



IL MODELLO DEL VALORE (del Dott. Stefano Setti)

1. Dal capitale di funzionamento al capitale economico

Il capitale netto di funzionamento viene determinato sulla base delle variazioni di conto degli elementi che lo compongono. In sede di misurazione del reddito d'esercizio, pertanto, viene determinato il capitale di funzionamento. A differenza di quest'ultimo, il capitale economico è «*il valore economico attribuibile al "capitale proprio" di una data azienda, tenuto conto dei frutti che in quest'azienda può trovare*»; Zappa, che ha introdotto in Economia Aziendale il concetto di capitale economico lo ha definito come un valore unico, derivante dalla capitalizzazione dei redditi futuri.

Le differenze tra queste due grandezze discendono anche da regole giuridico-formali seguite per la determinazione del reddito d'esercizio. Esse, infatti, condizionano, per svariate ragioni, la misura del reddito d'esercizio (e quindi del patrimonio). Ciò avviene, ad esempio, attraverso l'applicazione del principio di prudenza, secondo il quale si devono considerare le perdite presunte ma non gli utili sperati o piuttosto non considerare il valore delle risorse immateriali (che pure hanno un elevato impatto sul vantaggio competitivo e, quindi, su *performance* economiche superiori alla media); oppure con il ricorso al criterio del costo storico, che può «nascondere» eventuali plusvalenze (ad esempio delle immobilizzazioni, recepite nei bilanci solo in caso di alienazione).

* * *

Il concetto di capitale economico trova una delle sue principali applicazioni in sede di trasferimento della proprietà del capitale proprio, dove la considerazione della redditività prospettica è fondamentale così come è altrettanto fondamentale la considerazione della



redditività di altre gestioni patrimoniali alternative all'investimento aziendale (ed il loro grado di rischio)¹.

Occorre, infine, precisare che tale dato è un valore teorico di riferimento che prescinde dalla considerazione della forza contrattuale delle parti, così come dalla considerazione del valore attribuibile da uno dei contraenti (che, nel caso dell'acquirente, può tener conto di sinergie attivabili², elemento che non rientra nella prospettiva di carattere generale o del venditore³). Tali ultimi fattori spiegano le differenze che l'osservazione empirica propone con riguardo al capitale economico, da un lato, e il prezzo di scambio, dall'altro.

Le differenze, infine, tra capitale economico e prezzo risentono anche delle informazioni a disposizione, poiché se alcuni operatori hanno delle informazioni che non sono diffuse, essi saranno in una posizione di vantaggio rispetto agli altri⁴.

In definitiva, pertanto, il capitale economico può essere definito come il valore «che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi ad eventuali negoziazioni»⁵.

2. I metodi di valutazione

La dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi per la determinazione del valore economico delle aziende⁶. Essi possono in via di prima

¹ La cessione della proprietà del capitale proprio è solo una delle possibili circostanze che spinge alla determinazione del capitale economico, potendovi essere, ad esempio, la cessione dell'«azienda», inteso come complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa (art. 2555 c.c.), la fusione di più società mediante incorporazione di una di esse o mediante la costituzione di una nuova società, l'ingresso di un nuovo socio, ecc.

² Tra i fattori che influenzano il compratore vi sono, oltre alle sinergie attivabili con l'acquisizione, l'appetibilità strategica, le possibili opportunità fiscali, la liquidità disponibile o il potenziale di indebitamento attivabile, ecc.

³ Tra i fattori che influenzano il venditore vi sono/possono essere la maggiore/minore urgenza di cedere o la maggiore/minore necessità, gli ostacoli di natura «affettiva» alla cessione dell'azienda, ecc.

⁴ Altri fattori che influenzano il prezzo finale e che possono differenziarlo rispetto ad un valore generale sono: l'abilità negoziale delle singole parti, l'esistenza di accordi collaterali, il tipo di acquisizione (totalitaria, maggioritaria, minoranza, ecc.), il tipo di pagamento (cassa o con cambi, ad esempio) oltre che la situazione contingente.

⁵ AA.VV., *Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie*, E.G.E.A., Milano, 1989.

