

LA VALUTAZIONE D'IMPRESA

Sintesi del contenuto ricavato dai Principi Italiani di Valutazione (PIV)



FISCO e TASSE 
la tua guida per un fisco semplice

in collaborazione con



EASY SHARE FINANCE

SOCIETA' DI CONSULENZA IN FINANZA AZIENDALE E FORMAZIONE

presenta

LA VALUTAZIONE D'IMPRESA

**SINTESI DEL CONTENUTO RICAVATO DAI PRINCIPI ITALIANI DI
VALUTAZIONE (PIV)**

OIV
Organismo Italiano di Valutazione

Indice

Introduzione	1
La valutazione	2
I requisiti dell'esperto	3
Il lavoro svolto dall'esperto	3
La base informativa	4
Le configurazioni di valore ed i loro possibili attributi	6
Presupposti della valutazione (in funzionamento o in liquidazione).	6
Metodiche di valutazione	7
Metodica dei risultati attesi (Income approach)	7
I tassi di sconto nelle valutazioni	8
Tasso di sconto e periodo di riferimento	10
La valutazione delle imprese e dei rami di azienda	11
I flussi prospettici	13
Le valutazioni di tipo patrimoniale	15
Le valutazioni reddituali	15
Le valutazioni che esplicitano la creazione di valore	16
Le valutazioni di tipo finanziario	17
La scelta dei tassi nelle valutazioni di aziende o di rami di azienda	20
BIBLIOGRAFIA	22

Introduzione

La recente pubblicazione dei **PIV (Principi Italiani di valutazione)** ricollegati, in chiave nazionale, a quelli dell'**IVSC – International Valuation Standards Council** del 2013, ha riaperto la discussione e l'interesse sulle metodologie di valutazione di imprese, rami d'azienda e *asset* aziendali, rivedendo in modo fattivamente critico una materia difficile e non sempre affrontata con la dovuta obiettività. Sostanzialmente nulla di nuovo rispetto a quanto già conosciuto in sede accademica e presente in letteratura, tuttavia questo documento rappresenta uno sforzo importante per regolamentare i molteplici aspetti di un'attività di primaria importanza per il professionista, incaricato della perizia valutativa. I principi forniscono le linee guida entro cui deve essere individuata la soluzione del problema valutativo, considerati gli specifici fatti e circostanze. Le valutazioni richiedono un'efficace dose di giudizio professionale, la cui qualità è funzione della capacità dell'esperto di rappresentare in forma non distorta e completa la soluzione adottata.

OIV- Organismo Italiano di Valutazione è una fondazione indipendente senza scopi di lucro promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC, Università L. Bocconi con la finalità di:

- a. Predisporre e mantenere aggiornati principi di valutazione per la redazione di perizie, *fairness opinion* e analisi economiche, attraverso un processo in grado di garantire il pubblico interesse e una elevata qualità.
- b. Elaborare attraverso un processo trasparente e di ampia consultazione e revisione con gli stakeholder guide applicative e best practices in relazione ai principi di cui al punto a).
- c. Divenire un riferimento per gli stakeholder, tra cui gli esperti di valutazione, gli utilizzatori delle valutazioni, le Autorità di Vigilanza, ecc.
- d. Partecipare – svolgendo un ruolo attivo d'impulso e di collaborazione al processo di formazione dei principi di valutazione internazionali e delle guide applicative e delle best practices emanate.

L'adesione ai PIV è su base volontaria da parte dell'esperto (che deve dichiarare l'adesione ai PIV nella propria relazione di valutazione) e rispettando le seguenti condizioni:

- 1) che l'esperto aderisca (sempre su base volontaria) anche al "*Code of Ethical Principles for Professional Valuers*" emanato dall'IVSC nel dicembre 2011.
- 2) che l'esperto dichiari la propria competenza in relazione all'oggetto e allo scopo della valutazione stessa.

Il presente è uno stralcio dei PIV, (costituito da un documento di oltre 200 pagine), che riprende alcuni passaggi importanti su alcune tematiche fondamentali inerenti alla valutazione. Quali:

- Principali metodologie utilizzate, loro caratteristiche, contenuti.
- La corretta determinazione di un tasso di sconto che tenga conto del rischio d'impresa.
- L'analisi approfondita dei dati storici e una stima di quelli prospettici.

Il software Galileo di Easy Share Finance rappresenta uno strumento fondamentale per il professionista che si accinge a effettuare valutazioni d'impresa, poiché applica tali metodologie in perfetta aderenza con i PIV. Consentendo di redigere una corretta perizia di stima e di spiegare analiticamente le scelte effettuate.

