

LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELLE IMPRESE

1. INTRODUZIONE

Questa relazione é dedicata alla misurazione del valore di un'impresa funzionante, ed in particolare ai criteri che possono essere adottati per effettuare una corretta stima. Prima di passare in rassegna le metodologie, tuttavia, é bene cercare di dare una risposta a due quesiti:

1. quando é opportuno (o necessario) effettuare una valutazione?
2. quali elementi vanno considerati, per scegliere fra i vari criteri disponibili per svolgere la valutazione?

La risposta al secondo quesito verrà fornita nel corso del presente lavoro, mentre alla prima domanda possiamo rispondere ora, riferendoci ad alcune tipologie di obiettivi che possono animare azionisti e *management*.

Realizzazione di scambi

In vista di scambi azionari (o di quote), o della cessione di qualsiasi attività, é sempre opportuno, se non indispensabile, procedere alla valutazione degli oggetti di scambio. In certi casi, quali ad esempio la cessione o l'acquisizione di un'azienda, la

relazione valutativa può avere natura *informale* e soddisfare esclusivamente ovvie necessità conoscitive. Vi sono poi altre circostanze, quali le fusioni e le scissioni, per le quali la valutazione diviene *formale*, se non addirittura *ufficiale*.

Aumenti di capitale

Qualora si intenda procedere ad un aumento di capitale attraverso l'emissione di azioni con sovrapprezzo (oppure emissione di obbligazioni convertibili), valutazioni di natura *informale*, redatte a scopo conoscitivo, sono pure necessarie¹. La valutazione sarà invece *formale*, qualora l'aumento di capitale sia destinato a rendere possibile la fusione per incorporazione di una società controllata. Lo scopo cautelativo della valutazione é in questo caso del tutto evidente.

¹ La determinazione del sovrapprezzo infatti, così come i termini di conversione delle obbligazioni in azioni, non possono non riflettere il valore dell'azienda al momento in cui l'operazione viene deliberata (o ha luogo). Per un approfondimento si veda: F.DEZZANI, P.PISONI, L.PUDDU, *Fusioni Scissioni Trasformazioni e Conferimenti*, Milano, Giuffré.

Altre ragioni

Qualora un'azienda sia chiamata a costituire garanzie per qualsiasi ragione sarà indispensabile effettuare un'attendibile stima dei valori costituiti in garanzia².

* * *

Tutti i metodi che verranno illustrati hanno come comune denominatore l'esistenza congiunta di tre caratteristiche essenziali³:

- la *razionalità*: il valore deve essere ottenuto mediante l'applicazione di uno schema logico, chiaro e condivisibile;
- l'*obiettività*: i valori presi in considerazione devono essere il più possibile oggettivi;
- la *generalità*: i metodi utilizzati devono essere applicati in qualsiasi circostanza, prescindendo da situazioni contingenti.

² Si pensi al caso in cui a garanzia vengano posti valori mobiliari.

³ Cfr. L.GUATRI, *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Milano, EGEA, 1994.

3. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

I metodo indiretti (perché non nascono dal mercato, come il valore di una azione) di stima si basano su tre tipi di informazione:

- a) sul “ritorno” finanziario atteso dall’investimento, cioè sui flussi di cassa *futuri* generati dall’impresa nel suo complesso;
- b) sui redditi che l’investimento genererà in *futuro*;
- c) sul suo *odierno* “valore patrimoniale”.

Mentre i primi due valutano situazioni future, l’informazione patrimoniale é un dato attuale.

Numerosi autorevoli Autori vedono nella valutazione dell’impresa un caso particolare di analisi economica degli investimenti, di conseguenza, il solo metodo da usare sarebbe quello finanziario. Esso definisce il valore dell’impresa come il valore attuale dei flussi monetari che essa libererà in futuro.

4. METODI PATRIMONIALI

I metodi patrimoniali si fondano sul principio secondo cui il valore dell’azienda é rappresentato dal suo *patrimonio netto rettificato*, calcolato come differenza tra i valori correnti delle poste di attivo e passivo dello Stato Patrimoniale, espressi alla data della valutazione.