⁶ Per maggiori approfondimenti sui metodi di valutazione si rimanda a: Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, E.G.E.A., Milano, 1998 e Massari M., *Finanza aziendale Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 1998.



approssimazione essere suddivisi in metodi sintetici (empirici)⁷, i quali pervengono al valore ricercato mediante la costruzione e l'applicazione di coefficienti desunti dall'osservazione di comportamenti negoziali simili a una o più grandezze (fatturato, utili netti, utili operativi ecc.) dell'azienda oggetto di valutazione, e in metodi analitici. Tra questi ultimi si ricordano sinteticamente:

- i metodi patrimoniali, che basano le determinazioni quantitative sul valore corrente dei beni costituenti il patrimonio aziendale;
- i metodi reddituali, che definiscono il valore economico del capitale d'impresa in funzione delle sole prospettive di reddito e, in via diretta, prescindono dalle condizioni quantitative e qualitative dei beni che costituiscono il patrimonio aziendale;
- i metodi misti patrimoniali-reddituali, che associano i principi essenziali dei metodi reddituali e patrimoniali. Tra questi, i più diffusi sono i metodi che consentono la stima autonoma del valore di avviamento;
- i metodi finanziari, che si fondano sui flussi di cassa generati dall'azienda e disponibili per gli azionisti. Tra questi, il più diffuso è l'*Unlevered Discounted Cash Flow Method*.

2.1. Metodi patrimoniali - W_p

I metodi patrimoniali si fondano su una stima analitica (espressione a valori correnti - di mercato o di stima) dei beni nei quali si articola l'attivo ed il passivo patrimoniale della società oggetto di valutazione, al fine di riesprimere il valore in funzione del suo patrimonio netto. Tuttavia, mentre gli elementi passivi, ai fini della stima, sono sempre tutti considerati, difforme è il trattamento riservato agli elementi attivi. Essi, infatti, possono essere distinti in due gruppi, la cui considerazione porta a configurare modalità diverse di applicazione del metodo di valutazione in esame.

Più precisamente, gli elementi dell'attivo patrimoniale si distinguono in:

- beni materiali;
- beni immateriali, dotati o meno di valore di mercato.

⁷ Si fa presente, a proposito dei metodi empirici, il vasto scetticismo e l'ampia riserva mantenuti su di essi da dottrina e professione, anche se nella prassi essi sono utilizzati. Cfr. Guatri L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, E.G.E.A., Milano, 1990, pag. 351.



In funzione di tale classificazione, la valutazione patrimoniale può essere intesa secondo i seguenti, differenti significati:

- *metodi patrimoniali semplici*, che comprendono solo gli elementi attivi del primo gruppo - beni materiali (oltre ai crediti ed alla liquidità);
- *metodi patrimoniali complessi*, qualora si considerino anche i beni immateriali.

* * *

Più specificamente il metodo patrimoniale mira a esprimere:

- gli elementi patrimoniali attivi sulla base dei valori (correnti) di riacquisto degli stessi;
- gli elementi patrimoniali passivi sulla base dei valori (correnti) di estinzione degli stessi.

Il valore patrimoniale così determinato coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

Il metodo patrimoniale assume normalmente, come punto di partenza, il capitale netto di bilancio o comunque il «netto» espresso da una situazione patrimoniale contabile. Muovendo dal capitale netto contabile si procede ad esprimere in termini di valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari, eventualmente determinando una serie di plusvalenze e/o minusvalenze. Il procedimento di espressione a valori correnti dei cespiti attivi non monetari e di aggiornamento dei valori passivi porta a definire il valore del *patrimonio netto rettificato, K*.

2.2. Metodi reddituali - W_r

I metodi reddituali puri si fondano sull'assunto secondo cui il valore di una azienda dipende unicamente dai flussi di reddito atteso (R) che la stessa sarà in grado di produrre.

Da qui la formula: $W_r = f(R)$

Il metodo reddituale è volto a determinare il valore d'azienda in funzione dei seguenti dati:

- flusso di redditi futuri attesi nell'arco temporale di previsione assunto nella valutazione;



- valore del tasso di capitalizzazione/attualizzazione espressivo del rendimento-opportunità del capitale.

Esso quindi individua nel reddito, derivante dalla contrapposizione di ricavi e costi di competenza dell'esercizio, il *driver* fondamentale del valore aziendale.

I metodi reddituali esistono in svariate versioni, *i*) a seconda del tipo di funzione con cui si collegano W_r ed R , *ii*) a seconda che la durata dei redditi si presuma di durata limitata nel tempo o infinita, *iii*) a seconda della tipologia di reddito prescelto per la capitalizzazione o l'attualizzazione.