La valutazione

- La valutazione è un giudizio che richiede una stima e non il risultato di un mero calcolo matematico. La valutazione è per sua natura prospettica, tuttavia il mancato verificarsi di tutto o parte delle previsioni non significa "tout court" una cattiva qualità della valutazione.
- La valutazione richiede l'esercizio professionale di un giudizio. Affinché tale giudizio sia obiettivamente valido, è necessario che l'esperto possieda competenze tecniche, esperienza professionale e conoscenze sufficienti circa l'oggetto della valutazione, l'eventuale settore o mercato di riferimento e le caratteristiche della valutazione medesima per esprimere un giudizio affidabile.
- L'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere:
 - I Razionale
 - II Verificabile
 - III Coerente
 - IV Affidabile
 - V Svolta in modo professionale
 - VI Svolta con competenza

I requisiti dell'esperto

Requisiti soggettivi richiesti all'esperto:

- ✓ Il rispetto dell'etica professionale;
- ✓ L'indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto.
- ✓ L'oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali.
- ✓ La diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo, come pure nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente il proprio mandato.
- ✓ Le doti di professionalità e di competenza tecnica richieste, necessarie allo svolgimento del proprio lavoro.
- ✓ Il rispetto di tali requisiti soggettivi deve essere dichiarato dall'esperto.

Il lavoro svolto dall'esperto

L'esperto deve precisare la natura del lavoro svolto (su mandato specifico o valutazione libera), nonché la tipologia di valutazione svolta. Al riguardo le principali tipologie di valutazioni sono cinque:

- a) valutazione piena;
- b) valutazione limitata;
- c) parere di congruità finanziaria (o fairness opinion);
- d) revisione del lavoro di un altro esperto (valuation review);
- e) parere di valutazione (expert report) svolto su mandato specifico o in forma libera.

Tutte le tipologie di valutazione assumono la forma di rapporto scritto. Una valutazione piena è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) fondata su uno svolgimento completo del processo valutativo, attraverso cinque fasi:

- 1) la costituzione e l'apprezzamento della base informativa;
- 2) l'applicazione dell'analisi fondamentale;
- 3) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
- 4) l'identificazione dei principali fattori rischio, delle modalità più idonee per il loro trattamento e l'evidenza degli effetti sul risultato della valutazione attraverso analisi di sensitività;
- 5) la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

La base informativa

La valutazione deve esprimere un giudizio informato. L'esperto deve dunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate. La base informativa è costituita da dati (di natura privata o pubblica) e da ipotesi. Un giudizio informato presuppone che l'esperto svolga un'analisi della base informativa a disposizione con il necessario spirito critico. Un giudizio informato presuppone altresì che l'esperto non accetti incarichi per i quali sia prevista una remunerazione incompatibile con i costi necessari a garantire la necessaria completezza di base informativa.

Gli input che compongono la base informativa possono essere classificati:

- i. rispetto al tempo: informazione storica, informazione corrente, informazione prospettica;
- ii. rispetto alla data della valutazione e della relazione di stima: informazione disponibile alla data di valutazione e informazione relativa ad eventi successivi o disponibile solo posteriormente;
- iii. rispetto all'accessibilità: informazione privata e informazione pubblica;
- iv. rispetto alla fonte: informazione interna (prodotta dall'entità aziendale oggetto di valutazione) e informazione esterna (raccolta sul mercato o da fonti terze indipendenti);
- v. rispetto alla completezza: informazione completa o incompleta.

L'esperto deve illustrare le caratteristiche degli elementi informativi di cui ha fatto uso. Se questi ultimi sono giudicati incompleti rispetto all'esecuzione del mandato ricevuto, l'esperto deve esplicitarne le motivazioni ed esprimersi sui criteri per cui ritiene comunque affidabile la valutazione. Le ipotesi (assumptions) che l'esperto assume nell'esercizio del proprio giudizio, rappresentano normalmente la forma attraverso la quale l'incertezza entra nella valutazione.

Esse possono riguardare tutti gli input informativi (di natura storica, di natura corrente o di natura prospettica), devono essere ragionevoli e adeguatamente giustificate. La solidità della giustificazione deve essere persuasiva. Una valutazione è tanto più affidabile quanto maggiore è l'uso d'informazione corrente, storica e prospettica. Se fosse disponibile solo una tipologia d'informazione, è richiesta particolare attenzione nel verificare e valutare l'impiego dei dati.

