

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Dr. ANDREA BEGHETTO

Dottore di ricerca in Giurisprudenza

Dottore commercialista – Revisore legale dei conti

Curatore fallimentare

andrea.beghetto@studiobeghetto.it

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI

- **Imprese in liquidazione** (forzata od ordinaria)
 - PIV III.1.10
- Stime finalizzate a valutare la **convenienza tra risanamento e liquidazione**
- **Imprese in funzionamento**

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI

- Finalità della valutazione in caso di imprese in funzionamento
 - **Compravendita d'azienda** (o di quote e di pacchetti azionari fra privati)
 - **Operazioni straordinarie** (trasformazione progressiva, conferimento – aumento di capitale con esclusione dell'esercizio del diritto di opzione –, fusione, scissione per determinare la congruità dei rapporti di cambio o conguagli)
 - In presenza di analisi di medio / lungo termine sulla **sostenibilità economico / finanziaria** di una realtà.
 - **Recesso**
 - Determinazione del **prezzo di offerta (IPO) al mercato**

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI

Procedimento di valutazione

- PIV 1.1 (la valutazione), 1.4 (il lavoro svolto dall'esperto) e 1.5 (la base informativa)

1. Definizione dell'obiettivo della valutazione:

- Ambito della valutazione
- Data effettiva della valutazione

2. Raccolta e analisi delle informazioni:

- Raccolta delle informazioni interne (assetto giuridico, storia aziendale, documenti contabili)
- ed esterne (concorrenza, mercato, settore di appartenenza) dell'azienda

3. Scelta ed applicazione del metodo di stima

4. Stesura della relazione.

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI

2. Raccolta e analisi delle informazioni:

Costituisce un passaggio fondamentale e cruciale della procedura di valutazione in quanto dalla qualità e dalla successiva analisi delle informazioni dipende il grado di attendibilità dei risultati che ne scaturiscono:

1. Conoscenza storica, attuale e prospettica dell'azienda
2. Analisi dei documenti contabili (dati degli ultimi cinque anni)
3. Analisi del settore nel quale l'azienda opera (reperibili presso CCIAA, ISTAT, associazioni di categoria, pubblicazioni specializzate e relative a **situazioni di mercato, aspettative di crescita, vincoli normativi**)
4. Analisi delle informazioni (affidabilità, completezza, aggiornamento)

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI

3. Scelta ed applicazione del metodo

Il procedimento deve portare a una valutazione:

- **OBIETTIVA E DIMOSTRABILE:**

- I **dati utilizzati** devono essere **controllabili** e **replicabili**. Ne deriva che quanto **maggiore** sarà il **grado di soggettività** dei **dati** tanto **minore** risulterà l'**affidabilità del metodo** e la sua dimostrabilità. Tuttavia può verificarsi la **necessità** di **stimare** alcuni **dati**; in tal caso la **credibilità** riconosciuta agli stessi sarà in **funzione** delle **capacità professionali** del valutatore quali l'indipendenza, la sensibilità, l'esperienza e la correttezza.

- **NEUTRALE E AFFIDABILE**

- Per **conseguire** la **dimostrabilità** del procedimento seguito, diventa **indispensabile** la **neutralità** del processo valutativo (deve prescindere dagli interessi di parte). E' opportuno **escludere scelte** meramente **soggettive**, **arbitrariamente immotivate**, che di fatto potrebbero influenzare il risultato.

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI

3. Scelta ed applicazione del metodo

- **RAZIONALE**

- La **valutazione** è **razionale** quando **rappresenta** il **risultato** che si ottiene dall'**applicazione** di un **processo logico, rigoroso, chiaro e convincente** e, proprio per quanto tale, **condivisibile** da più soggetti. Tutte le **scelte operate** dall'esperto **devono** essere il frutto di studi su condizioni presenti ed ipotizzabili che difficilmente possono essere messe in contestazione e che conferiscono al suo lavoro un necessario rigore metodologico.

- **COERENTE:**

- Ci deve essere **corrispondenza più ampia possibile** tra i dati assunti come **base informativa, gli obiettivi e i risultati** della valutazione.

