

# RISTRUTTURAZIONE DELLE IMPRESE (3CFU)

I METODI DI VALUTAZIONE D'IMPRESA:

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

- INTRODUZIONE;
- I METODI REDDITUALI;

Prof. Raffaele D'Amore

email: [raffaele.damore@uniroma1.it](mailto:raffaele.damore@uniroma1.it)

# OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE

## MERGES& ACQUISITIONS

- La valutazione viene richiesta da una società o parte di essa in vista di possibili operazioni straordinarie ( fusioni, cessioni etc) nella loro fase fisiologica;
- La valutazione può essere chiesta da parte degli azionisti per valutare l'Exit Strategy o dal potenziale compratore per valutare la sua offerta;

## RIORGANIZZAZIONE & RISTRUTTURAZIONE

- La valutazione può essere condotta a beneficio degli azionisti con lo specifico scopo di stimare i possibili benefici derivanti da una possibile operazione di ristrutturazione o riorganizzazione della società interessata;

## FINANCIAL REPORTING

- La valutazione può essere richiesta ai fini di un bilancio per la valutazione di una società o di un suo asset con quanto stabilito dai principi contabili internazionali IFRS;
- Esempi possono essere la valutazione della società ai fini di impairment test in accordo allo IAS 36 e la valutazione degli assets acquisiti a seguito di una business combination ( IFRS3)

## VALUTAZIONI IN AMBITO GIUDIZIALE

- Assistenza come perito di parte nominato in ambito contenzioso giudiziale

## VALUTAZIONI IN AMBITO FISCALE

- Valutazioni ai fini fiscali con lo scopo di determinare il plusvalore che emerge a seguito di operazioni di fusione infragruppo

# INTRODUZIONE ALLA VALUTAZIONE D'AZIENDA

## COSA SIGNIFICA VALUTARE UN'AZIENDA:

- ✓ pervenire alla **stima del CAPITALE ECONOMICO** tramite criteri e metodi differenti.
- ✓ Si tratta di valutare un'impresa in normale funzionamento alla luce di possibili situazioni, fisiologiche o meno.
- **SIGNIFICATO DI CAPITALE d'impresa:** entità che si presta ad essere valutata e quantificata in relazione alle diverse:
  - ✓ configurazioni,
  - ✓ prospettive,
  - ✓ finalità.

# FASI DEL PROCESSO VALUTATIVO

## *ELEMENTI CHIAVI PER UN CORRETTO PROCESSO VALUTATIVO:*

- 1) Comprendere il BUSINESS e il SETTORE di riferimento dell'azienda oggetto di analisi
- 2) Selezionare un Appropriato METODO DI VALUTAZIONE;
- 3) Utilizzare più metodi di valutazione, con un confronto tra i risultati;
- 4) Spiegare i VANTAGGI e gli SVANTAGGI sottostanti alle assunzioni di ogni metodo;

# INTRODUZIONE

## OGGETTO DELLA VALUTAZIONE:

- **ENTERPRISE VALUE ( CAPITALE INVESTITO NETTO)**: indica il valore complessivo di una determinata società o di un suo assets;
- **EQUITY VALUE ( VALORE DI MERCATO DEL PATRIMONIO NETTO)** : indica il valore di Mercato della società, vale a dire il Valore Complessivo delle azioni ( o delle quote

### PROSPETTIVE :

- 1) **ASSET SIDE ( UNLEVERED)**: il valore dell'Equity viene stimato in modo INDIRETTO, si stima prima il CAPITALE INVESTITO NETTO dell'azienda (ENTERPRISE VALUE) e DETRAENDO da esso la POSIZIONE FINANZIARIA NETTA;
- 2) **EQUITY SIDE ( LEVERED)**: il valore del capitale economico dell'impresa ( EQUITY VALUE) viene stimato modo diretto.