PER LA **VALUTAZIONE DI AZIENDA** TI CONSIGLIAMO L'UTILIZZO DEL **SOFTWARE GALILEO.SW**, DISPONIBILE A QUESTO LINK

<https://www.fiscoetasse.com/BusinessCenter/scheda/29948-galileo-software-valutazione-e-pianificazione-piv.html>



con le seguenti principali caratteristiche:

1. **Business Plan:** potete realizzare un piano strategico economico-finanziario da allegare al vostro Business Plan, anche nel caso di azienda in start-up.
2. **Operazioni finanziamento a m/I termine:** il software contiene tabelle che consentono di disporre dei piani di ammortamento delle operazioni di finanziamento e valutarne l'impatto sulla liquidità aziendale. Questa componente del software può essere utilizzata anche separatamente per fare delle semplici simulazioni.
3. **Leasing finanziari:** possono essere riportate nel piano strategico o nel budget eventuali operazioni di leasing finanziario; sono disponibili apposite tabelle di calcolo delle rate e del debito progressivo. Il software provvede anche a "spalmare" il valore del "maxi canone" sulla durata dell'operazione e a rilevarne l'uscita di cassa per l'intero importo.
4. **Programma d'investimenti:** è possibile gestire un piano d'investimenti o anche solo simularlo; il software calcola le rate di ammortamento e gli effetti finanziari degli investimenti sullo stato patrimoniale.
5. **Calcolo del rating:** tramite un originale modello di "Credit scoring" basato sul sistema previsto da Basilea II per le banche, potrete valutare il rating dell'impresa o di un cliente della stessa, a livello consuntivo e prospettico. Il programma consente di selezionare dal menù a tendina sette tipologie di rating, a seconda che si desideri una valutazione a consuntivo o prospettica (Forecast). Le analisi, come previsto dal metodo di Basilea II "Internal Rating Foundation o IRB di Base", si sviluppano attraverso tre livelli:
 1. Analisi qualitativa= basata su 60 alternative (mercato, know-how, organizzazione, qualità, ecc.).
 2. Analisi quantitativa= basata su 35 indicatori economici, finanziari e patrimoniali.
 3. Analisi andamentale= basata su 40 alternative (informazioni da Centrale Rischi, rapporti bancari, ecc.).A ciascuna delle tre analisi è assegnato un punteggio complessivo, in base all'importanza data a ciascun comparto (pesi). I risultati delle tre analisi vengono, quindi, "ripesati" per determinare lo Score complessivo.
6. **Pricing dell'operazione di credito:** il software, in base al rating assegnato, calcola l'accantonamento bancario applicando l'algoritmo di Basilea II e definisce un tasso d'interesse compatibile, in base allo stesso rating, per un'operazione di finanziamento.
7. **Valutazione:** La sezione è dedicata ai criteri metodologici più diffusamente applicati in sede di valutazione d'impresa o di specifici rami d'azienda. Ritenendo necessario fornire alcune argomentazioni di natura teorica e operativa relativamente al criterio applicato in questo lavoro di analisi, l'obiettivo che ci si pone è, in particolare, quello di descrivere sinteticamente gli approcci valutativi in uso, fornendo risposte alle problematiche ad essi connesse. Come è noto in letteratura i metodi valutativi d'azienda possono in generale basarsi sull'analisi dei seguenti elementi:
 1. il patrimonio;
 2. i flussi di risultato;
 3. le grandezze economiche e finanziarie di soggetti appartenenti al medesimo settore di attività (comparabile).

In una visione integrata, gli approcci che ruotano intorno ai suddetti elementi costituiscono lo schema di analisi cui fare riferimento nel processo valutativo.

Componenti di questa sezione:

Calcolo del valore con il metodo patrimoniale.

Calcolo del valore con il metodo reddituale.

Calcolo del valore con il metodo misto.

Calcolo del valore con il metodo finanziario.

Calcolo del valore con il metodo EVA®.

Calcolo del WACC.

