

VALUTAZIONI d'AZIENDA

OSSERVAZIONI PRELIMINARI

La disciplina *Valutazioni d'azienda* si occupa
di teorie e modelli utili alla
misurazione del valore (economico) delle imprese.

La stima si basa sulla concezione *economica* dell'azienda ...

... cioè sulla determinazione del valore del *complesso economico* in funzionamento,
inteso, nella sua interezza, come un **sistema** dinamico ...

... la valutazione qui intende addivenire ad una misurazione di sintesi
del valore attribuibile al complesso economico in funzionamento
(capitale economico)


quella *particolare configurazione* del capitale di un'azienda
considerata come un coordinato insieme dal quale scaturisce
una produzione di *reddito*.



CAPITALE ECONOMICO

Il potenziale valore di un'impresa che opera sul mercato e orientata al profitto dipende dalla sua attitudine a generare *in prospettiva* flussi reddituali ...

Il capitale economico è costituito dal valore fondamentale attribuibile al capitale considerato nel suo aspetto **dinamico**,
cioè dato dal complesso unitario di elementi patrimoniali
inteso nella sua *attitudine* a generare reddito



Il calcolo del capitale economico perde buona parte del suo significato nelle aziende diverse dalle imprese, il cui valore non può essere parametrato alla capacità reddituale prospettica.

Con riferimento ad un'azienda pubblica (ad esempio), l'eventuale determinazione del capitale economico dipenderebbe dal valore che si assegna al risultato «produttivo» generato.

In assenza di un mercato che possa quantificarlo in maniera tendenzialmente oggettiva, si dovrebbero impiegare parametri valutativi diversi, non univoci, addivenendo così ad un risultato valutativo piuttosto incerto e poco significativo

LE DIVERSE CONFIGURAZIONI DI CAPITALE

La determinazione del capitale può avvenire per obiettivi conoscitivi diversi e ciò conduce a molteplici configurazioni di capitale



La valutazione del CAPITALE di TRASFERIMENTO

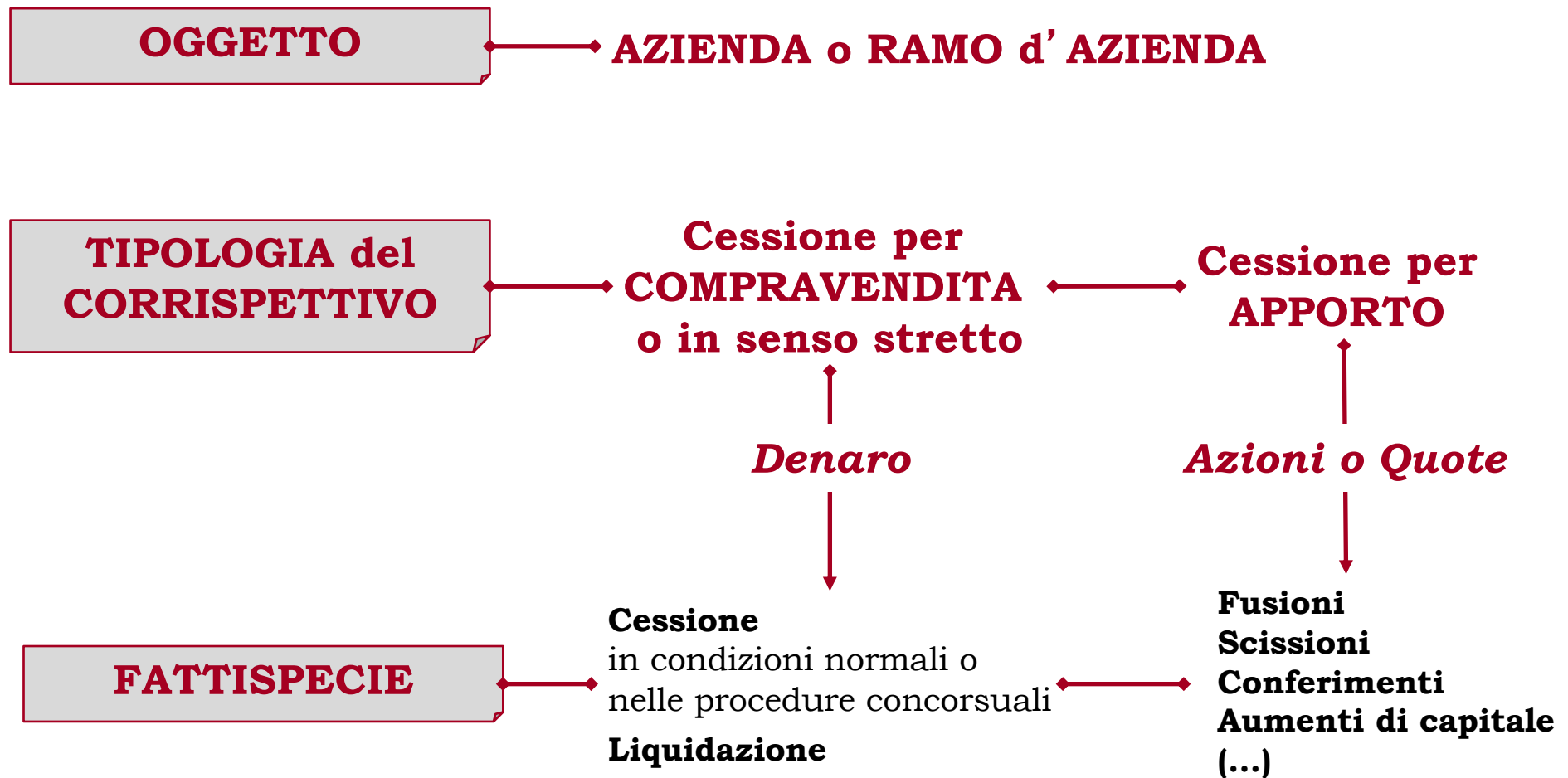
In prima approssimazione, si può dire che la VdA mira all'individuazione del valore assegnabile al complesso aziendale in occasione del **trasferimento dell'azienda, di rami d'azienda, di quote/azioni** del capitale della stessa