# ENTERPRISE VALUE - EQUITY VALUE

## STATO PATRIMONIALE

IMMOBILIZZAZIONI

CAPITALE CIRCOLANTE  
NETTO

FONDI

**POSIZIONE  
FINANZIARIA NETTA**

EQUITY  
(PATRIMONIO NETTO)

Debiti finanziari onerosi al netto delle attività liquide e dei crediti finanziari.

Valore di Mercato del Capitale Economico (Equity value)

N.B. nelle società quotate, è espresso, dalla capitalizzazione di borsa

VALORE DI MERCATO DEGLI ASSET DELL'AZIENDA (ENTERPRISE VALUE)

CAPITALE INVESTITO NETTO

FONDI DI FINANZIAMENTO

ENTERPRISE VALUE

= EQUITY VALUE

+

**POSIZIONE FINANZIARIA NETTA**

Valore di Mercato degli Asset dell'Azienda (CIN)

Valore di mercato del Capitale Economico (Capitale, azioni)

valore di mercato del Debito Netto

# LE DIVERSE CONFIGURAZIONI DI CAPITALE

- 1) **CAPITALE DI BILANCIO (O DI FUNZIONAMENTO):** bilancio ordinario di esercizio;
- 2) **CAPITALE DI TRASFORMAZIONE:** si individua in caso di modifica della forma giuridica dell'impresa;
- 3) **CAPITALE DI LIQUIDAZIONE:** si individua in caso di cessazione assoluta dell'attività dell'azienda (volontaria o non) [valutazione 'atomistica'];
- 4) **CAPITALE DI TRASFERIMENTO:** si individua in caso di cessazione relativa dell'attività dell'azienda (muta il soggetto economico) [valutazione 'olistica'];

# FATTORI CHE INFLUENZANO LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO (C.E.)

**IL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DELL'IMPRESA È FUNZIONE:**

A) dello **SCOPO**: per cui la valutazione viene effettuata:

- ◆ normale funzionamento;
- ◆ trasformazione;
- ◆ liquidazione;
- ◆ trasferimento;

B) del **SOGGETTO** che esegue la valutazione:

- ◆ Venditore;
- ◆ acquirente (imprenditore, investitore, speculatore);
- ◆ soggetto indipendente;



# IL CAPITALE ECONOMICO E IL PREZZO EFFETTIVO DI CESSIONE (1)

Il Capitale Economico è quella particolare configurazione del capitale d'azienda che ricorre nell'ipotesi in cui questo sia valutato ai **fini del trasferimento dell'azienda** [*requisito oggettivo*] stessa (o di una sua parte) e **nell'ottica del perito indipendente** [*requisito soggettivo*].

CAPITALE  
ECONOMICO

= Prezzo *teorico* di cessione

Prezzo *effettivo* di cessione differisce in funzione di:

- asimmetrie informative;
- diverso potere contrattuale;
- abilità negoziale delle parti;
- motivi extraeconomici;
- interessi personali;

# IL CAPITALE ECONOMICO E IL PREZZO EFFETTIVO DI CESSIONE (2)

## OTTICA DEL VENDITORE:

- ✓ Valutazione sulla base delle informazioni consuntive e previsionali (in relazione al piano industriale ed alle strategie di sviluppo);

## OTTICA DELL'ACQUIRENTE:

- ✓ Valutazione in relazione ai risultati che produrrà una volta inserita nel contesto economico dell'acquirente;

## **Sinergie:**

- Riduzione concorrenti;
- Efficienza operativa per aumento soglia dimensionale (economie di scala);
- Finanziarie (riduzione costo debito);
- Tributarie (risparmio d'imposta);