La versione sicuramente più nota è quella cosiddetta della «rendita perpetua», il valore W_r del complesso aziendale oggetto di valutazione è in questo caso pari a: $W_r = R / i$

dove:

W_r	=	valore del capitale economico dell'azienda;
R	=	reddito medio normale atteso;
i	=	tasso di capitalizzazione/attualizzazione.

La formulazione si basa sull'ipotesi che la vita aziendale non abbia limite definibile e che l'azienda possa mantenere inalterata la capacità di reddito medio-normale all'infinito.

Per quanto concerne la determinazione del reddito medio normale atteso (R) dell'azienda oggetto di valutazione, ad esso sovente si perviene mediante normalizzazione di risultati reddituali trascorsi (e, in taluni casi, recependo risultati previsionali o combinazioni di risultati trascorsi e risultati previsionali). Concettualmente, oggetto di capitalizzazione dovrebbero essere i risultati futuri, ma è del pari vero che la stima di questi ultimi è in realtà molto aleatoria e poco verificabile. Da qui, la preferenza accordata ai risultati reddituali trascorsi/storici, i quali necessitano di essere normalizzati, vale a dire depurati dagli effetti (economici) di accadimenti eccezionali e non ripetibili (*i*) redistribuzione nel tempo di proventi e costi «straordinari»; *ii*) eliminazione di proventi e costi «estranei alla gestione»; *iii*) neutralizzazione di politiche di bilancio giudicate distorsive rispetto al fine). Tale processo, detto di «normalizzazione» del reddito, si rende necessario alla luce dell'inadeguatezza del reddito contabile di periodo a rappresentare significativamente il profilo reddituale di una qualsivoglia azienda.



È ampiamente condiviso dalla prassi e dalla dottrina il ritenere che l'utile d'esercizio risenta, da un lato, degli effetti che derivano dall'adozione, da parte degli amministratori, di specifiche scelte le quali - pur rientrando nell'ambito di discrezionalità che le norme sul bilancio lasciano ai redattori - possono, di volta in volta, essere finalizzate a limitare il carico fiscale dell'esercizio, a perequare nel tempo la redditività e così oltre; d'altro lato, che l'utile d'esercizio risenta delle distorsioni connesse alla presenza di eventi di natura eccezionale e straordinaria e privi, in quanto tali, dei caratteri di normalità e di ripetitività. I risultati reddituali storici necessitano, inoltre, di essere mediati nel tempo per eliminare i possibili effetti di congiunture particolari e quindi poco espressive della «normale» capacità di reddito dell'azienda considerata.

Il tasso di capitalizzazione/attualizzazione (i) esprime il cosiddetto tasso di rendimento giudicato soddisfacente per un ipotetico investitore in capitale azionario, tenuto conto del grado di rischio associato all'investimento nella specifica impresa e del rendimento di investimenti alternativi con rischio trascurabile. Tale saggio scaturisce dalla combinazione di più elementi: *i*) la pura remunerazione finanziaria del capitale investito (rappresentata dal rendimento degli investimenti privi di rischio, ad esempio i titoli di Stato), *ii*) il rischio della specifica azienda (espresso dalla volatilità del suo rendimento rispetto a quello medio del mercato azionario), *iii*) il maggior rendimento richiesto da investimenti in capitale azionario.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa, è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- *condizioni generali*: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del Paese ecc.;
- *condizioni settoriali*: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
- *condizioni aziendali*: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

2.3. Metodi misti patrimoniali-reddituali



La sola stima patrimoniale (vista in precedenza *cfr.* § 2.1.) non può compiutamente definire il valore di un'azienda, a tale stima occorre pertanto affiancare una stima reddituale. Caratteristica fondamentale del metodo misto patrimoniale-reddituale è la ricerca di un risultato finale che consideri contemporaneamente i principi essenziali dei metodi patrimoniali e reddituali, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dei primi, senza, per contro, trascurare le attese reddituali, che rappresentano una componente essenziale del valore del capitale economico dell'impresa oggetto di stima.

Dal punto di vista applicativo, il metodo in parola presuppone l'individuazione del valore patrimoniale della società, K , valore che viene correlato con il corrispondente flusso reddituale, R , che esso è stabilmente in grado di garantire.