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI

Alcuni corollari pratici:

- L'Esperto **non** deve fare valutazioni improntate sulla **prudenza** per cautelarsi;
- L'Esperto contabile **deve individuare gli aspetti che esulano dalla sua competenza** e che pertanto devono essere oggetto di un'apposita perizia da parte di specifici consulenti. Il Valutatore si deve limitare a valutare l'affidabilità di dette perizie;
- I **bilanci utilizzati** per la valutazione **devono essere revisionati**;
- In merito ai dati previsionali l'Esperto dovrà **verificarne la plausibilità e la coerenza** non potendo esserne verificata la correttezza;
- le ipotesi sulla situazione economica/finanziaria futura e sui fattori esterni devono essere esposte nella relazione; **vanno esplicitate in modo puntuale tutte le considerazioni, le assunzioni e i dati utilizzati**

METODI DI VALUTAZIONE

- **Metodi indiretti**: effettuano una valutazione dell'azienda sulla base di dati oggettivi e secondo principi di razionalità, obiettività e neutralità
 - **Metodo patrimoniale** (semplice e complesso) (PIV III.1.28 ss.)
 - **Metodi basati sui flussi**:
 - Metodo reddituale (PIV III.1.31 ss.)
 - Metodo finanziario (PIV III.1.35 ss.)
 - **Metodi misti**
 - Metodo del valore medio
 - Metodo U.E.C. (PIV III.1.33)

METODI DI VALUTAZIONE

- **Metodi diretti (PIV III.1.38):**
 - Si basano sui prezzi che il mercato effettivamente esprime in riferimento a quote del capitale dell'azienda da valutare o di aziende ad essa comparabili.
 - Metodo dei multipli
 - Metodo delle operazioni comparabili
- **Metodi più comunemente utilizzati e consigliati da FEE (Federazione Esperti contabili Europei)**
 - Metodi patrimoniali
 - Metodi reddituali
 - Metodi misti (in particolare UEC)
- **Metodi principali e metodi di controllo**

METODO PATRIMONIALE

- Le valutazione di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante **dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento**. L'esperto deve perciò valutare gli elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di stima utilizzati.
 - Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione

METODO PATRIMONIALE

- Necessario considerare il patrimonio netto e quindi i vari elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio.
- Tipologie di metodo patrimoniale:
 - **Metodo patrimoniale semplice:** considera il valore degli *intangibles assets* solo se iscritti a bilancio: metodo più semplice e quindi più diffuso ma certamente meno rigoroso
 - **Metodo patrimoniale complesso:** considera il valore di uno o più beni immateriali anche se non iscritti a bilancio: *Know-how* tecnologico, manageriale o finanziario; marchi; clientela

METODO PATRIMONIALE

- **Metodo patrimoniale semplice:**

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

$$V = K + (R_t - I)$$

Dove V = valore dell'azienda

K = patrimonio netto contabile

R_t = rettifiche

I = effetto fiscale delle rettifiche

METODO PATRIMONIALE

- **Metodo patrimoniale semplice:**
- Come procedere:
 - **Individuazione degli elementi dell'attivo e del passivo** da prendere in considerazione ed eliminazione di quelli da trascurare
 - **Revisione contabile degli elementi attivi e passivi;** verificare:
 - Che tutte le attività e passività siano state **correttamente contabilizzate** (es: presenza di capitalizzazioni di costi privi dei necessari requisiti)
 - Che le poste attive **siano fondate su validi documenti** probativi ed esistano ;
 - Che i crediti tengano conto delle effettive possibilità di recupero;
 - Che gli accantonamenti del passivo corrispondano a quanto effettivamente o probabilmente maturato

METODO PATRIMONIALE

- **E' necessaria un'analisi:**
 - **Analitica:** cioè riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale
 - **A valori correnti:** cioè riferita a valori di mercato in essere alla data della valutazione
 - **O di sostituzione:** perché l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi della rinegoziazione per quelli passivi

METODO PATRIMONIALE

- **Metodo patrimoniale semplice:**
 - **Riespressione a valori correnti** (stimati o desunti dal mercato) degli elementi attivi e passivi non monetari;
 - Per elementi che compongono l'attivo patrimoniale **destinati allo scambio** o risultanti da precedenti scambi, il criterio preso a riferimento è quello del **valore di presumibile realizzo** (rimanenze; titoli non immobilizzati; ...)
 - Per le **immobilizzazioni strumentali**, il criterio preso a riferimento è quello del **valore di sostituzione** tenendo conto dell'obsolescenza;
 - Gli elementi che compongono il **passivo patrimoniale** vengono invece valutati con il criterio del **valore di presunta estinzione**.
 - Determinare gli **effetti fiscali associati alle plusvalenze / minusvalenze** emergenti e conseguente variazione del fondo imposte
 - **Evidenziazione separata dei beni estranei alla gestione.**

METODO PATRIMONIALE

- **Metodo patrimoniale complesso (primo grado)**

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle **risorse «intangibili» anche se non iscritte a bilancio (purchè separabili)**.