Il trasferimento implica la cessione da parte del *soggetto economico* dell'azienda (di un ramo d'azienda) a fronte di un corrispettivo che può essere rappresentato da denaro o quote/azioni.

Nel concetto di trasferimento, inteso in senso lato, possono rientrare anche le operazioni di collocamento delle azioni, in occasione della quotazione in Borsa

La valutazione del CAPITALE di TRASFERIMENTO

Caratteristiche e Fattispecie del TRASFERIMENTO



La valutazione del CAPITALE di TRASFERIMENTO

La valutazione è principalmente condotta nell'ottica dell'*investitore* che guarda all'impresa come uno strumento per produrre redditi prospettici e tende a vederla come un *investimento* dal quale si attende una *remunerazione adeguata* (giudicata in relazione all'*entità* del *reddito* e al *rischio* dell'investimento)

L'investitore, per decidere se impiegare o meno le proprie risorse nell'acquisizione di capitale di rischio di un'impresa, necessita di conoscere rendimenti e rischi.

il **capitale economico** - $f(R)$ - rappresenta il massimo importo di capitale che è conveniente investire in un'impresa

La valutazione del CAPITALE di TRASFERIMENTO

Il valore assegnato all'azienda può variare
in base al **soggetto** che effettua la valutazione

✓ La valutazione nell'ottica del *venditore*

il valore sarà calcolato sulla scorta di dati e informazioni del venditore
(i redditi saranno quelli che egli attende sulla base dei suoi piani)

✓ La valutazione nell'ottica del *compratore*

acquirente-imprenditore: il v dipende dai risultati conseguibili attraverso la sua gestione

acquirente-investitore: il v è quello di un mero investimento, scelto in alternativa ad altri

acquirente-speculatore: il v è funzione del differenziale tra costo di acquisto e valore attuale di cessione

La valutazione del CAPITALE di TRASFERIMENTO

Paradigma valutativo tradizionale

Per addivenire ad una stima affidabile (in termini di razionalità, obiettività, generalità) occorre prescindere dalle condizioni soggettive e concentrarsi sulle condizioni obiettive di negoziazione

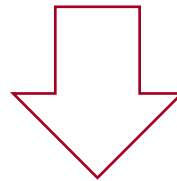
Il *capitale economico* meglio risponde a questa esigenza. Ciò perché il suo calcolo si basa su flussi reddituali attesi di cui è ragionevolmente dimostrabile la raggiungibilità, esso cioè è legato a capacità reddituali acquisite o di probabile raggiungimento.

