendibilità oltre tale periodo;

²⁹ Esistono diversi approcci per la stima del terminal value. Tra i più diffusi ricordiamo:

- 1) il modello della crescita costante del flusso di cassa (*perpetual growth rate method*) che muove dalla previsione del flusso di cassa «normale» che si ritiene l'azienda sia in grado di sostenere in perpetuo sulla base di determinate assunzioni a partire dall'ultimo anno di previsione analitica;
- 2) il modello del reddito atteso in perpetuo (*economic profit technique*) in cui viene attualizzato in perpetuo il cosiddetto “flusso a regime”;
- 3) il modello dei “multipli d'uscita” (*exit multiple method*) che consiste nella stima di un multiplo d'uscita (i più usati sono in genere l'Ebit o l'Ebitda), costruito di solito con riferimento a società ritenute comparabili, riferibile alla fine del periodo di previsione analitica (l'n-esimo anno).

Anche in questo caso la scelta del valutatore deve essere coerente con le finalità della valutazione e con la configurazione di valore prescelta. Più approfonditamente si veda: Mechelli A., *La stima del valore finale nella valutazione del capitale economico d'impresa. Profili teorici ed evidenze empiriche*, Milano, Giuffrè, 2004.

- *reddito medio atteso*: esprime la media (semplice o ponderata) dei redditi futuri di più esercizi. L'indubbio vantaggio di un simile approccio è sicuramente rappresentato dal fatto che con la media si escludono picchi, positivi o negativi, che potrebbero verificarsi nei singoli esercizi a causa di eventi eccezionali. Nel calcolo della media vengono normalmente ricompresi redditi dell'ultimo esercizio trascorso, di quello in corso e dei successivi, eventualmente ponderando (in caso di media ponderata) il risultato sul piano numerico.
- *fascia di redditi*: in cui i flussi attesi vengono quantificati in una "gamma" di risultati, facendo riferimento a scenari alternativi con diversi gradi di "ottimismo". Secondo questo approccio anziché una media, si determina il reddito sulla base di informazioni analitiche quantificandolo in un intervallo di valori. Così facendo, tuttavia, si accentua il margine di incertezza e si allarga il campo di variabilità.

La stima del rendimento medio prospettico necessita della definizione dell'*ampiezza del periodo di riferimento* sia per l'individuazione dei redditi passati che per la determinazione di quelli prospettici.

Generalmente, il periodo di riferimento deve essere sufficientemente circoscritto: adottare, infatti, un arco temporale troppo ampio potrebbe portare ad un risultato non espressivo dell'attuale situazione dell'azienda oggetto di valutazione, né della sua effettiva capacità futura di generare reddito.

In particolare, occorre verificare se nel passato ci sono stati momenti di discontinuità con riferimento agli aspetti strategici: ad esempio se un'azienda è entrata o uscita da un gruppo, o se c'è stato un cambio nel management. La proiezione del futuro deve tener conto non tanto del requisito della significatività quanto quello della coerenza: più ci si estende più c'è il rischio che i risultati non siano attendibili. Nella prassi il periodo preso a riferimento è di 2/3 anni precedenti a quello di stima e di 2/3 anni successivi.

Individuato il periodo di riferimento è necessario *rettificare i redditi individuati*, effettuando una serie di correttivi onde evitare distorsioni del reddito, sia per le gestioni concluse che per quelle previsionali. Il reddito deve essere depurato dalle componenti reddituali straordinarie, quali minusvalenze e plusvalenze, rivalutazioni e svalutazioni, ed espresso al netto degli oneri finanziari e delle imposte.

Gli interventi volti a rettificare i redditi individuati sono di riassumibili nelle seguenti operazioni:

- *Normalizzazione*: in cui si procede alla trasformazione del reddito di bilancio in un reddito normale, ossia depurato da eventi a carattere non ripetibile, casuali e di non pertinenza. La normalizzazione dei redditi di fatto si traduce nell'eliminazione dai redditi di bilancio dei componenti straordina-

ri ed esprimendo in termini normali, non eccezionali, la capacità reddituale affinché sia ripetibile in futuro;

- *Ricalcolo dei costi convenzionali*: si rende necessaria quando il reddito di esercizio così come espresso in bilancio comprende valori di reddito (soprattutto costi) di natura convenzionale, anziché essere frutto di una negoziazione di mercato (valori di mercato);
- *Eliminazione degli effetti derivanti dalle politiche di bilancio*: in cui si depura il reddito di bilancio dagli eventuali effetti originati dalle politiche di bilancio volte a sovrastimare o sottostimare il reddito di esercizio: ammortamenti anticipati o accelerati, fondi rischi, politiche di dividendi, ecc.;
- *Allineamento alla consistenza patrimoniale*: nella stima del reddito medio occorre tener conto della effettiva stima del valore patrimoniale, piuttosto che del valore contabile;
- *Ricalcolo delle imposte*: una volta modificati i componenti di reddito si procede al ricalcolo delle imposte, in modo che le imposte effettive siano sostituite da quelle teoriche calcolate sul risultato economico normalizzato.