Dove $V =$ valore dell'azienda

$$V = K + I$$

$K =$ valore del patrimonio rettificato

$I =$ valore degli elementi immateriali

METODO PATRIMONIALE

- Ogni bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche
 - **Identificabilità:** deve essere possibile la sua identificazione precisa (marchio)
 - **Utilità:** deve essere sfruttabile nel tempo e dare un beneficio effettivo
 - **Trasferibilità:** deve essere estraibile dal complesso aziendale in modo autonomo e senza dovergli associare altri beni.
 - **Misurabilità:** il valore deve essere esprimibile in denaro

METODO PATRIMONIALE

- **Metodi di valutazione possibili:**

- Metodo del **costo storico** (individuazione dei costi afferenti al bene)
- Metodo del **costo di riproduzione** (identificare i costi che si andrebbero a sostenere per ottenere ex novo il bene)
- Metodo dei **redditi differenziali** (determina il valore del bene attraverso il contributo che fornisce, in termini di reddito, al complesso aziendale considerando solo la quota di utile ad esso direttamente imputabile)
- Metodo del **costo della perdita** (determinazione della riduzione del margine reddituale che l'azienda subirebbe nel caso di perdita dell'*asset* immateriale)
- Metodo dei **differenziali di prezzo** (fondare la stima sui flussi monetari derivanti dai differenziali di prezzo - ad esempio tra prodotti dotati di marchio e medesimi prodotti non identificati dal marchio)
- Metodo delle **Royalties** (attualizzazione delle Royalties in caso di cessione in licenza a terzi dell'*intangibles*)

METODO PATRIMONIALE

- Metodo patrimoniale complesso (secondo grado)
 - Sono valorizzati anche intangibili non separabili (es: qualità del capitale umano; rete di vendita; immagine aziendale)
 - Esempio per il capitale umano: costo storico sostenuto per acquisizione, addestramento, formazione; costo medio annuo.
 - Per la licenza commerciale mediante applicazione di percentuali medie di redditività al fatturato

METODO PATRIMONIALE

- Pregi / Vantaggi:
 - Tale tipo di **valutazione è meno soggettiva** di quella ottenuta con altri metodi in quanto sono minori le ipotesi da assumere e le competenze soggettive per la valutazione;
 - **Non richiede una valutazione dei flussi di reddito** o di cassa
 - **Buona attendibilità** complessiva (soprattutto nel caso in cui l'attivo patrimoniale sia costituito da beni valutabili autonomamente)
 - Notevole diffusione
 - Semplicità di utilizzo

METODO PATRIMONIALE

- **Limiti / svantaggi:**

- Il valore dell'azienda è valutato sulla base del **saldo algebrico tra attività e passività** e quindi su dati storici (rettificati), **ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;**
- Si attribuisce un **valore corrente ad ogni voce di bilancio**, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso ed in funzionamento; non considera l'integrazione degli elementi patrimoniali in un unico complesso aziendale
- E' fondato quasi esclusivamente sull'analisi di **dati storici**
- Nella **versione semplice** non prende in considerazione i **beni immateriali**
- E' un metodo utilizzato per aziende con **forte patrimonializzazione**; aventi cioè un elevato ammontare di attività immobilizzate (holding pure; società immobiliari; oppure enti *no profit*)

METODO REDDITUALE

- Tale metodo assume che **il valore del capitale economico dell'azienda da valutare sia pari al valore attuale dei flussi di reddito** che l'azienda sarà in grado di generare negli esercizi successivi a quello in cui si procede alla stima
- L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione
 - Redditività \longrightarrow valore
- Il valore dell'azienda viene **determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi.**
- Assunto alla base del metodo è che sia possibile determinare il valore della grandezza flusso nel corso di tutto il futuro svolgimento della vita dell'azienda.