Esistono tre alternative, ciascuna delle quali include diverse tipologie di beni:

1) *metodo patrimoniale semplice,*

Si stima il capitale netto rettificato facendo riferimento ai soli beni contabilizzati, secondo le norme per la redazione del bilancio civilistico;

2) *metodo patrimoniale complesso di primo grado,*

Si includono nelle attività anche i beni immateriali non contabilizzati, ma dotati di un effettivo o supposto valore di mercato (marchi, licenze, ecc.);

3) *metodo patrimoniale complesso di secondo grado,*

Si includono anche i beni immateriali non contabilizzati e non dotati di un autonomo valore di mercato, che tuttavia si ritiene che concorrano a determinare il valore complessivo dell'azienda (qualità del *management*).

La scelta del metodo é sovente dettata dalla natura delle attività della società oggetto di valutazione, e conseguentemente delle relative componenti contabili ed extracontabili. Se indichiamo con A' il valore corrente delle attività, con P' il valore corrente delle passività (comprensivo di passività potenziali, quali i debiti di

imposta su plusvalenze contabilmente inesprese) e con K il valore del capitale netto rettificato si ottiene:

$$K = A' - P' \quad (1)$$

5. METODI REDDITUALI

I metodi reddituali permettono di esprimere il valore di un'azienda in funzione dei redditi che essa é (o sarà) in grado di generare. Formalmente, il valore dell'impresa é dato da:

$$W = f(R) \quad (2)$$

dove:

W = valore dell'azienda

R = reddito generabile dalla "normale" gestione.

La funzione é di attualizzazione: il valore W é formato dalla somma dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa. Ovviamente l'orizzonte temporale di riferimento influirà sulla funzione e si presentano differenze a seconda che la durata sia indefinita oppure limitata nel tempo.

Una volta determinato il tipo di funzione, bisognerà soffermarci sulle componenti che concorrono alla determinazione del valore attuale:

- il reddito da attualizzare (R);
- il numero di anni in cui si manifestano i redditi (n);
- il tasso di attualizzazione (i).

§ *Il reddito da attualizzare*

Come già formalmente evidenziato nella (2), il valore di un'azienda é funzione diretta dei suoi redditi. Di quale reddito futuro si tratti é tuttavia, un argomento piuttosto complesso. Vi sono varie alternative:

1) la prima serie di alternative riguarda il fatto che il reddito futuro sia inteso come⁴:

- la serie di redditi annuali, puntualmente attesi per un certo periodo di tempo;
- una media (ponderata o aritmetica) di tali redditi.

2) la seconda serie di alternative riguarda le tecniche di previsione del reddito futuro, calcolato:

- col *metodo dei risultati storici* (si suppone la permanenza dei risultati ottenuti in passato)

⁴ La scelta viene effettuata in funzione della regolarità dei redditi considerati, e della maggiore o minore necessità di mediare eventuali oscillazioni rilevanti. La misurazione puntuale può essere effettuata solo in casi di elevata prevedibilità dei risultati di esercizio.

- col *metodo di proiezione dei risultati storici* (si proiettano dati storici nel futuro, secondo il comportamento di alcune variabili)
- col *metodo dei risultati programmati* (si attualizzano i risultati espressi nei *budget* o nei piani aziendali)⁵

3) La terza serie di alternative riguarda le possibili figure di reddito utilizzabili. In sostanza si tratta di decidere quale reddito utilizzare fra:

- il *reddito contabile*
- il *reddito normalizzato*, cioè depurato dalle componenti straordinarie o comunque non ricorrenti, rispetto alla gestione ordinaria dell'azienda;
- il *reddito prelevabile*, cioè distribuibile ai soci senza compromettere le capacità di prosecuzione/sviluppo dell'azienda.

In sede applicativa, la seconda ipotesi risulta essere privilegiata. Infatti è più adatta a rappresentare fedelmente l'andamento economico dell'azienda da valutare, poiché elimina l'influenza delle poste straordinarie, dunque non riconducibili ai normali accadimenti di gestione.