I redditi così ottenuti non sono, tuttavia, ancora completamente omogenei per effetto dell'inflazione che rischia di alterare la redditività nel tempo.³⁰ La perdita del potere reale d'acquisto della moneta può, infatti, far perdere significatività al risultato della valutazione.

Per neutralizzare dagli effetti distorsivi dell'inflazione è, dunque, necessario procedere all'allineamento temporale dei risultati puntuali, così che essi siano espressi in valuta a potere di acquisto costante. In funzione dei tassi di inflazione e della data di riferimento della stima, quindi:

- i redditi storici devono essere capitalizzati;
- i redditi prospettici devono essere attualizzati.

A questo punto, il valutatore può proceder alla sintesi dei redditi puntuali normalizzati in un unico valore: il reddito medio prospettico. Talora è sufficiente una media semplice prospettica, altre volte occorre invece effettuare una media ponderata. Qualora, infatti, i risultati annuali siano caratterizzati da un diverso grado di significatività si rende necessario assegnare un peso maggiore ai risultati più rappresentativi e conseguentemente un peso minore, ai risultati meno significativi (per il passato) o meno attendibili (per il futuro).

A conclusione di questa breve descrizione del modello reddituale si propone una tabella riassuntiva all'interno della quale sono riportate le formule valutative da adottare per l'applicazione del metodo, sia nella versione asset side (o unlevered) sia nella versione equity side (o levered).

³⁰ L'inflazione è quel fenomeno che in economia indica un generale aumento continuo dei prezzi di beni e servizi in un dato periodo di tempo con conseguente diminuzione del potere d'acquisto della moneta.

Tab. 1 – Le formule applicative del modello reddituale

	<i>Durata definita</i>	<i>Durata indefinita</i>
<i>Versione Equity side (o levered)</i>	$W_{MP} = \frac{R}{i_{MP}}$	<p><i>con reddito costante</i> $W_{MP} = Ra_{a-i_{MP}} + TV$</p> <p><i>con reddito variabile</i> $W_{MP} = \sum_{t=1}^n Rt * (1+i)^{-t} + TV$</p>
<i>Versione (Asset side) (o unlevered)</i>	$W_{CI} = \frac{EBIT(1-t)}{i_{CI}}$	<p><i>con reddito costante</i> $W_{CI} = EBIT(1-t)_{a-i_{CI}} + TV$</p> <p><i>con reddito variabile</i> $W_{CI} = \sum_{t=1}^n EBIT(1+i)_t * (1+i)^{-t} + TV$</p> <p>dove $W_{MP} = W_{CI} - PFN$</p>

5.3 Il metodo finanziario

Il *Metodo finanziario* stima il valore dell'azienda in funzione della capacità futura di generare flussi di cassa.

In questa prospettiva, dunque, il capitale d'azienda assume valore in quanto in grado di conseguire risultati idonei a remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. In formula:

Il valore dell'azienda ottenuto con l'applicazione del metodo finanziario è essenzialmente caratterizzato da tre fattori:

- i flussi di cassa (disponibile per i soci o operativo netto a seconda della versione levered o unlevered);
- il periodo di proiezione analitica;
- il tasso di attualizzazione.

I flussi di cassa da stimare per il periodo di proiezione esplicita derivano dalla predisposizione, da parte del valutatore, di una serie di bilanci previsionali. Questi hanno la funzione di fornire i dati necessari al fine di calcolare il flusso di cassa atteso per ciascuno dei periodi assunti a base per la valutazione. Nella tabella 2 si riporta il procedimento per il calcolo dei flussi di cassa per la versione *levered*, mentre nella tabella 3 quello per il calcolo dei flussi di cassa per la versione *unlevered*.