# REQUISITI PER LA STIMA CORRETTA DEL VALORE DEL C.E.

## QUALI SONO I REQUISITI PER UNA CORRETTA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO?

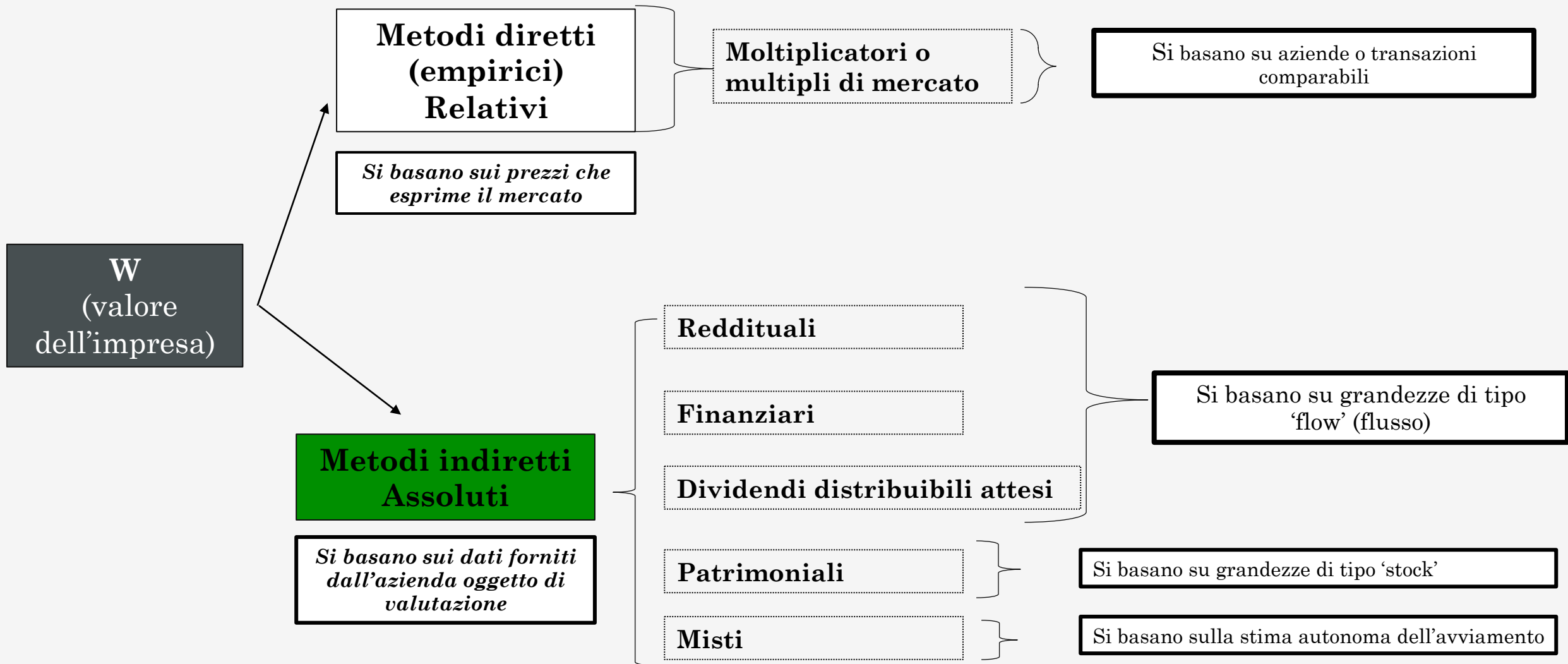
- ① **RAZIONALITÀ:** la metodologia deve essere dotata di consistenza teorica e validità concettuale;
- ② **OBIETTIVITÀ:** i dati impiegati nella valutazione devono essere certi o almeno attendibili e comunque verificabili;
- ③ **NEUTRALITÀ** (o **GENERALITÀ**): la valutazione deve prescindere dalle posizioni soggettive del venditore e dell'acquirente e prescindere da possibili giudizi di valore di chi conduce la stima;
- ④ **STABILITÀ:** la metodologia di valutazione deve rifuggire da tutto ciò che sia contingente e mutevole;

## I METODI DI VALUTAZIONE: ALCUNE CONSIDERAZIONI

- Il valore di un asset dipende dal valore dei benefici futuri attesi da esso derivanti (Fisher). Tale discorso viene traslato nella valutazione d'impresa.
- Il valore di un'azienda è legato all'entità ed alla qualità delle risorse che possiede E alla sua capacità di generarne di ulteriori.
- I benefici da essa prodotti possono essere immediati o possono protrarsi nel tempo.