Le configurazioni di valore ed i loro possibili attributi

L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima. Prezzo, costo e valore sono tre grandezze economiche di base:

- **Il prezzo** è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività.
- **Il costo** indica l'ammontare delle risorse utilizzate per acquisire o per realizzare l'oggetto della valutazione. Rappresenta una grandezza empirica suscettibile di rilevazione, sulla base dei prezzi sostenuti e delle quantità di fattori impiegate. Il prezzo è legato al costo poiché il prezzo pagato per acquisire un'attività costituisce un costo per l'acquirente. Stante alcune limitazioni informative, la determinazione del costo effettivamente sostenuto (costo storico) può richiedere la stima di alcuni elementi, senza peraltro perdere la sua natura di grandezza empirica.
- **Il valore** non è una grandezza empirica ma il risultato di una stima che può avere per oggetto:
 - il prezzo più verosimile da sostenere per l'eventuale acquisizione dell'attività reale o finanziaria (valore di mercato) o nell'ambito di una transazione fra due soggetti specificamente identificati (valore negoziale equitativo);
 - i benefici economici offerti dall'attività medesima ad un generico operatore presente sul mercato (valore intrinseco) oppure al particolare soggetto che la detiene o la potrà detenere (valore d'investimento);
 - il prezzo realizzabile in caso di cessione separata di attività organizzate per un utilizzo congiunto (valore di smobilizzo);
 - prezzi e/o benefici economici e/o formule valutative stabiliti per contratto, per regolamento o per legge (valore convenzionale).

Presupposti della valutazione (in funzionamento o in liquidazione).

La valutazione di un'entità aziendale può avvenire sulla base di due diversi presupposti: la continuità della gestione ("going concern") oppure la presenza di condizioni di liquidazione. L'esperto deve precisare nella relazione di stima la prospettiva adottata. La valutazione di un'entità in liquidazione presuppone che l'entità aziendale cessi le proprie attività e i suoi beni siano realizzati singolarmente o in gruppi in relazione alle opportunità di mercato e alle esigenze di liquidazione. La prospettiva della liquidazione deve essere specificata nella relazione di stima.

Metodiche di valutazione

Al fine della determinazione del valore, nelle diverse configurazioni possibili, possono essere utilizzati uno o più metodiche di valutazione. Queste ultime individuano le differenti visioni di carattere generale che possono essere assunte per la determinazione del valore e nell'ambito delle quali possono essere classificati i principali criteri di stima. Le tre principali metodiche nell'ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti:

- 1) Metodica di mercato (market approach);
- 2) Metodica dei flussi di risultati attesi (income approach);
- 3) Metodica del costo (cost approach).

Metodica dei risultati attesi (Income approach)

La metodica dei risultati attesi (income approach) fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di una attività reale o finanziaria di generare flussi di risultato nel futuro. Questi ultimi possono essere configurati con differenti criteri che si riflettono nella varietà dei metodi riconducibili alla metodica.

La metodica dei risultati attesi (*income approach*) è aderente alla prospettiva tipica della "Teoria della Finanza" in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi finanziari o reddituali generati nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibile alla futura manifestazione dei flussi di risultato. La metodica dei flussi di risultati attesi (income approach) è tipicamente utilizzata anche ai fini della valutazione di passività, finanziarie e non, attraverso la considerazione dei flussi di cassa necessari al servizio delle passività stesse.

Nel caso della valutazione di complessi immobiliari, soprattutto se specializzati, la metodica dei flussi di risultati attesi costituisce uno strumento di analisi diretta o di controllo dei risultati ottenuti applicando metodi diversi. La metodica dei flussi di risultato attesi, invece, è raramente utilizzata per la valutazione di impianti e macchinari poiché è difficile isolare i flussi imputabili a un singolo bene. Esistono tuttavia complessi organizzati di beni (es. centrali elettriche, linee di reparti produttivi, ecc.) che possono generare flussi di risultato autonomi, per i quali, talvolta, la metodica dei flussi di risultato attesi è la più adatta per arrivare a conclusioni di valore attendibili.

I tassi di sconto nelle valutazioni

I tassi di sconto, o di attualizzazione, nelle valutazioni hanno la funzione di trasformare flussi di cassa (*cash flow*) esigibili a date future in un importo, il valore attuale, esigibile alla data di valutazione. Il principio base è che ricevere uno specificato flusso di cassa a una specificata data futura equivale a ricevere il valore attuale del flusso di cassa alla data di valutazione.

Se il flusso di cassa da valutare non è esposto a rischio, cioè se è esente da qualsiasi tipo di incertezza, il tasso di sconto dovrà tener conto solo del differimento temporale. In questo caso il valore attuale coincide col valore del flusso di cassa abbattuto per la remunerazione monetaria del tempo, o "*price of time*", (relativa al periodo di differimento). Il tasso di sconto che produce quest'abbattimento è il tasso privo di rischio, o tasso *risk-free* (relativo al periodo di differimento considerato). Se un flusso di cassa futuro da valutare è rischioso, la valutazione dovrà tener conto anche del livello di incertezza del flusso di cassa. In questo caso il valore attuale coincide col valore del flusso di cassa abbattuto per la remunerazione monetaria del tempo (*price of time*) e aggiustato per la remunerazione monetaria del rischio (*price of risk*).