Nelle valutazioni del capitale economico si esige una relativa certezza che la capacità reddituale prospettica sia realizzabile al momento in cui si effettua la valutazione.

Il Guatri lo definisce valore «odierno» del capitale economico (W)

REDDITO MEDIO NORMALE

la relativa certezza
che la capacità reddituale prospettica sia realizzabile
al momento in cui si effettua la valutazione risiede nell'*accezione* di reddito
che la dottrina assume a base del calcolo



REDDITO MEDIO NORMALE

REDDITO MEDIO NORMALE

REDDITO MEDIO NORMALE

È un valore che, nella V , sostituisce i redditi effettivi che intorno ad esso gravitano

Il R *normale* è idealmente compreso fra due estremi di reddito alla cui formazione hanno concorso circostanze da un lato estremamente sfavorevoli e dall'altro particolarmente favorevoli

Non necessariamente il valore normale è un valore medio (nel senso statistico), ma un valore medio può essere normale, quando è un valore tipico e deriva da numerosi valori

Il R medio normale è una misura idealmente *ripetibile*

In assenza di fenomeni perturbatori, nella prassi, la misura dei redditi futuri può essere approssimata con la media dei redditi conseguiti negli ultimi esercizi, previa normalizzazione

TASSO NORMALE o MINIMO

La riduzione a capitale del reddito futuro richiede la conoscenza di un **tasso di capitalizzazione** e di un **tempo** entro il quale si prevede che il reddito si manifesti

La dottrina economico-aziendale stabilisce che questo alla formazione di questo tasso concorrano tre componenti:

$$i = i_1 + i_2 + i_3$$

i_1) tasso di rendimento per investimenti privi di rischio

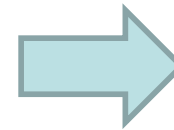
i_2) premio che compensi il rischio di investimento nel particolare tipo di impresa

i_3) tasso di salario che compensi l'opera dell'imprenditore

FORMULA di attualizzazione

Tempo illimitato

Se ipotizziamo che la vita dell'azienda sia di durata indefinita



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

Tempo limitato

Se ipotizziamo che la vita dell'azienda sia di durata definita

$$W = R \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} = Ra_{\overline{n}|i}$$

La valutazione del CAPITALE di TRASFERIMENTO

Paradigma valutativo emergente

il valore (possibile) delle sinergie

dal valore *stand alone* (W) al valore strategico (W_s)

Si intravede l'opportunità di procedere a valutazioni che tengano conto oltre che dei valori *stand alone*, anche dei vantaggi ritraibili dall'acquisizione.

I vantaggi sono osservabili nell'ottica dell'acquirente, e sono riconducibili a sinergie e opportunità incrementali offerte dall'acquisizione.

$$W_s = W + S + O$$

S = sinergie

O = opportunità incrementali

DEFINIZIONE GENERALE

La valutazione è il **processo** con cui viene quantificato
il **capitale economico** dell'azienda,
mediante l'applicazione di metodi valutativi appropriati
e delle idonee stime di diversi parametri

Ambiti nei quali la VALUTAZIONE è necessaria

GARANZIE SOCIETARIE

**ACQUISIZIONI
E CESSIONI DI IMPRESE**

**STIMA
DELLA PERFORMANCE
PERIODICA DELL'IMPRESA**

**FORMAZIONE
DEL BILANCIO**

ALTRI AMBITI (...)

GARANZIE SOCIETARIE

La V è qui intesa come **strumento di tutela** dei soci di minoranza e degli *stakeholders* privi di potere di controllo, vale a dire dei soggetti tipicamente in posizione di asimmetria informativa e che trovano la loro tutela nella terzietà, indipendenza e razionalità della V, svolta da un esperto con l'obiettivo di assicurare la correttezza dei valori scelti

Esempi

- trasformazioni (art. 2500-*ter* c.c.)
- fusioni (art. 2501-*quinquies* c.c. e art. 2501-*sexies* c.c.)
- scissioni (art. 2506-*ter* c.c. e 2506-*quater* c.c.)
- aumenti di capitale con sovrapprezzo
- (...)