Tab. 2 – Flusso di cassa netto disponibile per i soci

Risultato operativo
Ammortamenti	...
Accantonamenti	...
Svalutazioni immobilizzazioni	...
Flusso di Capitale circolante e di liquidità della gestione reddituale operativa corrente
Incremento del capitale circolante commerciale	(...)
Flusso di liquidità della gestione reddituale corrente
Utilizzo del fondo TFR	(...)
Investimenti	...
Disinvestimenti	(...)
Flusso di liquidità (lordo) della gestione operativa
Interessi passivi	(...)
Rimborso di finanziamenti	(...)
Ottenimento di finanziamenti	...
Uscite per imposte sul reddito	(...)
Flusso di liquidità netto disponibile per i soci	<u>.....</u>

Tab. 3 – Flusso di cassa operativo netto

Risultato operativo
Ammortamenti	...
Accantonamenti	...
Svalutazioni immobilizzazioni	...
Flusso di Capitale circolante e di liquidità della gestione reddituale operativa corrente
Incremento del capitale circolante commerciale	(...)
Flusso di liquidità della gestione reddituale corrente
Utilizzo del fondo TFR	(...)
Investimenti	...
Disinvestimenti	(...)
Flusso di liquidità (lordo) della gestione operativa
Uscite per imposte teoriche sul risultato operativo	(...)
Flusso di liquidità operativo netto	<u>.....</u>

Per quanto attiene all'orizzonte temporale da impiegare restano valide le considerazioni fatte in sede di modello reddituale, ossia deve essere definito in modo tale che, al termine dello stesso, l'azienda abbia raggiunto uno stato di sostanziale equilibrio.

Una volta determinati i flussi di cassa attesi, sarà necessario stabilire il valore da attribuire al tasso di attualizzazione. Nel caso in cui il metodo finanziario adottato sia "levered" il tasso impiegato è dato dalla somma del tasso privo di rischio (titoli di Stato pluriennali) e del premio per il rischio (CAPM,

Capital Asset Pricing Model). Nel caso si propenda per la versione “unlevered” - generalmente il più adottato nei modelli finanziari - il tasso di attualizzazione è dato dal costo medio ponderato del capitale (il c.d. WACC, *Weighted Average Cost of Capital*) il quale può essere rappresentato dalla seguente formula:³¹

$$wacc = Ke \frac{E}{E + D} + Kd \frac{D}{E + D}$$

dove:

K_e = costo del capitale proprio

K_d = costo del debito

E = mezzi propri capitale proprio

D = indebitamento

Il più noto fra i metodi finanziari è l’*unlevered discounted cash flow (DCF)* che, nella teoria finanziaria americana, rappresenta la metodologia di riferimento per la stima del capitale economico d’impresa. In formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + i_{ci})^t} + TV + PFN$$

dove:

FC = flussi di cassa disponibili

i_{ci} = tasso di attualizzazione

n = numero di anni di prevedibile durata

TV = valore terminale (terminal value)

PFN = posizione finanziaria netta

³¹ L’applicazione del WACC comporta la preliminare risoluzione del problema del costo del capitale proprio, per la cui definizione è necessario tenere conto di due componenti: il compenso per il puro investimento (*risk-free rate*) e il compenso per il rischio. La prima componente, riferendosi ad impieghi di denaro sostanzialmente privi di rischio, è comunemente individuata dal rendimento dei titoli di Stato; la seconda componente, di più problematica identificazione, richiede il ricorso ad opportune tecniche di calcolo, la più diffusa delle quali è quella basata sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). L’origine del modello si può far risalire ai lavori del premio Nobel Sharpe W. F. (1964), “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, in *Journal of Finance*, n. 19 e di Lintner J. (1965), “The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budgets”, in *The Review of Economics and Statistics*, n. 47. Per una trattazione esaustiva del modello CAPM e per l’analisi di modelli alternativi si veda Copeland T., Koller T., Murrin J. (1998), *Il valore dell’impresa ... op. cit.*, pp. 277 e ss.; Damodoran A. (2002), *Valutazione ... op. cit.*, pp. 49 e ss.; Russo P. (2000), *Le determinanti del ... op. cit.*, pp. 57 e ss.; Donna G. (1999), *La creazione di valore nella gestione dell’impresa*, Carocci, Roma, pp. 129 e ss.

Come si evince dalla formula sopra riportata l'applicazione del DCF è il risultato della sommatoria di tre fattori principali:³²

- i flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale;
- il valore terminale dell'azienda, corrispondente ad una stima del valore futuro dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita;
- la posizione finanziaria netta dell'azienda espressa a valori di mercato e determinata con riferimento alla data di valutazione.