Per incorporare il *price of risk* nel valore attuale si possono considerare i due metodi principali:

- 1) Attualizzazione dell'equivalente certo (***Discounted Certainty Equivalent, DCE***): si ricava un equivalente certo del flusso di cassa rischioso sommando un aggiustamento per il rischio (premio/sconto) al valore atteso del flusso di cassa, e si attualizza l'equivalente certo al tasso privo di rischio.
- 2) Attualizzazione aggiustata per il rischio (***Risk-Adjusted Discounting, RAD***): si sconta il flusso di cassa atteso sommando un aggiustamento per il rischio (premio/sconto) al tasso di attualizzazione.

Questo tasso, che incorpora sia il *price of time* che il *price of risk*, è il tasso aggiustato per il rischio (*risk-adjusted rate, risky rate*), relativo al periodo di differimento considerato.

Si possono anche considerare metodi misti, o ibridi, che combinano un'utilizzazione parziale dei due approcci.

PER LA **VALUTAZIONE DI AZIENDA** TI CONSIGLIAMO L'UTILIZZO DEL **SOFTWARE GALILEO.SW**, DISPONIBILE A QUESTO LINK

<https://www.fiscoetasse.com/BusinessCenter/scheda/29948-galileo-software-valutazione-e-pianificazione-piv.html>



con le seguenti principali caratteristiche:

8. **Business Plan:** potete realizzare un piano strategico economico-finanziario da allegare al vostro Business Plan, anche nel caso di azienda in start-up.
9. **Operazioni finanziamento a m/I termine:** il software contiene tabelle che consentono di disporre dei piani di ammortamento delle operazioni di finanziamento e valutarne l'impatto sulla liquidità aziendale. Questa componente del software può essere utilizzata anche separatamente per fare delle semplici simulazioni.
10. **Leasing finanziari:** possono essere riportate nel piano strategico o nel budget eventuali operazioni di leasing finanziario; sono disponibili apposite tabelle di calcolo delle rate e del debito progressivo. Il software provvede anche a "spalmare" il valore del "maxi canone" sulla durata dell'operazione e a rilevarne l'uscita di cassa per l'intero importo.
11. **Programma d'investimenti:** è possibile gestire un piano d'investimenti o anche solo simularlo; il software calcola le rate di ammortamento e gli effetti finanziari degli investimenti sullo stato patrimoniale.
12. **Calcolo del rating:** tramite un originale modello di "Credit scoring" basato sul sistema previsto da Basilea II per le banche, potrete valutare il rating dell'impresa o di un cliente della stessa, a livello consuntivo e prospettico. Il programma consente di selezionare dal menù a tendina sette tipologie di rating, a seconda che si desideri una valutazione a consuntivo o prospettica (Forecast). Le analisi, come previsto dal metodo di Basilea II "Internal Rating Foundation o IRB di Base", si sviluppano attraverso tre livelli:
 1. Analisi qualitativa= basata su 60 alternative (mercato, know-how, organizzazione, qualità, ecc.).
 2. Analisi quantitativa= basata su 35 indicatori economici, finanziari e patrimoniali.
 3. Analisi andamentale= basata su 40 alternative (informazioni da Centrale Rischi, rapporti bancari, ecc.).A ciascuna delle tre analisi è assegnato un punteggio complessivo, in base all'importanza data a ciascun comparto (pesi). I risultati delle tre analisi vengono, quindi, "ripesati" per determinare lo Score complessivo.
13. **Pricing dell'operazione di credito:** il software, in base al rating assegnato, calcola l'accantonamento bancario applicando l'algoritmo di Basilea II e definisce un tasso d'interesse compatibile, in base allo stesso rating, per un'operazione di finanziamento.
14. **Valutazione:** La sezione è dedicata ai criteri metodologici più diffusamente applicati in sede di valutazione d'impresa o di specifici rami d'azienda. Ritenendo necessario fornire alcune argomentazioni di natura teorica e operativa relativamente al criterio applicato in questo lavoro di analisi, l'obiettivo che ci si pone è, in particolare, quello di descrivere sinteticamente gli approcci valutativi in uso, fornendo risposte alle problematiche ad essi connesse. Come è noto in letteratura i metodi valutativi d'azienda possono in generale basarsi sull'analisi dei seguenti elementi:
 1. il patrimonio;
 2. i flussi di risultato;
 3. le grandezze economiche e finanziarie di soggetti appartenenti al medesimo settore di attività (comparabile).