Tra i procedimenti proposti dalla teoria valutativa per tale confronto, preferenza viene generalmente accordata alla formulazione detta di «stima autonoma del goodwill (badwill), mediante capitalizzazione limitata del profitto atteso»⁸.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale caratterizzato dalla capitalizzazione limitata del sovra/sottoreddito definisce il valore economico di un'azienda come somma del patrimonio netto rettificato e dell'avviamento ad essa ascrivibile calcolato attualizzando, per un definito numero di esercizi, il sovrareddito (o sottoreddito) risultante dalla differenza tra il reddito «medio-normale» atteso ed il reddito giudicato «soddisfacente» rispetto al tipo di investimento considerato.

Secondo tale metodo, se l'impresa oggetto di stima registra una redditività prospettica in linea con le attese del mercato per investimenti analoghi, il suo valore economico coincide con il valore del patrimonio netto rettificato (K). Se, invece, l'impresa presenta una redditività attesa superiore rispetto a quella ritenuta normale (nel settore), ad essa sarà riconosciuto un plusvalore (*goodwill*), che tipicamente viene assunto pari al valore attuale, al tasso i' , del sovrareddito atteso per il periodo di riferimento (n). Per contro, in presenza di redditività insufficiente, il valore del capitale economico dell'impresa risulterà inferiore al valore del suo patrimonio netto rettificato (K), dovendosi sottrarre da quest'ultimo il valore attuale (*badwill*), al tasso i' , del sottoreddito atteso per il periodo assunto come riferimento (n).

⁸ «Loro caratteristica essenziale è la ricerca di un risultato finale che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente primaria del valore del capitale economico». *Cfr.* Guatri L., 1990, *op. cit.*, pag. 183.



Il metodo in parola si basa sulla seguente formula:

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

dove:

W	=	valore del capitale economico dell'azienda;
K	=	patrimonio netto rettificato;
R	=	reddito medio-normale atteso;
i	=	tasso di rendimento giudicato soddisfacente;
$(R - iK)$	=	sovra/sottoreddito;
i'	=	tasso di attualizzazione;
n	=	periodo di attualizzazione;
$a_{n-i'}$	=	valore dell'avviamento, ovvero premio/penalizzazione per sovra/sottoreddito.

La determinazione del patrimonio netto rettificato (K) assume normalmente, come elemento di partenza, il capitale netto di bilancio così come risultante dalla situazione patrimoniale contabile (alla data di riferimento della stima). Identificato il capitale netto contabile, si procede alla riespressione in termini di valori correnti (di mercato, di sostituzione, di stima ecc.) degli elementi attivi e passivi di pertinenza dell'azienda oggetto di valutazione, nell'ottica di continuazione dell'attività aziendale. La riespressione a valori correnti dei valori contabili solitamente evidenzia una serie di plusvalenze e/o di minusvalenze. Sul saldo delle stesse (o, talora analiticamente per ciascuna di esse), se positivo, si procede quindi a calcolare solitamente un onere fiscale potenziale, nell'ipotesi che talune di esse possano realizzarsi comportando pagamenti di tributi; se negativo, si procede a calcolare un beneficio fiscale potenziale, nell'ipotesi che la realizzazione di future minusvalenze possa contribuire ad abbattere l'imponibile (ovviamente in presenza di risultati reddituali attesi positivi). La sommatoria del patrimonio netto contabile e delle plusvalenze e minusvalenze nette accertate conduce al patrimonio netto rettificato (K).

Per quanto concerne la stima del reddito medio-normale atteso (R) dell'azienda si rimanda a quanto richiamato in precedenza in merito ai metodi reddituali (cfr. § 2.2.). Si precisa unicamente che, in sede di valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale, il reddito medio-normale atteso dovrà anche scontare gli effetti di eventuali maggiori ammortamenti che potrebbero rendersi necessari qualora si accogliessero nel patrimonio netto rettificato (K).



plusvalenze su immobili o su altri cespiti ammortizzabili; ciò al fine di rendere coerenti il valore (aggiornato) da ammortizzare e il relativo ammortamento da porre a carico di ciascun esercizio.

Anche per quanto riguarda il tasso di attualizzazione (i) si rimanda a quanto già esposto in precedenza (cfr. § 2.2.).

Il tasso di attualizzazione del sovra/sottoreddito (i') rappresenta, invece, il saggio da utilizzare per l'attualizzazione del differenziale di redditività che scaturisce dal confronto tra R ed il prodotto iK . Si tratta di un tasso che configura il puro compenso finanziario associato al trascorrere del tempo, alla stregua di un tasso di attualizzazione per investimenti «senza rischio».