ACQUISIZIONI E CESSIONI DI IMPRESE

La V è qui intesa come **strumento di supporto**
per assumere decisioni strategiche
(di sviluppo, di integrazione e di ristrutturazione)
e del collegato rischio di investimento o disinvestimento

Esempi

- timore/opportunità di scalate
- rischio di acquisizioni a prezzi eccessivi
- convenienza a mantenere/cedere società controllate
- determinazione del prezzo dell'azienda *target* e misurazione delle sinergie ottenibili dall'acquisizione
- (...)

STIMA DELLA PERFORMANCE PERIODICA DELL'IMPRESA

La V è qui intesa come **strumento di orientamento gestionale** per accertare periodicamente il valore dell'azienda, ricorrendo al capitale economico per la sua funzione di controllo cautelare del capitale di bilancio

Esempi

- superare i limiti informativi del bilancio di esercizio
- valorizzare gli intangibili
- superare l'orientamento al passato dei risultati contabili, per tenere conto delle variazioni che intervengono nei rischi e nei flussi attesi

FORMAZIONE DEL BILANCIO

La V è qui intesa come normale **strumento di determinazione quantitativa** di alcune poste di bilancio

Esempi

- verifiche di recuperabilità del valore (valore d'uso, fair value)
- adeguamento di *fair value*
- (...)