In una visione integrata, gli approcci che ruotano intorno ai suddetti elementi costituiscono lo schema di analisi cui fare riferimento nel processo valutativo.

Componenti di questa sezione:

Calcolo del valore con il metodo patrimoniale.

Calcolo del valore con il metodo reddituale.

Calcolo del valore con il metodo misto.

Calcolo del valore con il metodo finanziario.

Calcolo del valore con il metodo EVA®.

Calcolo del WACC.

Tasso di sconto e periodo di riferimento

In generale periodi di differimento diversi richiedono tassi di sconto (sia privi di rischio, sia aggiustati per il rischio) diversi. Quindi, se si ha una sequenza di flussi di cassa (cash flow stream) con diverse scadenze, è richiesta una struttura per scadenza (term structure) di tassi di attualizzazione: il valore attuale della sequenza di flussi di cassa è ottenuto sommando i valori attuali dei singoli flussi di cassa, ricavati scontando ciascun flusso di cassa col tasso relativo alla scadenza corrispondente.

Il tasso di valutazione o tasso aggiustato per il rischio (*Risk-Adjusted Rate*), è il rendimento atteso riconosciuto in un mercato in equilibrio per investimenti alternativi esposti a un medesimo rischio. La valutazione di un flusso di cassa futuro rischioso si effettua scontando il valore atteso del flusso di cassa al tasso aggiustato per il rischio (relativo al periodo di differimento). Il premio al rischio, ossia la maggiorazione rispetto al tasso privo di rischio dovrà essere adeguato alla rischiosità del flusso di cassa.

Un classico modello per il calcolo del tasso aggiustato per il rischio è il CAPM, il quale definisce una misura di rischio sistematico (rischio non eliminabile per diversificazione) e stabilisce che, in un mercato in equilibrio, i premi per il rischio (in termini di tasso di rendimento atteso) sono proporzionali al rischio sistematico.

Questa regola di proporzionalità realizza nel modo più semplice un fondamentale principio di efficienza del mercato, per cui i prezzi si aggiustano in modo tale che solamente il rischio non eliminabile per diversificazione è remunerato (principio del rischio sistematico). Il CAPM è un “modello quantitativo stimabile”, nel senso che è rappresentabile in formule matematiche esplicite, che utilizzano quantità numericamente specificabili, con metodi statistici, in base ad osservazioni di mercato.

Il risultato principale del CAPM è l'equazione della Security Market Line (SML). Con riferimento al cash flow generato a una certa data futura da una attività, reale o finanziaria (*Asset*), l'equazione della SML esprime r_v come la somma del tasso privo di rischio e di un premio al rischio:

$$r_v = r_f + \beta p_M$$

Dove:

r_f è il tasso risk-free,

$p = r_M - r_f$ (=premio per il rischio del portafoglio di mercato), con r_M rendimento atteso del portafoglio di mercato (o market portfolio), β è una misura di rischio sistematico caratteristica del cash flow da valutare.

Il coefficiente “beta” è espresso, a sua volta, dalla relazione:

$$\beta = \rho \frac{\sigma}{\sigma_M}$$

dove: 2000

σ è la deviazione standard del rendimento (volatilità) del cash flow da valutare,

σ_M è la deviazione standard del rendimento (volatilità) del portafoglio di mercato,

ρ è il coefficiente di correlazione tra il rendimento del cash flow e il rendimento del portafoglio di mercato.

L'equazione della SML stabilisce quindi che il premio al rischio $r - r_f$ è proporzionale al rischio sistematico β tramite la costante di proporzionalità ERP . Questa costante è una caratteristica del market portfolio M , che rappresenta il mix ottimale di soli Asset rischiosi nel mercato considerato.

Naturalmente tutte le quantità che compaiono nell'equazione della SML andranno stimate da dati di mercato. Le metodologie disponibili sono molteplici e possono condurre a valori anche notevolmente diversi tra loro. Sarà compito del valutatore illustrare e giustificare l'uso dei metodi e dei dati utilizzati e includere nel calcolo del tasso di valutazione, rv , tutti gli effetti dovuti a eventuali scostamenti dalle ipotesi teoriche del CAPM. Per esempio, saranno necessari aggiustamenti per tener conto dell'eventuale presenza di rischio specifico in aggiunta a quello sistematico o per compensare nel modo appropriato la presenza di rischio paese nel tasso “*risk-free*” utilizzato per il calcolo dei premi al rischio.