Infine, il parametro (n) rappresenta l'orizzonte temporale per il quale si opera l'attualizzazione del differenziale di redditività come sopra definito. Al riguardo, si osserva che dottrina e prassi valutativa propendono per quantificazioni del parametro (n) sulla base dei profili qualitativi e quantitativi della redditività del complesso aziendale oggetto di valutazione e, in particolare, tenendo conto delle condizioni che hanno contribuito a generare tale redditività e delle probabilità di loro sussistenza futura.

In conclusione, il metodo misto patrimoniale-reddituale si fonda sul convincimento che nel lungo termine il valore patrimoniale d'azienda trovi riscontro nel valore reddituale, e quindi poggia sulla ipotesi che l'impiego dei mezzi patrimoniali nel lungo termine generi una redditività medio-normale.

2.4. Metodi finanziari - W_f

In termini generali, il valore di un'azienda, in base ai metodi finanziari, è determinato dai flussi di risultato attesi, dalla loro distribuzione temporale e dal valore d'uso dei mezzi finanziari. La caratteristica principale del metodo finanziario consiste nel fatto che esso rispetta i principi della teoria del valore, accogliendo nel calcolo i soli flussi prevedibili e valorizzandoli in relazione alla loro distribuzione nel tempo.

In sintesi:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t}$$



dove:

W	=	valore del capitale economico dell'azienda;
F_t	=	flussi di risultati (economici o finanziari) nei periodi da 1 a n ;
i	=	tasso di attualizzazione;
n	=	numero di periodi considerati.

L'approccio basato sui flussi di risultato esprime il convincimento che un'azienda vale per i risultati economici che è in grado di generare. Esso quindi afferma l'esistenza di un nesso causale tra risultati economici aziendali e valore d'impresa. In particolare, i metodi di valutazione riconducibili all'approccio basato sui flussi di risultato (flussi di cassa o reddito) raffigurano il valore del capitale d'azienda in funzione del flusso di risultati futuri che ci si attende di poter da essa ritrarre. Il loro funzionamento si può in essenza descrivere come un'operazione di «conversione» di un flusso di risultati incerti, coglibili lungo un determinato orizzonte temporale, nel valore certo a cui oggi potrebbe essere negoziato il diritto di disporre di tale flusso nel futuro.

Il tasso di sconto (i) utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa netti può essere determinato attraverso l'algoritmo del costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*), secondo il quale:

$$WACC = K_D \times (1-t) \times [D/(D+E)] + K_E \times [E/(D+E)]$$

dove:

K_D	=	costo del capitale di debito;
K_E	=	costo del capitale di rischio;
t	=	aliquota fiscale;
D	=	capitale di debito;
E	=	capitale di rischio.

Il costo del capitale di debito (K_D) deve essere considerato al netto dell'imposizione fiscale [$K_D \times (1-t)$] e viene calcolato come tasso nominale medio di interesse applicato sugli strumenti di finanziamento dell'impresa o dell'investimento.



Il costo del capitale di rischio (K_E) può essere stimato⁹ con la metodologia *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*), per la quale:

$$K_E = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

dove:

- r_f = tasso di rendimento di un'attività priva di rischio (ad esempio titoli di Stato);
- β_i = *beta* caratteristico del titolo *i-esimo*;
- $(r_m - r_f)$ = premio per il rischio di mercato (r_m = rendimento dei titoli del mercato).

Il *Capital Asset Pricing Model* permette di definire il valore di un titolo azionario, dal punto di vista del mercato finanziario. Assumendo che esista una correlazione positiva tra il livello di rischio di una determinata attività ed il suo livello di rendimento, il modello avanza una prima distinzione tra rischio specifico del titolo e rischio collegato al mercato nel suo complesso. Quest'ultimo, definito sistematico, rappresenta la porzione del rischio totale dell'attività finanziaria correlato ai cambiamenti nel sistema economico generale e quindi al mercato borsistico che ne rappresenta una parte. Poiché il rischio sistematico è comune a tutti i titoli, non può essere diversificato.

Il rischio specifico, indicato anche con il termine non sistematico, è invece unicamente collegato al singolo titolo, in quanto espressione di cambiamenti nella domanda specifica dell'azienda, di cambiamenti del quadro competitive, scioperi e di tutti i problemi operativi ed organizzativi. Il rischio non sistematico può essere diversificato dall'investitore e risulta nullo nel portafoglio costituito dall'intero mercato, che presenta solo un elemento di rischio sistematico.