*Qual è una buona misura che approssima il valore di tali benefici?*

# TIPOLOGIE DI METODI DI VALUTAZIONE

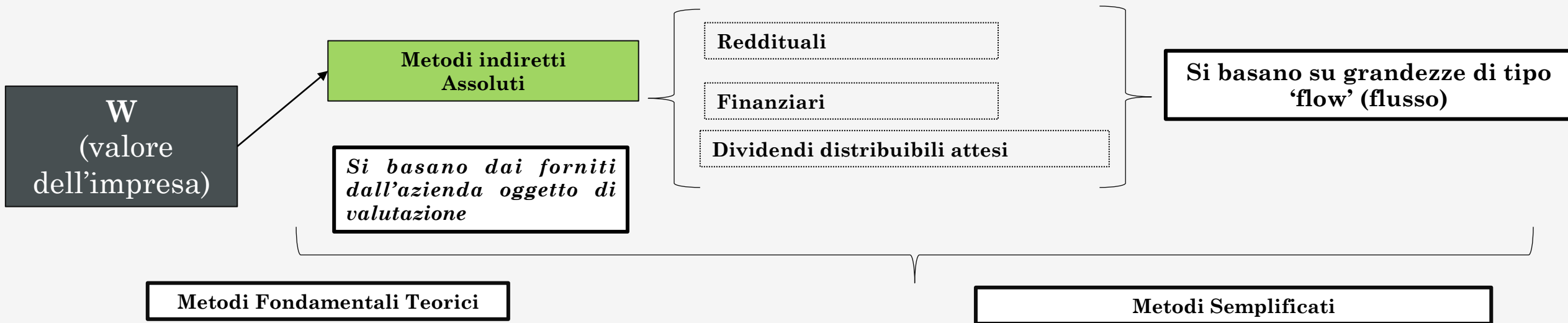


# I METODI DI VALUTAZIONE

**In genere, per valutare il CAPITALE ECONOMICO, si adottano più metodi:**

- **Metodo principale** (generalmente indiretto, varia a seconda della finalità della stima, del settore di appartenenza dell'azienda, delle caratteristiche dell'azienda e dei dati disponibili);
- **Metodo di controllo** (generalmente diretto, serve per validare la stima ottenuta con il metodo principale; se diversa, si individuano fattori 'correttivi' che integrano il risultato ottenuto in precedenza);

# I METODI DI VALUTAZIONE



- Si basano sull'ipotesi che *sia possibile determinare il valore della grandezza flusso nel corso di tutto il futuro svolgimento della vita dell'azienda.*
- Il *valore del capitale economico* è assunto *pari alla somma dei valori attuali dei flussi del tipo prescelto che l'azienda farà registrare esercizio dopo esercizio nel corso del dispiegarsi della sua gestione.*
- La scelta ricade in genere su:
  - i redditi *prospettici*;
  - i flussi di cassa *prospettici*;
  - i dividendi distribuibili *prospettici*.

Assumono le formule fondamentali come punto di partenza ma *introducono opportune semplificazioni*

## 1. Orizzonte temporale di riferimento

- Si presume una durata *indefinita* nel tempo dell'azienda da valutare;
- Si assume un *orizzonte temporale limitato* di riferimento per la raccolta dei dati (in genere non superiore al quinquennio).

## 2. Parametri reddituali o finanziari impiegati

- Sostituzione dei valori medi prospettici attesi con quelli *consuntivi*;
- Oltre una certa data (in genere 5 anni) si assume per essi un *valore costante medio*.