I tassi di interesse considerati nella versione standard del CAPM sono riferiti a un'unica scadenza, convenzionalmente definita. Nelle applicazioni sarà necessario quindi prefissare una scadenza di riferimento considerata rappresentativa. In molti casi la scelta è su rendimenti decennali.

La valutazione delle imprese e dei rami di azienda

Un ramo aziendale è una parte del sistema come sopra definito, che può essere configurata in qualsiasi modo, con l'unico vincolo della sua idoneità (eventualmente anche integrando alcune attività complementari) a generare un'autonoma corrente di reddito. Nella sua forma più completa il ramo aziendale può corrispondere ad un'area strategica d'affari (o ad una “*business unit*”) caratterizzata da una precisa individualità sul piano del confronto competitivo. Un ramo aziendale costituisce per definizione un'entità economica interna, che acquista una precisa individualità quando coincide con una definita area d'affari.

Se la base informativa lo consente, la valutazione di un'azienda complessa dovrebbe essere opportunamente strutturata per unità di business (con un procedimento stratificato, o per “*sum of the parts*”). Lo stesso avviene quando l'azienda comprende delle partecipazioni, oppure ha esplicita natura di holding.

Il processo valutativo presenta un elevato grado di articolazione nel caso della valutazione di imprese. In ragione del livello di complessità delle analisi la base informativa deve essere particolarmente ampia, ove possibile. Dovrebbe comprendere dati relativi al contesto economico, all'azienda, al settore ed al segmento di riferimento, al mercato finanziario, alle società confrontabili.

Anche l'analisi fondamentale deve essere particolarmente sviluppata, nei limiti del possibile, soprattutto ai fini: (1) dell'individuazione dei flussi di risultati attesi, che tipicamente avviene su un piano aziendale giudicato sostenibile; (2) della determinazione del tasso rilevante ai fini della stima; (3) dell'analisi dei dati di mercato relativi a società confrontabili, finalizzata, soprattutto, alle valutazioni di tipo comparativo.

Sempre nell'ambito del processo valutativo, una notevole delicatezza assume anche il momento della selezione del metodo o dei metodi di stima da utilizzare, poiché nel caso delle aziende e dei rami aziendali il ventaglio di alternative è particolarmente ampio. Le relative scelte dipendono dai fini della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalle proprietà tecniche dei diversi metodi, dalle qualità della base informativa disponibile e dall'estensione data all'analisi fondamentale. La pluralità dei metodi utilizzabili può essere all'origine anche di speciali difficoltà in sede di costruzione di una razionale sintesi valutativa.

I metodi riconosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami di azienda, appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti: ***i metodi patrimoniali, i metodi reddituali, i metodi che individuano la creazione di valore, i metodi finanziari, i metodi comparativi di mercato***. Al di là della loro articolazione, tutti sono riconducibili alle metodiche generali del costo o dei risultati attesi o del mercato descritte nella rete concettuale di base.

Le aziende o i rami di azienda, diverse dagli intermediari finanziari, possono essere valutate con riferimento al capitale netto (valutazioni ***Equity side***) oppure al capitale operativo investito (valutazioni ***Asset side***), prescindendo in questo caso dall'indebitamento finanziario. Le due valutazioni si riferiscono in ogni caso ad una medesima realtà e devono dunque essere coerenti fra loro. L'alternativa tipicamente si presenta con i metodi reddituale, finanziario e comparativo di mercato. Le due prospettive (***Equity side*** e ***Asset side***) richiedono: (a) con riguardo ai metodi fondati sui flussi di risultato, flussi diversi (disponibili ai soci, ovvero all'impresa come se fosse non indebitata) e tassi diversi (il costo opportunità del capitale di rischio, ***k***, ovvero il costo medio ponderato del capitale ***k***); (b) con riguardo ai multipli, valori di riferimento diversi (valore di mercato del patrimonio netto ovvero valore di mercato dell'attivo operativo) e flussi di risultato diversi (risultati per gli azionisti ovvero risultati per il complesso aziendale). La coerenza deve essere comunque garantita dalla correttezza della stima del costo medio ponderato del capitale (***WACC***), che a sua volta dipende dal realismo della struttura finanziaria di riferimento. Se le due stime (***A.S.*** ed ***E.S.***) presentano differenze in misura apprezzabile, ciò può ricollegarsi alla struttura finanziaria risultante dalla dinamica dei flussi ***Equity side*** diversa da quella "standardizzata" nel costo medio ponderato del capitale ***k***.