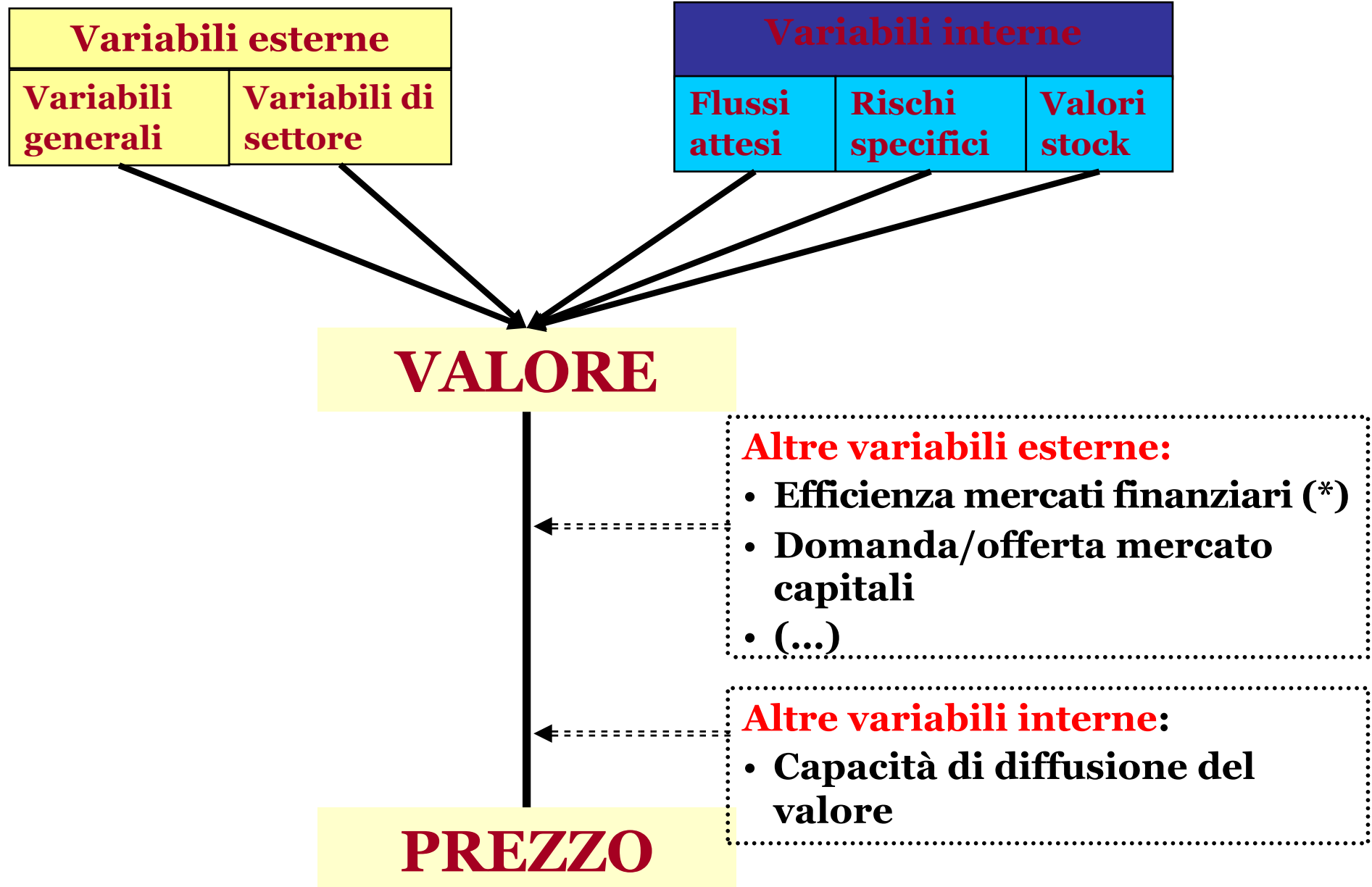
PREZZI vs VALORI

Prezzi: misure espresse dai mercati

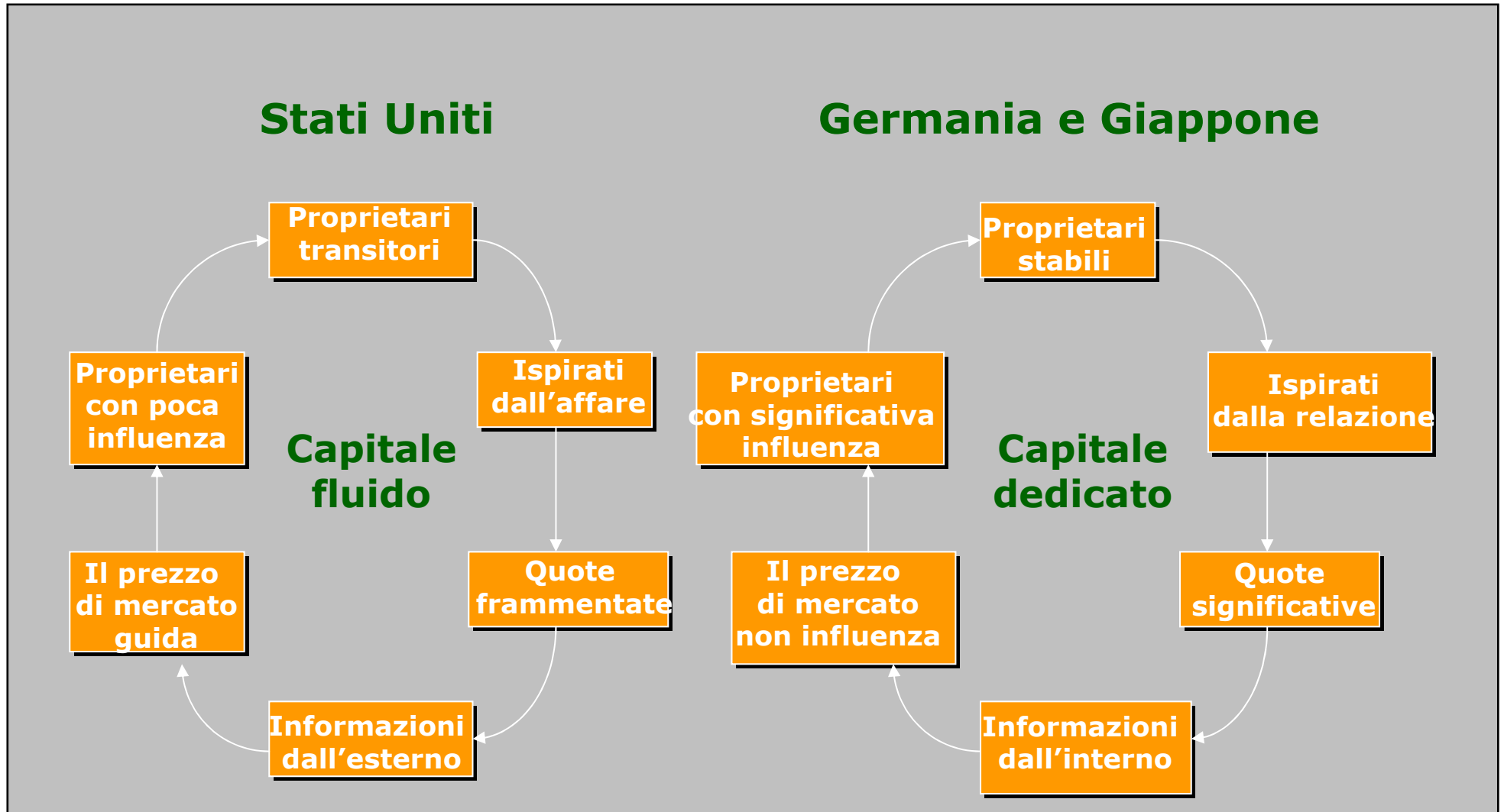
Valori: grandezze stimate a mezzo di previsioni dei flussi, di apprezzamento dei rischi e di quantità stock, legate a mezzo di formule