# METODO ASSOLUTO INDIRECTO: METOTO REDDITUALE FONDAMENTALE TEORICO.

## *L'IMPRESA VALE QUANTO PRODUCE.*

*Il valore del C.E. dell'azienda è funzione della sua capacità di produrre reddito nel futuro (esercizi successivi alla stima).*

*Si 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 successive a quello in cui si produce la stima.*

$$\text{Metodo fondamentale teorico Reddituale: } W = R_1v^1 + R_2v^2 + R_3v^3 + \dots + R_nv^n + P_nv^n$$

dove:

**W** è il valore del capitale economico dell'azienda da valutare;  
**n** è il numero di esercizi per il quale si ritiene si protrarrà la vita residua dell'azienda;  
**R<sub>1</sub>, R<sub>2</sub>... R<sub>n</sub>** sono i redditi prospettici attesi dallo svolgimento della gestione;  
**P<sub>n</sub>** è il presunto valore di realizzo dell'azienda al termine della sua vita;  
**v<sup>1</sup>, v<sup>2</sup>... v<sup>n</sup>** sono i coefficienti di attualizzazione  $[1/(1+i)^n]$ .



# LIMITI DEL METODO FONDAMENTALE TEORICO REDDITUALE

## PRESUPPONGONO CHE SIANO NOTI AL VALUTATORE:

1. la *durata della vita residua* dell'azienda;
2. l'ammontare puntuale di *tutti i risultati attesi* dallo svolgimento dell'attività di gestione dal momento in cui si intende procedere alla valutazione fino alla data di cessazione dell'attività aziendale;
3. l'*esatto ammontare del capitale di liquidazione* al tempo n.

## PONGONO PROBLEMI IN TERMINI DI:

- OBIETTIVITÀ: dati difficilmente prevedibili e non immediatamente verificabili;
- NEUTRALITÀ ( o GENERALITÀ: ) le stime risentono della posizione di chi effettua la valutazione.

# METODO REDDITUALE SEMPLIFICATO SEMPLICE (PURO) (1)

## PRESUPPOSTO:

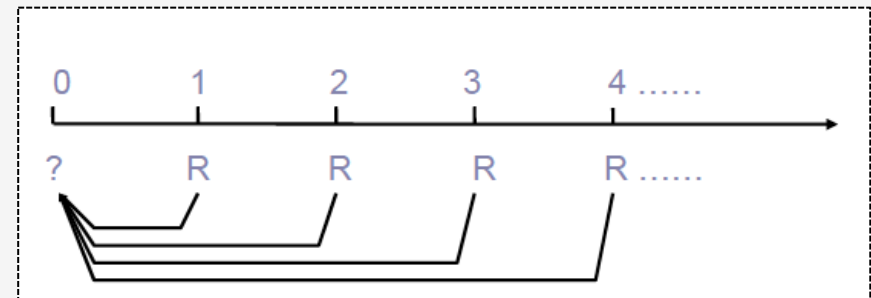
Vengono assunte le formule fondamentali come punto di partenza ma vengono introdotte delle semplificazioni;

## SEMPLIFICAZIONI:

- 1) Si presume che la vita dell'azienda si protragga a tempo indefinito ( $n \rightarrow \infty$ );
- 2) Si assume un orizzonte temporale limitato di riferimento al fine della raccolta dei dati ( in genere non superiore al quinquennio);
- 3) I valori medi vengono sostituiti con i valori consuntivi;
- 4) Oltre una certa data si assume un valore costante medio
- 5) Si presume che i flussi reddituali attesi siano illimitati nel tempo ed assimilabili al reddito medio-normale atteso.