METODO REDDITUALE

- L'azienda vale se e in quanto produce redditività, attualizzando o capitalizzando il reddito medio prospettico per un congruo tasso di valutazione, sulla base del periodo di tempo che si stima utile, a durata indefinita o definita.
- E' un metodo preferibile per le seguenti ragioni:
 - Se l'azienda è un'entità destinata a durare nel tempo
 - In ipotesi di aziende a **bassa patrimonializzazione e con elevata dotazione di beni immateriali**
 - Effettua una valutazione come **entità unitaria** e non come sommatoria dei singoli valori di attivo e passivo
 - In termini operativi necessita (seppur marginalmente) di un minor dispendio di tempo e di analisi

METODO REDDITUALE

- Tipologie di metodi reddituali:
 - **Il metodo reddituale semplice:** si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito medio, normalizzato e duraturo. Introduce delle semplificazioni rispetto al metodo complesso:
 - Si presumono redditi costanti nel tempo
 - Si presume una durata indefinita nel tempo dell'azienda da valutare o un arco temporale limitato
 - **Il metodo reddituale complesso (o analitico):** costituisce un'evoluzione del precedente:
 - Attualizza, infatti, i flussi di reddito previsti anno per anno, fino al termine dell'orizzonte temporale del periodo esplicito di previsione.

METODO REDDITUALE

Due possibili formule di attuazione

1) Formula della rendita perpetua

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

R = Reddito medio atteso
i = tasso di attualizzazione

2) Formula della vita limitata

$$V = R \times a_{\overline{n}|i}$$



$$V = \frac{R}{1+i} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n}$$

METODO REDDITUALE

- Esempio di calcolo con durata illimitata della vita dell'azienda

- Reddito medio prospettico: € 500,000
- Tasso di attualizzazione: 10%
- $V = R/i = 5000,000 / 0,10 = 5,000,000$

- Esempio di calcolo con orizzonte temporale limitato:

- Reddito medio prospettico: € 500,000
- Tasso di attualizzazione: 10%
- Orizzonte temporale = 20 anni

Formula di excel:

+VA(tasso_int;periodi;pagam)

Facendo attenzione a inserire i dati nella stessa unità di misura (se il tasso di interesse è annuo anche il reddito deve essere annuo e il periodo espresso in anni)

$$V = R a_{\overline{n}|i} = R \frac{(1+i)^n - 1}{i (1+i)^n} = 500.000 \frac{(1+0,1)^{20} - 1}{0,1 (1+0,1)^{20}}$$

$$V = 500.000 \frac{5,73}{0,67} \rightarrow V = 500.000 \times 8,55 = \text{€ } 4.275.000$$

METODO REDDITUALE

Passaggi e variabili necessarie:

- Determinazione del reddito oggetto di attualizzazione
- Determinazione del tasso di attualizzazione
- Determinazione dell'orizzonte temporale di riferimento

METODO REDDITUALE

- Documentazione necessaria:
 - Bilancio aggiornato al periodo di valutazione
 - Ultimi cinque bilanci approvati
 - Budget della frazione di esercizio in corso, con analisi degli scostamenti
 - Budget degli esercizi futuri.
 - Piano previsionale industriale
 - Documentazione specifica relativa all'azienda
 - Studi e analisi di settore e di mercato

METODO REDDITUALE

- Il reddito va «normalizzato»:
 - Cioè **depurato delle componenti reddituali straordinarie**, al netto degli oneri finanziari e delle imposte.
 - L'obiettivo è quello di **individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda**, eliminando elementi di **casualità, non ripetibilità e non pertinenza**. Si identifica una grandezza che sia indicativa della ricchezza che l'azienda produrrà negli anni a venire.
 - La normalizzazione dei risultati storici comprende:
 - Identificazione nel tempo di proventi ed oneri straordinari e valutazione circa il loro trattamento ai fini estimativi;
 - Eliminazione di proventi ed oneri estranei alla gestione caratteristica;
 - Neutralizzazione delle politiche di bilancio.