Per completezza occorre precisare che la stima del “capitale investito può essere caratterizzata dalla presenza di impieghi extra-caratteristici (*Surplus Assets*), i quali concorrono ai rendimenti prospettici in via autonoma piuttosto che in combinazione con gli altri fattori produttivi. Quando i rendimenti prospettici relativi a detti investimenti hanno una dinamica, ovvero sono soggetti a un grado di rischio diverso rispetto ai rendimenti prospettici riferibili all'azienda nel suo complesso, in genere si ritiene preferibile procedere ad una valutazione disgiunta sommando poi il relativo valore a quello dell'azienda (al netto, ovviamente, quest'ultimo, delle componenti connesse agli impieghi extra-caratteristici)”:³³

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

5.3 Il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento

Il *Metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento* (oppure della capitalizzazione del sovra(sotto)reddito) rientra, insieme al metodo del valore medio,³⁴ tra i c.d. metodi misti. Sono così

³² In caso di applicazione della versione *levered* del metodo DCF si deve tener conto, anzitutto, di un tasso che esprime il costo medio prospettico del solo capitale proprio). Per quanto riguarda il TV, questo non viene considerato nella formulazione *levered* del metodo in oggetto, in quanto essa deriva il valore dell'azienda dall'attualizzazione dei flussi disponibili per l'azionista, già stimati al netto della remunerazione dovuta ai portatori di crediti finanziari (Cfr. Cattaneo M., (1998), *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Il Mulino, Bologna, pp. 63-64 e p. 109).

³³ Il discorso legato ai *Surplus Assets* è valido anche nel caso del metodo reddituale versione unlevered. Cfr. Musai A., “Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione”, *op. cit.*, p. 46.

³⁴ Il metodo del valore medio assegna eguale importanza nella determinazione del valore aziendale alla composizione qualitativa e quantitativa del capitale e alla sua redditività futura. Il valore aziendale è pari alla semisomma tra il valore patrimoniale rettificato e il valore reddituale

chiamati in quanto rappresentano una sintesi tra due metodi, quello patrimoniale e quello reddituale. L'obiettivo è, infatti, quello di esprimere il valore dell'azienda in funzione del patrimonio e del reddito, colmando così le lacune dell'uno e dell'altro metodo: il metodo patrimoniale trascura la valutazione della redditività futura dell'azienda, mentre il metodo reddituale trascura la valutazione della consistenza patrimoniale.

Tra i metodi misti, quello con stima autonoma dell'avviamento è nella prassi professionale il più diffuso. Esso si basa su alcuni assunti fondamentali.

Anzitutto, il reddito prospettico può essere idealmente scomposto in due componenti. La prima è rappresentata dal *reddito equo* (R_{equo}), che esprime la quota del reddito prospettico corrispondente al rendimento giudicato soddisfacente dagli investitori a titolo di capitale di rischio. Il reddito equo può essere determinato applicando al valore corrente del patrimonio netto (PNR) il tasso di rendimento giudicato equo dagli investitori (i_{MP}):

$$R_{equo} = PNR * i_{MP}$$

La seconda componente è costituita dal *sovra(sotto)reddito* (S), che esprime il valore residuo tra il reddito prospettico e il reddito equo. Tale grandezza può essere determinata come differenza tra il reddito atteso e quello giudicato equo:

$$S = R - R_{equo}$$

$$S = R - PNR * i_{MP}$$

Altro assunto base è rappresentato dalla differente durata delle due componenti del reddito prospettico. Mentre, infatti per il reddito equo è ragionevole prevedere una durata illimitata, l'eventuale sovra(sotto)reddito, poiché rappresentativo della capacità dell'impresa di produrre un reddito superiore (o inferiore) a quello equo, non può che avere una durata limitata nel tempo. Quanto detto si giustifica "innanzitutto per effetto della pressione concorrenziale (che porta, nel lungo termine, al venir meno dei vantaggi competitivi) e,

prospettico. In formula: $W = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right)$ dove K è il valore patrimoniale rettificato e R il reddi-

to medio prospettico.

Come si evince dalla formula, il metodo esprime il valore dell'azienda quale media aritmetica tra il valore dell'azienda ottenuto con l'applicazione del metodo patrimoniale e il valore dell'azienda ottenuto con l'applicazione del metodo reddituale nella formula di rendita perpetua. Ovviamente, è possibile modificare la formula esprimendo la durata a tempo limitato.

in secondo luogo, per il fatto che la “spinta” dalla quale deriva la presenza di un sovrareddito è destinata naturalmente ad esaurirsi nel tempo; i fattori di spinta vanno periodicamente alimentati e rinnovati mediante l’attuazione di nuove strategie”.³⁵