Beta¹⁰ (β_i) è un indice di sensibilità del rendimento di un settore rispetto al rendimento del mercato ed è una misura del rischio sistematico del settore. Il *beta* di molti settori è riportato

⁹ È possibile stimare K_E anche con il modello di Myron Gordon, per il quale: $K_E = [(div/P) + g]$ dove:

- (div/P) = *dividend yield* o *dividend price ratio* (è un tipico multiplo di borsa che in genere viene riportato sulla stampa finanziaria, fornisce un'indicazione della stima del mercato azionario circa le potenzialità future di reddito di un'impresa);
- g = tasso annuale di crescita dei dividendi



nel cosiddetto *beta-book* e da molte riviste finanziarie specializzate ed è uno dei principali strumenti a disposizione per valutare il rischio dell'investimento in singoli settori.

I metodi finanziari possono essere suddivisi in tre principali «famiglie»: *i)* metodi finanziari analitici, *ii)* metodi finanziari sintetici e *iii)* metodi finanziari con *terminal value*.

i) I metodi finanziari analitici si caratterizzano per il fatto che la previsione dei flussi di cassa avviene analiticamente anno per anno, sino al termine della durata dell'azienda.

ii) I metodi finanziari sintetici invece nascono allo scopo di snellire il processo di previsione analitica su archi temporali molto protratti e si qualificano come «sintetici» proprio perché si fondano sulla costanza di alcuni parametri, almeno per certi orizzonti temporali.

iii) Nei *c.d. metodi finanziari analitici con terminal value* il problema della previsione dei flussi viene risolto con soluzioni di compromesso tali per cui si procede, per il futuro più prossimo, a una stima analitica dei flussi annuali e per il restante periodo di vita aziendale a una stima sintetica.

In estrema sintesi i criteri finanziari si ispirano al concetto (valido per qualsivoglia investimento) che il valore di un'azienda è funzione diretta del valore attualizzato dei flussi netti di cassa che si stima essa genererà per mezzo dell'attività operativa caratteristica, nonché, in funzione inversa, degli investimenti necessari alla generazione di quei flussi. Nel filone di questo criterio generale, la prassi, specie anglosassone, ha sviluppato diverse metodologie applicative tra le quali la più diffusa è nota come Unlevered Discounted Cash Flow Method.

Tale criterio conduce preliminarmente alla stima del valore economico del capitale investito operativo netto d'azienda sulla base delle prospettive di evoluzione dei flussi di cassa operativi netti attualizzati (da cui sono esclusi i flussi generati da componenti finanziari positivi e negativi).

Il modello di Gordon esprime il prezzo di un titolo azionario nell'ipotesi di dividendi crescenti ad un tasso costante per un periodo di tempo infinito. Si rinvia a Boeri T., Cohen R., *Analisi dei progetti di investimento*, E.G.E.A., 1998, pagg. 126-129.

¹⁰ $\beta_i = \Delta \%R_i / \Delta \%R_m$ dove: R_i è il rendimento del titolo *i-esimo* e R_m è il rendimento del mercato. Nel gergo finanziario le attività il cui β è maggiore di 1 vengono definite «aggressive» (cioè rischiose); quelle il cui β è minore di 1 vengono definite «conservative». Cfr. Pivato G., *Trattato di finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1985, pagg. 245-246.



Il valore economico del capitale di proprietà è poi stimato sommando algebricamente al valore economico del capitale investito operativo netto la posizione finanziaria netta, positiva o negativa, dell'azienda alla data di riferimento della stima.

L'algoritmo applicativo del criterio in considerazione è il seguente:

$$W = \sum FC_t * v^t + W_f * v^{n+1} + PF$$

dove:

W	=	valore del capitale economico dell'azienda;
FC_t	=	sono i flussi di cassa operativi dell'anno t ;
t	=	durata (in anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa;
W_f	=	è il valore finale (o valore residuo - <i>terminal value</i>) dell'azienda. La grandezza in parola è determinata in funzione del flusso di cassa operativo netto dell'ultimo periodo dell'orizzonte temporale capitalizzato ad un tasso k' ;
v^t	=	è il coefficiente di attualizzazione $1/(1+k)^t$;
k	=	è il tasso di attualizzazione espressivo del costo medio ponderato del capitale - WACC;
PF	=	è la posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione;

Il criterio in esame postula anzitutto la stima dei flussi di cassa operativi netti (FC_t) per ciascun anno dell'orizzonte temporale considerato (tra le possibili configurazioni del flusso di cassa si può optare per i) *Free Cash Flow - FCF*; ii) *Gross Free Cash Flow*, che rappresenta i flussi di cassa originati dalla gestione dell'impresa senza il ricorso a fonti esterne di finanziamento; nei metodi «levered» iii) *Free Cash Flow to Equity - FCFE*).