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

*W = valore dell'impresa;*  
*R = reddito medio normale atteso;*  
*i = tasso di attualizzazione.*



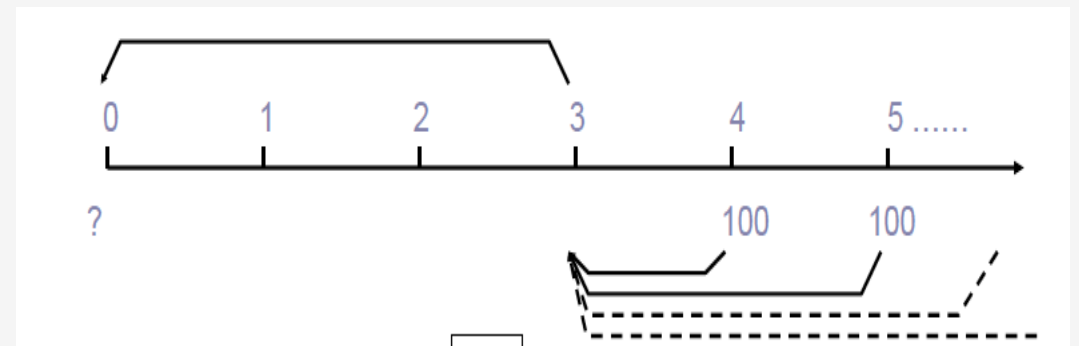
# METODO REDDITUALE SEMPLIFICATO - COMPLESSO (2)

Semplificazioni adottate

- Si rinuncia all'ipotesi del tempo indefinito e a quella di reddito medio-normale atteso.
- Attualizzazione di flussi di reddito anno per anno per un periodo sulla base di una stima analitica; successivamente si introduce l'ipotesi di redditi costanti e illimitati

$$W = R_1 v^1 + R_2 v^2 + \dots + R_n v^n + R/i v^n$$

$3 \leq n \leq 5$



# CRITICITÀ OPERATIVE: NORMALIZZAZIONE DEL REDDITO

➤ **IL METODO REDDITUALE PREVEDE IN OGNI CASO UN PROCESSO DI NORMALIZZAZIONE DEL REDDITO DEPURANDOLO DA:**

- ✓ **Componenti Redditali Straordinari e Finanziari ( Proventi ed Oneri non ripetitivi);**
- ✓ **Proventi e Costi estranei alla gestione caratteristica ( es. gestione di capitali accessori);**
- ✓ **Neutralizzazioni di Politiche di Bilancio ( es. in caso di rivalutazioni degli Immobili vanno rettificati gli ammortamenti);**
- ✓ **Vanno sottratti gli Oneri Finanziari e le imposte ( nell'approccio Equity side - Levered);**

## **OBIETTIVO DEL PROCESSO DI NORMALIZZAZIONE:**

**INDIVIDUARE LA REALE E STABILE CAPACITA' REDDITUALE DELL'AZIENDA,  
ELIMINANDO ELEMENTI DI :**

- ✓ **CAUSALITA'";**
  - ✓ **NON RIPETIBILITA'**
  - ✓ **NON PERTINENZA;**
- **È significativo se l'impresa ha performance più o meno costanti nel tempo**

# CALCOLO DI «R» E «i»

**A) R** = individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, rettificando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza.

- **componenti straordinarie** (plusvalenze/minusvalenze; rivalutazioni/svalutazioni) sopravvenienze/insussistenze; ecc.);
- **componenti estranee alla gestione operativa** (proventi/oneri gestione accessoria e finanziaria);
- **effetti di politiche di bilancio** (ammortamenti elevati; eccessive svalutazioni di crediti, immobilizzazioni, rimanenze; ecc.);

**B) i** = rappresenta il rendimento atteso da chi intende investire nel Capitale Aziendale;

$$i_1 + i_2 + i_3 + i_4 + \text{RISCHIO PAESE}$$

$$i_3 = \text{TASSO RISK-FREE ( REALE)}$$

$$i_4 = \text{PREMIO PER IL RISCHIO}$$

## COMPONENTI DI « $i$ »

- **TASSO RISK-FREE ( REALE)** :Rappresenta la misura del rendimento effettivo garantito dai migliori investimenti alternativi privi di rischio ( solitamente i BTP a 10 anni);
- **PREMIO PER IL RISCHIO** : Rappresenta un premio aggiuntivo rispetto al rendimento risk-free. Trattasi di una remunerazione ulteriore finalizzata a compensare l'incertezza che, in termini di redditività, caratterizza l'azienda;
- **$i3$** : Fattore di rischiosità aggiuntivo per la minore liquidità dei titoli di una società non quotata rispetto a quelli di una società quotata;
- **$i4$** : ulteriore componente di rischiosità riconducibile alla presenza di un portafoglio prodotti poco diversificato ed operatività in business simili.