Tutto quanto sopra detto trova espressione nella seguente formula:

$$W_{MP} = PNR + (R - PNR * i_{MP}) a_{n-i}$$

dove:

“PNR” è il patrimonio netto rettificato

“R” è il reddito medio prospettico

“ i_{MP} ” è il rendimento equo (costo) dei mezzi propri

“ i ” è il tasso di attualizzazione dei sovra(sotto)redditi

“ n ” è il periodo di attualizzazione dei sovra(sotto)redditi

A riprova di quanto finora detto, si ricorda che se il sovra(sotto)reddito fosse attualizzato all’infinito e il tasso di attualizzazione coincidesse con il tasso equo di redditività, il risultato derivante dall’applicazione del metodo con stima autonoma dell’avviamento sarebbe uguale a quello ottenuto applicando il metodo reddituale puro (R/i). Non avrebbe, dunque, senso l’attualizzazione separata delle due componenti il reddito prospettico. Quest’ultimo assume significato, infatti, solo se la componente del sovra(sotto)reddito viene “trattata” in maniera differente rispetto al reddito equo.

Ultima questione da affrontare nell’applicazione del metodo con stima autonoma dell’avviamento è quella relativa alla scelta del tasso (i) con cui attualizzare l’eventuale sovra(sotto)reddito. In merito la dottrina ha molto dibattuto e nel tempo si sono andati formando due principali orientamenti.

In un primo orientamento si ritiene che il tasso di attualizzazione del sovra(sotto) reddito deve coincidere con il tasso pieno, ossia comprensivo dell’intero premio per il rischio. Tale convinzione deriva dal fatto che le due componenti il reddito prospettico (il reddito equo e il sovra(sotto) reddito) derivano comunque da un valore unico con la conseguenza di non avere una rischiosità autonoma, bensì quella attribuibile al reddito prospettico nel suo complesso.

Di tesi opposta, il secondo orientamento secondo cui il tasso di attualizzazione del sovra(sotto)reddito deve essere *free risk*, ossia non deve incorporare il premio per il rischio poiché lo stesso si tiene già conto nel momento in cui si attualizza il sovra(sotto)reddito per un tempo limitato.

Nell’esperienza storica, la scelta dipende soprattutto dal segno del valore residuo (S): a un sottoreddito è logico corrisponda un tasso *free risk*, mentre in caso di sovrareddito un tasso comprensivo del premio per il rischio.

³⁵ Musais A., “Il capitale d’impresa. Configurazione e valutazione”, *op. cit.*, p. 48 e ss.

A parere di chi scrive, appare chiaro come il rischio cui soggiace il sovra(sotto)reddito non può essere incluso solo nella attualizzazione limitata nel tempo: con l'adozione di una durata limitata del sovra(sotto)reddito si sconta solo il rischio che lo stesso non duri all'infinito, ma non che il suo valore possa variare nel tempo.

Per tali ragioni l'Autore propende per il primo degli orientamenti esposti o, in alternativa, qualora nei periodi successivi si ritiene che il sovra(sotto)reddito sia quasi certo, si può adottare un approccio intermedio così come suggerito da Musaiò: "l'impiego di un tasso inferiore rispetto a quello pieno, per tenere conto dell'ipotesi della durabilità limitata dei sovraredditi e, allo stesso tempo, superiore rispetto a quello puro poiché il tasso sconta non solo il rischio che il reddito venga meno bensì anche quello che lo stesso si discosti, pur nel limitato periodo di riferimento, dai valori previsti".³⁶

5.4 Il metodo dei Multipli

Come noto, nella stima del valore economico del capitale il metodo dei multipli si pone come approccio alternativo rispetto a quello fondato su grandezze-flusso, siano esse espresse in termini reddituali o finanziari. I multipli stimano il "valore di un'azienda sulla base dei prezzi di trasferimento osservati per transazioni (totali o parziali, dirette o indirette) aventi ad oggetto il capitale di aziende che possano considerarsi comparabili alla prima".³⁷

Più in particolare, il metodo si articola nelle seguenti fasi:

- I. individuazione di un campione di aziende comparabili a quella oggetto di valutazione;
- II. individuazione di una *parametro espressivo della performance*, che sia in grado di "spiegare" le differenze nei prezzi di mercato relativamente ad aziende comparabili a quella oggetto di valutazione;
- III. calcolo dei *multipli* delle aziende comparabili, come rapporto tra prezzo e parametro di performance di ciascuna di esse;
- IV. individuazione del *valore medio* del multiplo;
- V. applicazione del multiplo allo stesso parametro di performance dell'azienda oggetto di valutazione.