n.b.: possono non coincidere anche in misura sensibile

Prezzi vs Valori



Efficienza (o inefficienza) dei mercati finanziari



I requisiti dei metodi valutativi

- **Razionale**: un metodo di valutazione deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica;
- **Obiettivo**: si intende un metodo concretamente applicabile fondato, cioè, su dati certi, trasparenti o, quantomeno, credibili;
- **Concreto**: si riferisce alle modalità operative che devono essere tali da consentire una realistica applicazione del metodo;
- **Generale**: indica la possibilità di applicare il metodo a tutte le possibili tipologie di azienda;
- **Neutrale**: il metodo deve prescindere dalle condizioni e dagli interessi delle parti che sono coinvolte nella negoziazione.

principali METODI DI VALUTAZIONE DEL CE

DIRETTI

Individuano il valore dell'azienda attraverso i prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda medesima

INDIRETTI

In assenza di prezzi di mercato, impostano su altre grandezze la stima del capitale economico dell'impresa (es.: patrimonio, reddito, flussi finanziari)

principali METODI DI VALUTAZIONE DEL CE

DIRETTI

Individuano il valore dell'azienda attraverso i prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda medesima

INDIRETTI

In assenza di prezzi di mercato, impostano su altre grandezze la stima del capitale economico dell'impresa (es.: patrimonio, reddito, flussi finanziari)

I METODI DIRETTI in senso stretto

- Le *quotazioni* non possono considerarsi corretti parametri per stimare il valore di un'impresa.

Ciò soprattutto a causa di:

- Scarso flottante;
- Variabilità dei corsi azionari;
- Validità nel brevissimo periodo;
- Influenza esercitata da posizioni soggettive degli operatori.

I METODI DIRETTI fondati su MOLTIPLICATORI EMPIRICI

Equity Side

Stimano il valore economico del capitale in maniera diretta e immediata. Si perviene direttamente al valore dell'*equity*

Entity (Asset) Side

Al valore economico del capitale si giunge in via indiretta e mediata, prendendo a riferimento la differenza tra il valore economico delle attività e il valore di mercato dei debiti finanziari.

I METODI DIRETTI fondati su MOLTIPLICATORI EMPIRICI

Equity Side

L'idea di fondo è che il Valore economico dell'azienda *valutanda* si rapporta ad una determinata grandezza nella stessa misura in cui il Prezzo di mercato di aziende simili si rapporta alla medesima grandezza.

$$\left[\frac{W}{k} \right]_T = \left[\frac{P}{k} \right]_S \quad \longrightarrow \quad W_T = \left[\frac{P}{k} \right]_S \times k_T$$

I METODI DIRETTI fondati su MOLTIPLICATORI EMPIRICI

Negli EQUITY Side,
i MOLTIPLICATORI più utilizzati sono:

- Price/Earning (P/E)
- Price/Cash Flow (P/CF)
- Price/Book Value (P/BV)

Dove k_s è l'utile netto (E); il flusso di cassa (CF); il patrimonio netto (BV).

I METODI DIRETTI fondati su MOLTIPLICATORI EMPIRICI

Entity (Asset) side

$$\left[\frac{W + D}{k} \right]_T = \left[\frac{P + D}{k} \right]_s \longrightarrow W_T = \left[\frac{P + D}{k} \right]_s \times k_T - D_T$$

Il moltiplicatore in questo caso è costruito come somma del valore di mercato del capitale netto (P_s) e dei debiti finanziari (D_s)*.

Il valore economico dell'azienda (W_t) è determinato sottraendo al valore delle attività dell'impresa (firm value: $W+D$) il valore dei debiti finanziari*.