⁵ La scelta è presa in funzione sia del sistema informativo aziendale, sia del permanere di condizioni di omogeneità e prevedibilità per tutto il periodo preso in considerazione.

§ *Il periodo di attualizzazione*

La scelta del periodo di attualizzazione (n) può andare da alcuni anni (3-5 nella prassi più comune), per arrivare all'infinito (caso della rendita perpetua), a seconda dei dati a disposizione dell'azienda e la loro attendibilità. In condizioni di normale gestione, appare piuttosto limitativo predeterminare un numero di anni in cui l'azienda sarà in grado di generare redditi, se non altro perché è ragionevole prevedere la permanenza dell'azienda nel tempo, coerentemente con i più comuni obiettivi della gestione d'impresa⁶. È consigliabile quindi calcolare puntualmente i redditi previsti per alcuni anni (a seconda dell'attendibilità e disponibilità dei dati) e solo in un secondo momento passare ad una condizione "normale", di reddito stabilizzato, adottando la formula della rendita perpetua⁷.

§ *Il tasso di attualizzazione*

Ogni qualvolta si desidera esprimere il valore di un'impresa con criteri differenti dal patrimoniale semplice, è necessario

⁶ Così la prevalente dottrina aziendalista, secondo la quale l'impresa "è un'istituto economico atto a perdurare nel tempo". Cfr. L.AZZINI, *Istituzioni di economia aziendale*, Milano, Giuffrè.

dedicare una particolare attenzione alla scelta e all'utilizzo dei tassi di attualizzazione. I tassi possibili sono:

- r_f : il rendimento di attività prive di rischio;
- r_m : il rendimento del “mercato”;
- i : il tasso di remunerazione del capitale, in considerazione del rischio cui l'impresa é esposta;
- i' : il tasso di attualizzazione puro, la semplice remunerazione del valore finanziario del tempo.

Il tasso r_f é, nell'economia del mercato mobiliare, il rendimento di un portafoglio a “beta zero”, cioè senza alcun rischio sul rendimento atteso. Dalla evidente difficoltà nel costituire un investimento di tale tipo, la prassi ha individuato nel rendimento medio reale dei Titoli di Stato a media/lunga scadenza il cosiddetto *risk-free rate*.

Il tasso r_m esprime il rendimento atteso dal portafoglio complessivo del mercato azionario, ed é misurato, nel nostro Paese, dagli indici MIBTEL e COMIT. Il premio per il rischio di mercato é dato dalla differenza fra r_m ed r_f ed esprime il maggior

⁷ In Austria questo momento é individuato dopo il quinto anno, in Francia dopo il settimo anno. Ogni contesto economico ha i propri criteri di valutazione.

rendimento richiesto nell'investimento in titoli in considerazione del maggior rischio.

Il tasso i é sicuramente il piú utilizzato nella prassi valutativa nazionale. Il metodo piú usuale per la scelta di i consiste nel determinare il suo valore come somma fra il tasso di rendimento delle attività prive di rischio r_f ed un premio al rischio.

In formula:

$$i = r_f + \beta (r_m - r_f)^8 \quad (3)$$

Nonostante la razionalità del metodo noto come CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), utilizzato per la stima del costo dei mezzi propri (quello che qui viene chiamato i , nel modello é il costo dell'*equity*, i mezzi propri), nella prassi valutativa domestica si suole attribuire un premio al rischio del tutto arbitrario e soggettivo, per cui é praticamente l'imprenditore che si autodetermina il rendimento che si attende dalla propria impresa.

Il tasso i' é il semplice premio di natura finanziaria per il trascorrere del tempo, indipendentemente dal rischio. Anche in questo caso, si può utilizzare il rendimento dei titoli di Stato aventi

⁸ il premio al rischio può essere scomposto nelle sue componenti ideali *mercato, settore, azienda*. A tal proposito si veda il modello di B.F.KING, Market and industry factor in stock price *behavior*, "The Journal of Business", Vol. 39, 1966.

scadenza simile al periodo per il quale si rende necessaria l'attualizzazione.