In sostanza, un multiplo esprime il rapporto tra il "prezzo" del capitale (P) di un'azienda (x) ed una grandezza esplicativa (G), come il reddito netto o l'EBIT o il flusso di cassa operativo, riferita all'azienda stessa:

³⁶ Musaiò A., "Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione", *op. cit.*, p. 64.

³⁷ Musaiò A., "Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione", *op. cit.*, p. 74.

$$M_x = \frac{P_x}{G_x}$$

La definizione di un valore medio del multiplo (M_m), consente di pervenire al valore di un'azienda (y) attraverso il prodotto tra il multiplo medio e la grandezza esplicativa riferita all'azienda oggetto di valutazione:

$$W_y = G_y \times M_m$$

I multipli possono essere classificati in base a diversi criteri.

In base all'ottica assunta distinguiamo:

- *multipli levered* (o *equity side*), che conducono direttamente alla stima del valore di mercato del capitale di rischio (W_{MP}). Il numeratore del multiplo è rappresentato dal prezzo del capitale di rischio (P), mentre il denominatore del multiplo, quando esprime un margine, è rappresentato dal reddito netto (R_n) o da una variabile esplicativa dello stesso;
- *multipli unlevered* (o *asset side*), che conducono alla stima del valore di mercato dell'intero capitale investito (W_{CI}). Il numeratore del multiplo è rappresentato dal prezzo del capitale di rischio (W_{MP}) più il valore corrente dei debiti (V_D), mentre il denominatore del multiplo, quando esprime un margine, è rappresentato dal risultato operativo al netto delle imposte (NOPAT) o da una variabile esplicativa dello stesso.

In base al tipo di prezzo distinguiamo:

- *multipli di borsa*, in cui i prezzi assunti per il calcolo del multiplo sono quelli negoziati sui mercati regolamentati. Tali prezzi si riferiscono a piccoli pacchetti azionari;
- *multipli da transazioni comparabili*, in cui i multipli sono calcolati dall'osservazione di transazioni che avvengono al di fuori della borsa. Tali prezzi si riferiscono, in genere, a pacchetti di controllo o totalitari.

In base alla natura del parametro di performance distinguiamo:

- *multipli basati su parametri economico-finanziari* come ad esempio il Reddito netto, il Reddito al lordo delle imposte, il Cash-Flow per gli azionisti, l'Ebit, l'Ebitda, il Cash-Flow operativo, ecc.;
- *multipli basati su parametri non economico-finanziari* come ad esempio il numero di sportelli (per le banche), il numero di clienti (per le aziende di distribuzione del gas), il numero di pagine visitate (per le aziende *internet-based*), ecc.

In base al periodo di riferimento della grandezza esplicativa del valore distinguiamo:

- *multipli storici*, che originano dal confronto tra i prezzi correnti di borsa (e le relative capitalizzazioni) ed i risultati economico-finanziario-patrimoniali dell'ultimo bilancio aziendale disponibile;
- *multipli trailing*, che sono ottenuti rapportando i prezzi correnti di borsa o le relative capitalizzazioni ai risultati aziendali riferibili ai dodici mesi che precedono la data di riferimento alla quale i prezzi medesimi sono rilevati;
- *multipli leading*, che rapportano i prezzi correnti del mercato borsistico o le relative capitalizzazioni ai risultati aziendali attesi per l'esercizio avvenire o ad una media dei risultati attesi per i prossimi due/tre esercizi. In particolare, i risultati attesi da utilizzare per la costruzione di tali multipli sono il frutto delle previsioni dei *consensus forecast* pubblicati da associazioni di analisti finanziari (in Europa ad esempio IBES-International Brokers Estimate Service e Datastream)

Indipendentemente dal tipo di multiplo che si decide di adottare l'applicazione di tale metodologia implica due ipotesi:³⁸

- la prima consiste nell'assumere che il valore dell'impresa vari in proporzione diretta con le variazioni intercorrenti nella variabile economica scelta come parametro di performance;
- la seconda attiene alla uguaglianza nei saggi di crescita attesi nei flussi di cassa aziendali e nel grado di rischiosità.

Nel caso in cui entrambe le suddette ipotesi siano soddisfatte, il metodo dei multipli fornisce una misura del valore più oggettiva rispetto a quella ottenuta con i metodi fondati su grandezze-flusso (metodo reddituale e finanziario) poiché fondata su aspettative di mercato sia per la crescita aziendale sia per il saggio di attualizzazione.