I METODI DIRETTI fondati su MOLTIPLICATORI EMPIRICI

Negli ASSET Side,
i MOLTIPLICATORI più utilizzati sono:

-EV/EBIT

-EV/EBITDA

-EV/SALES

Dove EV (enterprise value) è il valore di mercato complessivo dell'impresa (P+D), rapportato a diverse grandezze economiche;

K_s , infatti, è il reddito operativo (EBIT); il margine operativo lordo (EBITDA); le vendite (SALES).

I METODI DIRETTI fondati su MOLTIPLICATORI EMPIRICI

COMPARABILITÀ/RETTIFICHE

- Necessità di selezionare un campione di aziende simili a quella *valutanda*. Comparabilità in termini di SETTORE, DIMENSIONE e PERFORMANCE
- La scelta di K_s (denominatore del moltiplicatore) dovrebbe ricadere sulla grandezza più idonea a stimare il VE dell'azienda *valutanda*.
- Poichè la *valutanda* in genere non è quotata e il moltiplicatore si riferisce ad aziende quotate, può essere opportuno rettificare in *minus* il moltiplicatore per tener conto di SCONTI DI LIQUIDITÀ e SCONTI DI MINORANZA.

L'(in)efficienza dei mercati

In un mercato efficiente i prezzi dovrebbero riflettere le condizioni aziendali (*efficienza informativa*) e la stima del capitale economico basata sui prezzi dovrebbe essere una attendibile sintesi dei valori economico-finanziari dell'azienda (*efficienza valutativa*).

I principali limiti alla Teoria dei mercati efficienti e i modelli che ne derivano dipendono essenzialmente dai postulati sui quali si fondano:

- l'acquisizione di informazioni non comporta costi;
- gli operatori agiscono razionalmente;
- non esistono asimmetrie informative;
- (...)

I METODI INDIRECTI TEORICI

Definiscono esattamente tutti gli elementi che devono essere considerati per determinare un valore razionale del capitale economico.

- Formula fondamentale Reddittuale
- Formula fondamentale Finanziaria
- Formula fondamentale basata sui Dividendi da distribuire

Con riferimento ad un'azienda con durata illimitata,
Le tre formule teoriche fondamentali conducono a risultati identici

I METODI INDIRECTI TEORICI

Formula fondamentale Reddituale

$$W=R_1v^1+R_2v^2+\dots+R_nv^n+P'_nv^n$$

W è il valore del capitale economico (incognita)

R sono i redditi netti dell'impresa nei vari anni

P'_n è il valore di realizzo dell'azienda al tempo n ,
diminuito del valore delle riserve formate con utili
non distribuiti

v è il coefficiente di attualizzazione

I METODI INDIRECTI TEORICI

Formula fondamentale Finanziaria

$$W = F_1 v^1 + F_2 v^2 + \dots + F_{n-1} v^{n-1} + F_n v^n$$

W è il valore del capitale economico (incognita)

F sono i flussi monetari netti disponibili

F_n è il flusso monetario al tempo n , comprensivo del valore di liquidazione dell'azienda

v è il coefficiente di attualizzazione

I METODI INDIRECTI TEORICI

Formula fondamentale Dividendi da distribuire

$$W = D_1 v^1 + D_2 v^2 + \dots + D_n v^n + P_n v^n$$

W è il valore del capitale economico (incognita)

D sono i dividendi di ciascun anno

P_n è il valore terminale

v è il coefficiente di attualizzazione

I METODI INDIRECTI TEORICI

I principali limiti

Sono eccessivamente arbitrari, perché i risultati possono variare significativamente in relazione alla scelta dei parametri fatta dal valutatore;

Le formule includono parametri che sono di difficile previsione (flussi di cassa totale, valore di realizzo, flussi reddituali puntuali, dividendi ecc.)

I METODI INDIRETTI SEMPLIFICATI (Reddituale e Finanziario)

Si costruiscono apportando semplificazioni ai metodi teorici.

Le principali semplificazioni sono:

- I parametri finanziari e reddituali utilizzati (*risultati storici normalizzati ultimi 3-5 esercizi o stima puntuale*)
- Il modo di considerare i parametri;
- L'orizzonte temporale di riferimento (es.: *5 anni*)
- Le modalità di calcolo del valore di realizzo finale.

principali METODI DI VALUTAZIONE DEL CE