METODO REDDITUALE

La normalizzazione del reddito deve soffermarsi su:

- **Componenti straordinari:**

- Non tanto in base alla loro natura, quanto in base alla **loro entità o incidenza**. Andranno considerate, quindi, non solo plusvalenze e minusvalenze; rivalutazioni o svalutazioni; sopravvenienze o insussistenze; effetti reddituali originati da errori di rilevazione di fatti di gestione, ma anche operazioni che per loro entità siano da ritenersi straordinarie e non ripetibili.

- **Componenti estranee alla gestione caratteristica:**

- Componenti reddituali anche se ordinarie, estranee all'attività tipica (es: bar gestito all'interno di una casa di cura privata)

- **Politiche di bilancio:**

- Neutralizzazione dei riflessi di scelte contabili finalizzate alla manipolazione dei redditi (es: svalutazioni insolitamente alte sui crediti, immobilizzazioni e rimanenze; importi anormali degli ammortamenti)

- **Plusvalenze latenti:**

- Sono gli aumenti del valore dei beni (tangibili e intangibili) iscritti nel patrimonio dell'azienda che, in molti casi, non vengono rappresentati nei bilanci.

METODO REDDITUALE

- In particolare nell'ipotesi di piccole e medie imprese, andranno corretti **effetti distorsivi** provocati da diverse operazioni aziendali, quali, ad esempio:
 - **azioni volte a ridurre il reddito imponibile** ai fini tributari (accantonamenti al fondo svalutazione crediti in percentuali prefissate, sottovalutazione delle rimanenze di magazzino, ecc.)
 - azioni volte a **incrementare artificialmente i risultati** sfruttando spazi di manovra nelle valutazioni.
 - **politiche di bilancio incompatibili con lo spirito di "neutralità"** che deve caratterizzare il processo di normalizzazione (contabilizzazione di ricavi e costi non inerenti; compensi degli amministratori non congrui;...).

METODO REDDITUALE

- Occorrerà utilizzare tecniche di previsione dei redditi:
 - **Metodo dei redditi storici normalizzati:**
 - Il flusso reddituale replica l'andamento dei redditi storici normalizzati, sulla base del presupposto che tale andamento passato sia pienamente rappresentativo delle prospettive gestionali future;
 - **Metodo di proiezione dei risultati storici:**
 - Consiste nel mediare tra i risultati conseguiti nel recente passato e le prospettive future circa gli sviluppi reddituali dell'impresa
 - **Metodo dei risultati programmati (o del budget) – prevalentemente in ipotesi di metodo reddituale complesso**
 - Si utilizzano, se giudicati attendibili, i risultati economici attesi dell'azienda da valutare; sulla base della situazione passata e delle prospettive per il futuro vengono redatti Conti Economici prospettici, dai quali si attingono i valori dei flussi reddituali attesi
 - Metodo adatto nella valutazione di aziende in fase di ristrutturazione o in fase di start-up dove sono inesistenti o non più rappresentativi della realtà aziendale i dati relativi agli anni passati.

METODO REDDITUALE

- Determinazione del tasso di attualizzazione
 - La metodologia più utilizzata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come CAPM (*Capital asset pricing model*). Attraverso questo metodo, in sintesi,

$$k_E = r_f + \beta [R_M - r_f]$$

Dove:

k_E = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio = costo dell'equity

r_f = tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio

β = parametro espressivo del rischio della società da valutare

R_M = rendimento medio espresso dal mercato azionario

METODO REDDITUALE

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

METODO REDDITUALE

- Nel calcolo della componente risk free (rf) solitamente **si prende a riferimento il rendimento dei titoli pubblici a medio/lungo termine ed a reddito fisso (es: BTP con scadenza a 10 anni) depurati della componente inflazionistica.**
 - Risk free depurato = $(1 + \text{tasso privo di rischio}) / (1 + \text{tasso di inflaz. atteso}) - 1$
: **Regola di Fisher**
 - Es: assumendo il rendimento del BTP a 10 anni pari al 4% e supponendo un tasso di inflazione atteso all'1,03% il tasso rf diventa:
 $[(1+0,040) / (1+0,0103)] - 1 = 2,94\%$
- Il Beta misura la rischiosità dell'azienda da valutare; ha la funzione di adattare (enfaticizzandolo o riducendolo) il rischio medio di mercato alla specifica situazione oggetto di analisi
 - Per individuare i Beta di settore <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