5. METODI FINANZIARI

Questo metodo esprime il valore dell'impresa in funzione del valore attuale dei flussi di cassa futuri che un'azienda é in grado di rendere disponibili. Si tratta di considerare l'impresa oggetto di valutazione alla stregua di un particolare, complesso, investimento, al quale applicare la logica del *capital budgeting* (attualizzazione dei flussi di cassa rilevanti e prospettici)⁹. Pur essendo concettualmente ineccepibili, e di ampia diffusione nei Paesi di lingua o cultura anglosassone, nel contesto Nazionale hanno trovato scarsa applicazione. Ciò é dovuto sia all'attaccamento, nella cultura aziendale, ai valori reddituali, piuttosto che ai flussi di cassa, sia a causa dell'aleatorietà e della soggettività insite nella loro stima. La logica del criterio finanziario impone di calcolare il valore attuale dei flussi futuri generabili e disponibili dalla gestione della società. Il valore WI é rappresentabile algebricamente secondo la formula:

⁹ Per un approfondimento si veda validamente: G.BRUGGER, *La valutazione economica delle aziende: Tre metodi a confronto*, "Finanza, Marketing e Produzione", n.3, 1985.

$$W_L = \sum_{t=1}^{n-1} F_t (1+k)^{-t} + V_n (1+k)^{-n} \quad (4)$$

Nella formula :

F_t sono i flussi finanziari di ciascuno degli n anni considerati nelle proiezioni;

k rappresenta il tasso di attualizzazione, il tasso i della (3);

V_n rappresenta il valore residuo del complesso aziendale alla fine dell'ultimo periodo di osservazione.

Non é ancora stato detto *quali* flussi finanziari sono da considerare. A tal proposito si possono considerare i flussi di cassa resi disponibili *dalla sola gestione operativa* dell'azienda (UCF); oppure si deve aggiungere a questi l'impatto della struttura finanziaria dell'impresa (poiché i debiti generano oneri fiscalmente deducibili, alcuni metodi addizionano il valore attuale del vantaggio fiscale che il debito genererà in futuro); oppure usare il metodo dei flussi *monetari complessivamente disponibili* (che, oltre ad includere l'impatto della struttura finanziaria, incorpora anche le variazioni delle forme di capitale di debito nel periodo di osservazione). Di seguito verrà illustrato brevemente il metodo basato sui flussi di cassa operativi¹⁰.

¹⁰ Per approfondimenti sui metodi finanziari, si rimanda a : A.DESSY, *Imposte, politiche finanziarie e valore azionario*, Milano, EGEA, 1994.

§ *L'Unlevered discounted cash flow*

L' *Unlevered discounted cash flow* prevede che i flussi di cassa F_t siano calcolati al lordo degli oneri finanziari e di qualsiasi componente estraneo alla gestione caratteristica/operativa.

I flussi sono così determinati:

+	Reddito Operativo	
-	Imposte sul reddito	
+	Ammortamenti	
<hr/>		
=	<i>Flusso di circolante della gestione corrente</i> (Autofinanziamento potenziale)	
+/-	Investimento/Disinvestimenti in capitale circolante	
<hr/>		
=	<i>Flusso di cassa della gestione operativa</i> (Autofinanziamento reale)	
-	Investimento per il mantenimento delle normali condizioni operative	
<hr/>		
=	<i>Unlevered Cash Flow (UCF)</i>	
<hr/>		

La sommatoria attualizzata dei flussi liberati dalla gestione operativa (poi indicata con VAL), costituisce la “ricchezza” potenzialmente generabile dall'azienda.