Il valore finale (W_f) è di norma calcolato capitalizzando in perpetuità il flusso di cassa atteso nell'ultimo periodo dell'orizzonte di previsione. Il tasso (k') impiegato nel processo di capitalizzazione del flusso di quest'ultimo periodo, ove sia ragionevolmente ipotizzabile una crescita nel tempo di tale flusso, è talora assunto in misura inferiore al tasso (k) utilizzato per l'attualizzazione dei singoli flussi annuali dell'orizzonte analitico della previsione. Nel caso in cui oltre l'orizzonte considerato sussistano tuttavia condizioni di incertezza e rischio di rilievo con riguardo allo sviluppo temporale dei flussi in questione, il tasso (k') è assunto in misura pari o superiore al tasso (k).



Il tasso di attualizzazione (k) esprime il costo medio ponderato del capitale proprio e di prestito, al netto d'imposta, alla data di riferimento della stima capitale. Si rimanda a quanto detto in precedenza (cfr. § 2.4.) in merito al metodo *Weighted Average Cost of Capital*, WACC.

La posizione finanziaria netta (PF) è costituita dalle liquidità disponibili e, in genere, dagli investimenti in attività finanziarie espressi a valori correnti di mercato, al netto dei debiti finanziari onerosi.

Come la formula valutativa segnala, il metodo si caratterizza per l'assunzione che, ai fini della stima, sia opportuno neutralizzare l'effetto della struttura finanziaria dell'impresa sui singoli flussi di cassa generati dalla gestione. Ciò in base alla considerazione che la struttura finanziaria «attualmente» in essere può essere considerata un fenomeno di tipo congiunturale e, quindi, modificabile, potendo, in effetti, i debiti onerosi venire ridotti fino all'annullamento. La tesi in parola, sostenuta dalla più accreditata dottrina e dalla prassi, è, tra l'altro, supportata dalla considerazione del fatto che il risultato o flusso generato dall'investimento deve essere considerato unitariamente ed indipendentemente dalla sua destinazione a pagamento degli interessi dovuti ai creditori e a formazione di utili da attribuirsi agli azionisti. La destinazione del flusso è in effetti fenomeno ben distinto rispetto alla sua origine e formazione; essa, pertanto, non può incidere sul valore delle attività oggetto di valutazione, valore che deriva proprio dal flusso totale che l'investimento genera.

In tal senso, il metodo di cui si discute prevede la determinazione, in via preliminare, del valore dell'investimento globale nell'azienda in funzione dei flussi di cassa (lordi) che la stessa sarà in grado di generare; da tale valore si perviene quindi alla quantificazione del valore del capitale economico dell'azienda, W , mediante la somma algebrica del valore dell'investimento e dell'indebitamento netto esistente.

2.5. Altri metodi (cenni)

Tra i metodi di controllo per la stima del valore del capitale dell'impresa riveste grande importanza quello definito del *c.d.* «prezzo probabile». Si precisa che non si tratta di una valutazione razionale e dimostrabile, ma solo dedotta da osservazioni di mercato (e talora dalla proiezione nel futuro di tali osservazioni). In questa sede viene proposto un breve accenno al metodo dei multipli di borsa.



Il metodo dei multipli di borsa giunge a determinare il valore del capitale aziendale sulla base di prezzi negoziati in vasti mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili (*c.d. guideline companies*). Scopo del metodo è sviluppare rapporti (i multipli, appunto) fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili e finalizzati a individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali (per esempio utili, *cash flow*, ricavi, patrimonio netto, ecc.). Il multiplo così calcolato viene poi «applicato» alla medesima variabile economica dell'azienda oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato.