Tuttavia, le due ipotesi possono facilmente non verificarsi: raramente, infatti, le imprese comparabili presentano uguaglianza nei saggi di crescita dei flussi di cassa e nel grado di rischiosità. Inoltre, appare abbastanza riduttivo attribuire ad un'unica variabile economica il ruolo di parametro di performance capace di spiegare la differenza di valore tra le aziende.

Da quanto sopra, appare chiaro come il problema della soggettività di stima è solo apparentemente superato dal metodo dei multipli: infatti, la selezione del campione di società confrontabili comporta pur sempre giudizi soggettivi. Inoltre, il grado di comparabilità tra imprese è sempre limitato, sia per ragioni attinenti il tipo di attività svolta, sia per le dimensioni, e il conseguente profilo di rischio, sia, infine, per i differenti rapporti di *leverage*.

³⁸ Massari M. – Zanetti L. (2008), *Valutazione Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, p. 233.

Riassumendo, il metodo dei multipli se da un lato presenta numerosi vantaggi, quali la sua semplicità, la ridotta quantità dei dati da assumere ai fini delle valutazioni e la loro immediata e pubblica disponibilità, la facilità di comunicarne i risultati, che hanno contribuito alla loro diffusione; dall'altro presenta altrettanti aspetti critici che rendono scarsa la significatività dei valori da essi determinati. In particolare, possiamo ricordare a questo proposito la loro costruzione eccessivamente semplificatrice, che prescinde del tutto dall'esame dei molteplici dati informativi sull'azienda da valutare, che invece solitamente caratterizza gli altri metodi di stima e che getta luce sui valori di fondo delle imprese. Inoltre, è sempre molto difficile trovare aziende davvero comparabili, tali da rappresentare attendibili termini di confronto.³⁹

7. La relazione di stima

L'ultima fase del processo valutativo e la stima del valore dell'azienda target e la successiva stesura della relazione di valutazione, intesa quale traduzione in un documento scritto del processo di stima di un'azienda (ramo o partecipazione).

Nella prassi professionale esistono diverse tipologie di relazioni in base alla finalità della stime e alle esigenze di formalizzazione del processo valutativo.

In base al diverso *grado di formalizzazione*, le valutazioni sono distinte in:

- stime informali
- stime formali
- stime ufficiali.

Le *stime informali* sono eseguite per soli scopi conoscitivi, per gli organi decisionali delle società o per la comunicazione al mercato finanziario, dalle

³⁹ Ai sopra menzionati metodi "tradizionale" sempre più spesso si affiancano i c.d. metodi di valutazione "innovativi". Questi si sono affermati negli ultimi anni, per svariate ragioni da ricondurre principalmente all'affermazione della "teoria di creazione e diffusione del valore".³⁹ Essi esprimono il valore dell'azienda sulla base di performance economiche (REI, REIR), finanziarie (OYPAC), oppure sulla base del valore creato/distrutto (EVA, MVA). La loro diffusione, tuttavia, è tuttora molto limitata non avendo raggiunto un elevato livello di elaborazione teorica e ancora più di applicazione operativa. Per un loro approfondimento si vedano tra gli altri: Ceriani G. (2007), "Alcune riflessioni critiche sul concetto di Economic Value Added (E.V.A.)", in Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale. N. 3/4, pp. 155-166; Girardi C., Mengozzi A. (2006), "Metodi innovativi di valutazione dell'azienda: metodo dell'economic value added", in *Guida alla contabilità & bilancio*, n. 5; Romano M., Taliento M. (2002), "Economic Value Added (E.V.A.) e Unlevered Discounted Cash Flow (U.D.C.F.) nella valutazione delle aziende", in Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, n. 7/8, pp. 354-370; Cattaneo M., "Valutazione d'azienda a break-up", in *Finanza marketing e produzione*, n. 2.

società o da persone interessate, con o senza l'ausilio di esperti, e non necessariamente si traducono in un documento scritto. È il caso tipico di chi desidera esaminare opportunità di acquisizione di aziende, anche a solo scopo esplorativo; o di chi, dovendo cedere od acquisire un'azienda, si prepara alla trattativa raccogliendo tutte le informazioni possibili, da usare sia come argomento dialettico, sia per stabilire i propri limiti di convenienza (prezzi al di là dei quali non conviene vendere/comprare).