Per determinare il valore della società, si dovrà detrarre da VAL l'ammontare del valore attuale dei debiti finanziari (DEB) e risommare le attività accessorie non operative (ACC). Il valore emergente dell'impresa é il seguente:

$$W = VAL - DEB + ACC. \quad (5)$$

E' quasi superfluo ricordare che flussi andranno attualizzati con un tasso adeguato, quale il tasso i della (3), poiché sconta il rischio del settore, ed é di natura operativa come i flussi in questione.

VALORE DEL CAPITALE E VALORE DEI TITOLI

1. INTRODUZIONE

Nella prima parte sono state esposte le diverse metodologie di valutazione d'azienda che la dottrina ha fino ad oggi proposto. In questa seconda parte si cercherà di dare una interpretazione alla frequente situazione nella quale *valore di mercato* dell'azienda e *valore del suo capitale economico* divergono, talvolta in modo assai marcato.

Il valore di mercato é il prezzo negoziato per i titoli azionari, che dipende dalla domanda e dall'offerta, dal potere negoziale delle parti e da un'insieme di altri fattori, difficilmente identificabili o prevedibili. Il valore del capitale economico rappresenta invece il valore “generale, razionale e dimostrabile dell'impresa”, oggettivo e determinabile con i metodi precedentemente esposti¹.

¹ Cfr. L.GUATRI, *Strategie di impresa e massimizzazione del valore azionario*, in “Finanza, Marketing e Produzione”, N.4, Milano, EGEA.

2. LE CAUSE DELLA DIFFERENZA FRA VALORE DI MERCATO E VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO

Le cause di sottovalutazione del valore di mercato delle società sono diverse, raggruppabili in due aggregati: cause oggettive e cause soggettive.

Le prime, senz'altro più numerose, determinano una sottovalutazione percepita come tale dalla totalità degli analisti e degli investitori. In questa categoria rientrano ad esempio, risultati economici inferiori rispetto alla media del settore, discesa dei suoi corsi azionari, la mancanza di adeguate informazioni sul suo stato *di salute*.

Le cause soggettive producono invece sottovalutazione soltanto in relazione a determinate tipologie di analisti, essendo legate a circostanze particolari, o a caratteristiche intrinseche del potenziale investitore².

3. PACCHETTI AZIONARI E DIFFICOLTÀ DI STIMA

La compagine societaria di un'impresa può assumere diverse con-notazioni, a seconda della numerosità, della ingerenza nella

² Con origini soggettive si intende fare riferimento alle aspettative e alle caratteristiche specifiche di chiunque sia potenzialmente interessato all'aquisizione.

gestione, e più in generale, dei diritti di controllo. Le azioni e le quote di una società di capitali, attribuiscono ai possessori sia diritti amministrativi sia diritti economici. Alcuni momenti della vita della società richiedono maggioranze particolari per l'assunzione di delibere e decisioni, e da questo emerge che è vero solo in parte che "le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti" (art. 2348 cc.). Se è indiscutibile che i diritti sono uguali per tutti, ciò non può essere detto per quanto riguarda il loro concreto esercizio. Un socio di minoranza, anche al 49%, non avrà mai il potere decisionale del socio al 51%. Nel diritto e nella vita societaria, è come se non valesse la semplice somma algebrica: $49+2=51$! Quarantanove più due fa *molto* di più di 51, il problema sta nel determinare quel *molto*.

Esistono quattro qualificazioni dei pacchetti societari che andrebbero analizzate:

a) *Maggioranza assoluta;*

b) *Maggioranza relativa;*

c) *Pacchetto di rilievo:*

c1) *partecipante al controllo pro tempore*

c2) *non partecipante al controllo*

d) *Pacchetto di peso trascurabile*

Il pacchetto di maggioranza assoluta assicura il controllo incondizionato in base alla legge ed allo statuto della società; per gli altri il discriminante risulta essere il potere o meno di eleggere e revocare gli amministratori³.

La distinzione sopra presentata porta inevitabilmente a considerare i premi di maggioranza (e gli sconti di minoranza) associati al possesso di un pacchetto azionario (o quote).