METODO REDDITUALE

- Pregi / vantaggi
 - Valutazione della capacità reddituale raccordando la gestione passata alle prospettive future
 - Scarsa incidenza di ipotesi soggettive legate a componenti patrimoniali
 - Basso grado di incertezza
 - Discreta attendibilità complessiva
 - Buona diffusione professionale
 - Considera l'azienda come un sistema di elementi interdipendenti capaci di generare reddito

METODO REDDITUALE

- Difetti / svantaggi
 - Assenza di dati di valutazione della componente patrimoniale
 - Non applicabilità alle aziende con elevato grado di patrimonializzazione
 - Margine di errore nell'approssimazione del tasso e nella stima del reddito da capitalizzare – rischio di scarsa obiettività nella determinazione di questi parametri
- Le difficoltà principali relative a questo procedimento concernono la determinazione dei redditi futuri, la scelta del periodo di attualizzazione e la scelta del tasso di attualizzazione

METODO REDDITUALE

- **Il metodo reddituale risulta utilizzabile in particolare se:**
 - **Andamento positivo e stabile dei redditi**
 - **I redditi sono stimabili con sufficiente attendibilità quanto all'ammontare e alla rischiosità**
 - **Solitamente per imprese: commerciali, di servizi, di intermediazione, di consulenza**
- **Tale metodo presenta delle criticità operative ed è sconsigliato in presenza di situazione dal futuro incerto (sia in positivo che in negativo)**
 - **Imprese in crisi di natura economica;**
 - **Imprese nella fase di start – up**
 - **Imprese in corso di ristrutturazione.**

METODO MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

- I metodi misti cercano di **tener conto contemporaneamente dell'aspetto patrimoniale**, che introduce nelle valutazioni elementi di obiettività e verificabilità, e **dell'aspetto reddituale**, essenziale ai fini della determinazione del capitale economico
- Tali metodi **apportano una correzione reddituale al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali**, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito
- In pratica, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata soddisfacente per l'azienda da valutare, **consente una quantificazione di un *goodwill* (*badwill*) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.**

METODO MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

- **Metodo del valore medio:**

- Il valore viene determinato con la media aritmetica semplice dei risultati ottenuti applicando disgiuntamente il metodo patrimoniale semplice e il metodo reddituale semplice.

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

dove:

W è il valore dell'azienda da valutare;
K' è il valore del patrimonio netto rettificato;
R è il reddito medio prospettico
i è il tasso di attualizzazione.

- Determina il valore dell'azienda assegnando uguale peso alla componente reddituale e a quella patrimoniale; una variante del metodo consente di attribuire pesi differenti alle due componenti di valutazione

METODO MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

- **Metodo della stima autonoma dell'avviamento**

- Il metodo misto più utilizzato è quello della attualizzazione limitata del sovrareddito (noto come UEC in quanto raccomandato dall'Unione Europea Esperti contabili, economici e finanziari, ora FEE – Federazione degli esperti contabili europei). In simboli

$$W = K + I + a_{n-i'}(R - i \times K') + SA$$

dove:

W	= Valore del capitale economico della società da valutare
K	= Patrimonio netto rettificato “strumentale”
I	= Valore degli <i>Intangibles</i> non iscritti a bilancio (separabili)
R	= Reddito medio normale atteso per la società da valutare
i	= Tasso di rendimento “normale” (di settore)
K'	= Patrimonio netto rettificato strumentale “complesso” (K' = K + I)
(R - iK')	= Sovrareddito (Sottoreddito)
i'	= Tasso di attualizzazione
n	= Periodo di attualizzazione
$a_{n-i'}$	(R - iK') = <i>Goodwill (Badwill)</i>
SA	= Valore dei beni estranei alla gestione (<i>Surplus Assets</i>)

METODO MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

Metodo della stima autonoma dell'avviamento

In questo caso il valore dell'azienda è dato dal valore del patrimonio netto rettificato **sommato** al valore attualizzato ad un determinato tasso di attualizzazione dell'**avviamento** **calcolato come «surplus» di reddito rispetto alla redditività media normale del settore.**