# COMPONENTI DI « $i$ »

## STIMA DEL TASSO $i_1$ ( TASK RISK-FREE REALE)

### FASE 1

Individuazione di un valore di riferimento ( solitamente B.T.P. a 10 anni; ultima asta 0,60%);

### FASE 2

Determinare la componente inflazionistica ( valore attuale dell'inflazione )

### FASE 3

Applicazione della regola di Fischer:

$$(1 + i_{\text{nominale}}) = (1 + i_{\text{reale}}) (1 + i_{\text{inflazione}})$$

$$i_{\text{reale}} = (1 + i_{\text{nominale}} / 1 + i_{\text{inflazione}}) - 1$$

**COMPONENTI DI «i»**  
**STIMA DEL TASSO  $i_2$  ( PREMIO PER IL RISCHIO)**  
**CALCOLATO CON IL METODO DEL C.A.P.M**  
**( CAPITAL ASSET PRICING MODEL)**  
**ELABORATO DALLA SCUOLA FINANZIARIA STATUNITENSE**

$$i_2 = \beta ( r_m - i_1 )$$

**Dove:**

$i_1$  = è il risk free rate ( tasso di investimento privi di rischio);

$r_m$  = è il rendimento medio azionario;

$( r_m - i_1 )$  = è il premio di mercato, vale a dire il guadagno medio aggiuntivo di un investitore che invece di acquistare titoli di stato, acquista azioni;

$\beta$  = misura la rischiosità dell'azienda da valutare; varia da settore a settore intorno al valore di 1, che rappresenta un valore medio del mercato proprio

CALCOLEREMO IL NOSTRO «i» come segue:

$$I = r_f + \beta ( r_m - r_f )$$



# ESEMPIO METODO SEMPLICE (1)

	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
<b>EBIT</b>	<b>356.597</b>	<b>694.976</b>	<b>555.933</b>	<b>634.803</b>	<b>533.057</b>	
Oneri finanziari (mutui)	-18.914	-9.123	-11.700	-10.234	-66.465	
Proventi e oneri straordinari	-7.075	7.380	3.935	68.050		
<b>RAI</b>	<b>330.608</b>	<b>693.233</b>	<b>548.168</b>	<b>692.619</b>	<b>466.592</b>	
Imposte correnti	-166.850	-269.622	-228.304	-240.051	-219.265	
Imposte differite	-4.396	5.805	4.394	-14.717		
<b>Utile (perdita) di esercizio</b>	<b>159.362</b>	<b>429.416</b>	<b>324.258</b>	<b>437.851</b>	<b>247.327</b>	<b>319.643</b>
Eliminazione partite straordinarie	7.075	-7.380	-3.935	-68.050		
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.946	2.029	1.082	18.714		
<b>Reddito normalizzato</b>	<b>164.491</b>	<b>424.065</b>	<b>321.405</b>	<b>388.515</b>	<b>247.327</b>	<b>309.161</b>

## ESEMPIO METODO SEMPLICE (2)

$$I = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

$r_f = 3\%$  (rendimento dei buoni del tesoro poliennali con vita residua 10 anni)

$r_m - r_f = 5\%$  (premio per il rischio)

$$\beta = 1$$

$$I = 8\%$$

## ESEMPIO METODO SEMPLICE (3)

- $W = R/i$
- $W = 309.161/8\% = \text{€ } 3.864.512,5$