4. I PREMI DI MAGGIORANZA

Il riconoscimento di un “premio” di maggioranza su pacchetti azionari che assicurano il controllo di una società é pratica frequente in molti Paesi. Da una serie di negoziazioni, considerate come indicatori empirici, é stato scoperto che, nell’esperienza europea, il premio di maggioranza si aggira attorno al 25-35%.

Dalle stesse osservazioni é emerso che l’entità del premio é inversamente proporzionale alla dimensione del pacchetto azionario. Si é poi pervenuti alla identificazione di una situazione così come evidenziata nella tabella 1. I valori riportati sono da interpretare come indicazioni di larga massima, non essendo stata condotta una lunga e comprovata ricerca. Ciò che si intende

³ Così nel diritto anglosassone ed accolto anche di recente nella nostra disciplina Antitrust.

evidenziare e che quanto più basso é il livello del controllo, tanto maggiore é il premio (perché é come se con poco -poco più della metà- si ottenesse tutto).

Tabella 1- *Relazione tra pacchetto di controllo e premio di maggioranza*

Maggioranza compresa nei limiti	Premio
50-55%	35-40%
55-65%	30-35%
67-75%	20-25%
75-85	15-18%

In tempi più recenti sono venuti alla luce più raffinati approcci per affrontare il tema⁴, in particolare approcci di tipo teorica nella nostra letteratura ed approcci di tipo empirico nella letteratura americana.

* * *

CONCLUSIONI

In questa relazione si è cercato di porre le problematiche relative alla valutazione delle aziende in modo espositivo, quasi dialettico. Non è stato dato alcun giudizio definitivo sulle metodologie, essendo poi, nella pratica, tutte ampiamente utilizzate e tutte dotate di un fondamento logico.

Se è vero, come è vero, che nei paesi di cultura anglosassone vengano preferiti i metodi finanziari, basati su proiezioni di flussi di cassa anche per 10 anni, e che nel contesto europeo si preferiscano metodi reddituali, questo non deve portare alla cristallizzazione delle posizioni ormai consolidate. Né l'uno né l'altro sono sempre precisi ed affidabili. Si conoscono clamorosi errori di valutazione per entrambe le

⁴ Si veda GUATRI-MASSARI, *La diffusione del Valore*.

metodologie, ma questo non deve portare all'abbandono di questo o di quel metodo. Un analista esperto o un investitore oculato dovrebbero fondare le proprie valutazioni considerando caso per caso ciò che stanno osservando, in quale contesto, ma soprattutto ciò che ci si aspetta per il futuro. Solo allora, l'analisi sarà proficuamente svolta.

Avere una buona formula non vuol dire avere i giusti risultati. Bisogna che i dati e che i calcoli siano corretti, altrimenti é come avere un buon ricettario di cucina, tutti gli ingredienti, ma, alla fine, il *soufflé* si brucia e non si gonfia!

◆ QUANDO E' OPPORTUNO
EFFETTUARE UNA VALUTAZIONE?

⇒ IN VISTA DI SCAMBI:

⇒ AUMENTI DI CAPITALE

⇒ ALTRE RAGIONI

◆ CHE TIPO DI VALUTAZIONE?

⇒ INFORMALE

⇒ FORMALE

⇒ UFFICIALE

◆ QUALE USO DELLA VALUTAZIONE?

⇒ CONOSCITIVO

⇒ CAUTELATIVO

⇒ VINCOLANTE

◆ QUALI METODOLOGIE DI VALUTAZIONE?

⇒ METODI PATRIMONIALI

A) Semplici

B) Complessi

⇒ METODI REDDITUALI

⇒ METODI MISTI

⇒ METODI FINANZIARI

A) L' *unlevered discounted cash flow* (UDCF)

B) Il metodo dei flussi monetari complessivamente disponibili

◆ PARTICOLARE ATTENZIONE VA POSTA
CON RIGUARDO A:

* I FLUSSI DA CONSIDERARE

=> Redituali

=> Finanziari

* IL PERIODO DI RIFERIMENTO

* IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

A) Il costo dei mezzi propri

B) La remunerazione finanziaria del tempo