- In altri termini l'**avviamento** rappresenta quel **sovra-reddito** che altro non è che l'**insieme** delle **condizioni immateriali** che **garantiscono** all'azienda un **rendimento superiore** a quello di settore, ossia del rendimento **normale.**

METODO MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

- **Il tasso «i»** (tasso equo di redditività del capitale investito) è dato dalle aspettative del titolare dell'impresa o dei soci. **Esso è rappresentativo del rendimento medio normale di investimenti in capitale di rischio per iniziative imprenditoriali analoghe alla realtà aziendale oggetto di valutazione**
- **Il tasso «i'»** è da intendersi come la combinazione di più elementi
 - La pura remunerazione finanziaria del capitale investito (tasso *risk – free*)
 - Il rischio della specifica azienda (variabilità del suo rendimento atteso rispetto a quella del rendimento medio del mercato azionario) – torna in gioco il Beta.

METODO MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

- **L'avviamento può essere determinato**
 - Mediante una **attualizzazione illimitata del sovra-reddito medio**
 - Mediante una **attualizzazione limitata del sovra-reddito medio (consigliato)** – la durata tendenzialmente viene assunta in un periodo tra i 3 e 5 anni; in presenza di aziende ad elevata stabilità di reddito, il periodo può venire esteso fino a 10 anni.
 - Mediante una **attualizzazione dei sovra-redditi specifici di alcuni esercizi futuri**

METODO MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

- I metodi misti: pregi e difetti
 - **Pregi:**
 - Considerano gli aspetti reddituali
 - Beneficiano della verificabilità oggettiva tipica delle stime patrimoniali
 - **Difetti:**
 - Richiesto al valutatore la disponibilità di una maggiore mole di dati rispetto a quelli necessari per l'applicazione del solo metodo reddituale o di quello patrimoniale
 - Necessario reperire **documentazione** per **valutare sia la situazione patrimoniale** della società, sia la **situazione di redditività economica**, sia **dinamiche di settore e ambientali**

METODO MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

- **I metodi misti: limiti e problematiche applicative:**
 - I metodi misti, nati per risolvere le problematiche connesse all'applicazione di metodi patrimoniali, da un lato, e reddituali dall'altro, **finiscono per soffrire dei limiti proprio degli uni e degli altri:**
 - Risentono della soggettività e dell'incertezza tipica dei metodi reddituali
 - Risentono della mancanza di razionalità e scientificità tipica dei metodi patrimoniali
 - La stima dei parametri « i » e « i^i » è molto soggettiva: per piccole variazioni dei tassi si producono ampie variazioni del valore finale

METODO MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

- I **Metodi Misti** trovano una **diffusissima applicazione** in ambito professionale e generalmente vengono **impiegati** nella **valutazione di azienda** di tipo:
 - **industriale;**
 - **commerciale;**
 - **trasformazione;**
 - **manifatturiere;**
 - **servizi.**

METODI DIRETTI

- METODO DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI
- METODO DELLE SOCIETA' COMPARABILI

METODI DIRETTI

- I metodi dei multipli di mercato conducono ad una **valutazione dell'azienda basandosi su osservazioni di mercato**. Non rappresentano regole valutative razionali, metodologicamente e dottrinalmente riconosciute, ma criteri utilizzati, ancorché non rigorosi nelle varie soluzioni concrete. Questi metodi empirici **esprimono prezzi probabili negoziabili per una data impresa con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili**
- Sono estremamente semplici da applicare
- E' possibile utilizzarli con una certa frequenza (soprattutto come metodo di controllo di valutazioni indirette)
- **I dati contabili ed economici** che utilizzano sono **spesso più attendibili (ed oggettivi)** delle informazioni che sarebbero necessarie per l'applicazione di metodologie di valutazione indirette.
- Esprimono valori **rappresentativi in quanto derivanti direttamente dalle negoziazioni** di azioni / partecipazioni / società

METODI DIRETTI

- **METODO DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI**

- Stima il prezzo ragionevolmente ottenibile per una società non quotata **prendendo come riferimento campioni di acquisizioni effettivamente avvenute aventi per oggetto società simili.**
 - La tecnica di calcolo assume, per una diversa società / partecipazione **oggetto di acquisizione il cui prezzo è noto, una variabile strettamente collegata al suo valore**
 - Si costruisce il moltiplicatore **dato dal rapporto tra il prezzo pagato e la variabile individuata**
 - **Si applica il moltiplicatore alla stessa variabile nella società oggetto di valutazione:**
- Moltiplicatori più usati:
 - $P/E = \text{prezzo} / \text{utili contabili}$
 - $P/CF = \text{prezzo} / \text{flussi di cassa}$
 - $P/S = \text{prezzo} / \text{ricavi}$
 - $P/BV = \text{prezzo} / \text{valore di bilancio del patrimonio netto}$