Le *stime formali* vengono eseguite esclusivamente da esperti indipendenti e si traducono nella «relazione di stima» o «perizia» redatta in forma necessariamente scritta con un contenuto minimale relativamente alle informazioni disponibili e quelle utilizzate, i metodi seguiti, le scelte compiute (con adeguate motivazioni), i calcoli condotti, le conclusioni quantitative. Tali stime sono eseguite per scopi di tipo conoscitivo, ma anche di tipo cautelativo. La funzione cautelativa della perizia viene chiaramente alla luce ad esempio nel caso di cessione di partecipazioni da una società all'altra dello stesso gruppo. In tal caso l'assenza di una vera e propria negoziazione (poiché il soggetto economico delle due società è unico) induce gli amministratori delle due società interessate ad affidare ad esperti la determinazione del prezzo corretto.

Le valutazioni formalizzate sono talvolta asseverate con giuramento dagli esperti che le hanno eseguite. In tal modo essi assumono, anche di fronte alla legge, determinate responsabilità per gli errori eventualmente commessi. Nella pratica, tuttavia, più del vincolo giuridico-formale conta spesso la capacità professionale e la notorietà degli esperti.

Le *stime ufficiali* hanno carattere vincolante e sono produttive di determinati effetti giuridici. Esse vengono eseguite per scopi conoscitivi, cautelativi, ma soprattutto vincolanti. Il vincolo è quasi sempre inteso come limite massimo del valore attribuibile all'apporto; per alcune specifiche finalità può essere inteso come determinazione definitiva. Esempio tipico di questa tipologia di stima è quella redatta da un esperto nominato dall'autorità giudiziaria per la valutazione di complessi aziendali, cioè di aziende o rami d'azienda destinati allo scorporo da una società e all'apporto in un'altra società. In tal caso la stima ufficiale è obbligatoria e i risultati sono vincolanti.⁴⁰

In base alla *finalità della stima*, le valutazioni sono distinte in:

- conoscitive
- cautelative
- vincolanti.

⁴⁰ Per altri esempi si rinvia a Guatri L., Bini M. (2005), *Nuovo trattato ...*, op. cit., p. 1009 e ss.

Le *valutazioni conoscitive* hanno finalità meramente informative, solitamente non sono formalizzate, spesso sono eseguite direttamente dai soggetti interessati, ma possono essere anche commissionate a terzi.

Le *valutazioni cautelative* sono formalizzate prodotte da esperti, comportanti responsabilità in capo a chi le redige, e producono conseguenze sul piano economico.

Le *valutazioni vincolanti* sono produttive di determinati effetti giuridici in ordine anche a chi non le ha richieste.

In merito al contenuto della relazione, quando la stessa avviene in forma scritta, non esiste una normativa di riferimento. Dall'osservazione delle relazioni di stima poste in essere nella prassi italiana in occasione di operazioni di M&A, tuttavia, è possibile individuare quale possa essere il contenuto desiderabile ed il contenuto minimale che la stessa dovrebbe possedere per consentire a tutti gli interessati di comprendere il processo valutativo seguito per giungere al risultato finale.

In particolare, suddividendo idealmente la relazione di stima in tre parti, la stessa dovrebbe contenere le seguenti informazioni:

- nella *parte introduttiva* devono essere esplicitati:
 - la finalità della stima
 - l'oggetto della valutazione
 - i documenti e le fonti utilizzate
 - gli eventuali soggetti intervenuti nel processo valutativo
 - le eventuali perizie di terzi
 - la data di riferimento della valutazione
 - l'analisi del settore entro cui opera l'impresa, nonché un'analisi delle politiche gestionali e degli orientamenti strategici che la stessa ha posto in essere.
- nella *parte centrale* devono essere esposte e motivate le ragioni che hanno indotto il perito a scegliere uno o più criteri di valutazione, in relazione ad analisi di tipo interno e di tipo esterno, nonché i tratti essenziali del metodo operativo applicato. La parte centrale si conclude in genere con l'attribuzione del valore all'azienda accertando il periodo la coerenza tra finalità e risultati della valutazione. Inoltre, qualora siano applicate più metodologie, vengono confrontati i risultati ottenuti con i vari criteri valutativi ed illustrate le motivazioni che hanno portato il valutatore a preferire certe valorizzazioni, giustificandone le scelte.
- la *parte conclusiva* della relazione è rappresentata da una esposizione riassuntiva di quanto presentato nell'elaborato peritale e specificamente dei risultati finali raggiunti. La sintesi è, anzitutto, di tipo quantitativo, in quanto occorre dare dimostrazione del risultato conclusivo raggiunto; de-

ve avere, tuttavia, anche natura qualitativa, poiché alcune scelte finali sono spesso prese influenzate da elementi non quantitativi quali, ad esempio, le informazioni di settore, i molteplici elementi interessanti politiche e strategie passate e future.