Le valutazioni condotte sulla base del metodo dei multipli si fondano su due principali ipotesi:

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

Lo schema di applicazione dell'approccio di valutazione di un'impresa basato sui multipli si articola nei seguenti punti:

- la scelta del gruppo di società confrontabili (*guideline companies*): il problema della confrontabilità delle imprese da ricomprendere nel gruppo di riferimento può essere meglio apprezzato operando una distinzione tra: *i*) uniformità del *business* (aziende caratterizzate da omogeneità sostanziali con l'azienda oggetto di valutazione), *ii*) uniformità dei parametri finanziari e fiscali delle imprese individuate (infatti ad esempio, a parità di reddito ante imposte, differenti aliquote fiscali danno luogo a differenti valori);
- il calcolo dei multipli per le società selezionate (ad esempio: valore di mercato / utile (*P/E*); valore di mercato / mezzi propri (*P/BV*); valore di mercato / margine operativo lordo (*P/EBDITA*); valore di mercato / risultato operativo (*P/EBIT*)). Questa fase può rendere necessari alcuni interventi di rettifica destinati a trattare i problemi connessi alla presenza di proventi/oneri straordinari, di perdite pregresse fiscalmente utilizzabili, di attività liquide in eccesso rispetto ai debiti finanziari (posizione finanziaria netta positiva);
- il calcolo dei multipli medi delle società facenti parte del gruppo selezionato (*c.d. multipli di settore*). Ciò tenendo conto, eventualmente, delle differenze riscontrabili, sul piano del

Pag. 15

Vai al sito: <http://www.misterfisco.it> o al sommario <http://www.misterfisco.it/saggi/saggi.asp>

© Misterfisco 2001 - 2006. Tutti i diritti sono riservati, è vietata anche la riproduzione parziale



grado di *leverage* e della crescita attesa, tra le *guideline companies* e l'impresa oggetto di valutazione.

Tra i metodi empirici si segnalano le *c.d.* «regole del pollice» - *Rule of Thumb* - sono uno strumento di quantificazione del valore dell'azienda ispirato dal mercato, basato su di una opinione diffusa in un settore specifico o in altri simili. L'utilizzo di questo strumento implica (quantomeno) la considerazione dei seguenti aspetti: *i*) non sono regole valutative razionali e riconosciute dagli esperti e dai teorici; *ii*) sono probabilmente applicabili ad imprese di piccole dimensioni condotte direttamente dai proprietari; *iii*) solo coloro che operano nello specifico ramo di attività tendono a dar loro credito; *iv*) pur nell'ambito dello stesso tipo di attività, sono frequenti le differenze a livello regionale.

L'utilizzo dei metodi in oggetto ha tuttavia indubbi vantaggi: *i*) l'estrema semplicità di applicazione; *ii*) la probabilità che i libri ed i bilanci delle piccole imprese a conduzione personale non esprimano con la necessaria accuratezza talune informazioni necessarie per applicare metodi più sofisticati; *iii*) la derivazione diretta dal mercato, che esprime un'indicazione della domanda ed offerta di alcune specifiche aziende. Nella pratica (americana) si distinguono quattro differenti classi di criteri empirici, a seconda delle variabili su cui si basano:

- multipli (o percentuali) delle vendite di un certo periodo (mesi, anni, ecc.);
- multipli (o percentuali) dei profitti netti;
- multipli per unità (ad esempio numero di copie vendute per un settimanale);
- multipli degli utili o delle vendite maggiorati delle attività (ad esempio, maggiorati, delle rimanenze o dei crediti al netto dei debiti).

Infine tra gli «altri metodi» di valutazione del capitale aziendale è possibile annoverare il valore di liquidazione (V_L) che è concettualmente considerato la valutazione-limite del capitale di un'azienda, al di sotto della quale non si può scendere. Il problema della determinazione del valore di liquidazione viene risolto, in prima approssimazione, assumendo che l'azienda cessi subito la propria attività e proceda alla vendita al meglio - in blocco o per parti o a stralcio - dei propri beni, al realizzo dei crediti ed al soddisfacimento delle passività: ciò che, alla fine, residua come «netto» è il valore di liquidazione dell'azienda. Spesso, tuttavia, esistono pesanti vincoli di natura sociale (ad esempio la salvaguardia dei livelli

Pag. 16

Vai al sito: <http://www.misterfisco.it> o al sommario <http://www.misterfisco.it/saggi/saggi.asp>

© Misterfisco 2001 - 2006. Tutti i diritti sono riservati, è vietata anche la riproduzione parziale



occupazionali), in forza dei quali la decisione di cessare l'attività di un'azienda viene sottoposta a duri contrasti (ciò può significare, come minimo, rilevanti costi supplementari di liquidazione).

Stefano Setti

Dottore in Economia e Commercio

Articolo pubblicato in data 11 settembre 2006