METODI DIRETTI

• METODO DELLE SOCIETA' COMPARABILI

- L'approccio delle società comparabili si distingue da quello delle transazioni comparabili esclusivamente per il fatto che assume come *benchmark* società quotate.
- Viene determinato il valore di un'impresa attraverso il confronto con altre ad essa comparabili e si fonda sul principio che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore d'impresa.
- Questo metodo consiste nella costruzione di rapporti tra gli effettivi prezzi dei titoli delle società comparabili e le specifiche variabili aziendali (quali utili, *cash flow*, ricavi, patrimonio netto) individuate come "leve del valore" dell'impresa

METODI DIRETTI

• METODO DELLE SOCIETA' COMPARABILI

- scelta delle società comparabili;
 - le società scelte come campione devono essere il più simile possibile a quella da valutare in base al settore di appartenenza, alla dimensione, ai rischi finanziari, alla diversificazione geografica, alla clientela
- scelta dei moltiplicatori;
 - P / E (prezzo di borsa / utile netto per azione)
 - P / EBIT e P / EBITDA (neutralizzazione le politiche fiscali, finanziarie e di ammortamenti)
 - P / SALES
- calcolo dei multipli medi facenti parte del gruppo selezionato (multipli di mercato);
- *valutazione* finale.

METODI DIRETTI

- Metodo dei multipli
 - **Pregi:**
 - Valutazione in base ai parametri rappresentativi
 - Descrizione diretta del mercato
 - Semplicità applicativa
 - **Difetti:**
 - Difficoltà a reperire informazioni di riferimento
 - Valori desunti dall'esterno
 - Possibilità di errori nella formazione dei campioni
 - Possibilità di errori nella scelta delle società / transazioni comparabili

RIEPILOGO VANTAGGI E SVANTAGGI

- **Metodo patrimoniale:**

- **Pregi:**

- Valutazione oggettiva del capitale
 - Scarsa incidenza di ipotesi soggettive
 - Basso grado di incertezza
 - Buona attendibilità complessiva
 - Notevole diffusione professionale
 - Facilità di applicazione
 - Garanzia di cautela e prudenza

- **Difetti:**

- Scindibilità degli elementi dell'azienda
 - Assenza di valutazioni reddituali
 - Staticità di valutazione

RIEPILOGO VANTAGGI E SVANTAGGI

- **Metodo reddituale:**

- **Pregi:**

- Valutazione della capacità reddituale
 - Scarsa incidenza di ipotesi soggettive rispetto al metodo patrimoniale
 - Basso grado di incertezza
 - Discreta attendibilità complessiva
 - Buona diffusione professionale
 - Unitarietà della valutazione

- **Difetti:**

- Assenza di dati di valutazione del patrimonio
 - Eccessivo spostamento del peso valutativo sul piano reddituale
 - Non applicabilità alle aziende con elevato grado di patrimonializzazione
 - Margine di errore nell'approssimazione del tasso e nella stima del reddito da capitalizzare

RIEPILOGO VANTAGGI E SVANTAGGI

Metodo misto

- **Del valore medio:**

- **Pregi:**

- Valutazione dei valori del capitale e della capacità reddituale
 - Completezza della valutazione

- **Difetti:**

- Assenza di linearità tecnica
 - Bassa diffusione professionale
 - Non applicabilità nelle aziende con bassa redditività

- **Della stima autonoma dell'avviamento:**

- **Pregi:**

- Valutazione autonoma dell'avviamento
 - Basso grado di incertezza
 - Notevole diffusione professionale

- **Difetti:**

- Margine di errore possibile nell'approssimazione dei tassi e nella stima del sovra-reddito

ULTERIORI RIFERIMENTO AI PIV

- PIV II.2 l'incarico professionale
- PIV II.4 La relazione di stima (indice)