Che, pertanto, appare non conforme alla realtà attesa nel periodo di previsione analitica dei flussi aziendali. La configurazione di valore ricercata può concorrere a spiegare tale differenza, ma entro limiti ragionevoli.

In generale nella selezione del metodo o dei metodi di valutazione, l'esperto deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con: le caratteristiche dell'impresa o del ramo aziendale considerato; la configurazione di valore ricercata; le finalità della stima; la base informativa disponibile. Sono da evitare aggregazioni di metodi che non esprimono un razionale percorso valutativo. Infine, nella valutazione delle imprese o dei rami di azienda, è frequentemente assunto un orizzonte illimitato. L'esperto tuttavia deve controllare che tale ipotesi sia realistica e, in caso contrario, segnalare i criteri seguiti per la delimitazione dell'arco temporale.

I flussi prospettici

L'analisi compiuta dall'esperto con riguardo al piano sottopostogli è differente in relazione alla tipologia di incarico ricevuto: valutazione piena, valutazione limitata, parere di congruità finanziaria.

Nel caso di valutazione piena l'esperto deve esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano a lui sottoposto per la determinazione dei flussi e ove necessario deve integrarlo con specifiche motivazioni. Il suo giudizio deve tenere conto:

- 1) delle esperienze dell'azienda di cui trattasi in materia di gestione programmata;
- 2) delle caratteristiche dell'attività svolta dall'azienda e dello scenario di riferimento;
- 3) della coerenza strategica del piano, della sua adeguatezza tecnica e della sua operatività;
- 4) della validità delle ipotesi assunte e delle stime formulate;
- 5) della plausibilità dei risultati medio-normali attesi e della loro effettiva sostenibilità;
- 6) vi) della ragionevolezza dei rischi impliciti rispetto alle condizioni tipiche della realtà aziendale oggetto di valutazione, del settore di appartenenza e dell'ambito competitivo di riferimento;
- 7) del coinvolgimento delle unità di business responsabili dei risultati previsti;
- 8) della qualità del processo di pianificazione.

L'esperto deve infine espressamente segnalare se dal suo esame siano emersi elementi che facciano ritenere inappropriate le indicazioni del piano, anche per l'eventuale comparsa di eventi o circostanze nuovi o, al contrario, se tali indicazioni possano costituire una base adeguata per la stima.

Se l'esperto non dispone di un piano di fonte aziendale e s'impegna direttamente nella previsione dei possibili flussi di risultati, sulla base degli elementi informativi disponibili, deve indicare con chiarezza la natura ipotetica delle elaborazioni svolte e precisare le ipotesi sulle quali queste sono basate, segnalando gli elementi di sostegno disponibili.

PER LA **VALUTAZIONE DI AZIENDA** TI CONSIGLIAMO L'UTILIZZO DEL **SOFTWARE GALILEO.SW**, DISPONIBILE A QUESTO LINK

<https://www.fiscoetasse.com/BusinessCenter/scheda/29948-galileo-software-valutazione-e-pianificazione-piv.html>



con le seguenti principali caratteristiche:

15. **Business Plan:** potete realizzare un piano strategico economico-finanziario da allegare al vostro Business Plan, anche nel caso di azienda in start-up.
16. **Operazioni finanziamento a m/I termine:** il software contiene tabelle che consentono di disporre dei piani di ammortamento delle operazioni di finanziamento e valutarne l'impatto sulla liquidità aziendale. Questa componente del software può essere utilizzata anche separatamente per fare delle semplici simulazioni.
17. **Leasing finanziari:** possono essere riportate nel piano strategico o nel budget eventuali operazioni di leasing finanziario; sono disponibili apposite tabelle di calcolo delle rate e del debito progressivo. Il software provvede anche a "spalmare" il valore del "maxi canone" sulla durata dell'operazione e a rilevarne l'uscita di cassa per l'intero importo.
18. **Programma d'investimenti:** è possibile gestire un piano d'investimenti o anche solo simularlo; il software calcola le rate di ammortamento e gli effetti finanziari degli investimenti sullo stato patrimoniale.
19. **Calcolo del rating:** tramite un originale modello di "Credit scoring" basato sul sistema previsto da Basilea II per le banche, potrete valutare il rating dell'impresa o di un cliente della stessa, a livello consuntivo e prospettico. Il programma consente di selezionare dal menù a tendina sette tipologie di rating, a seconda che si desideri una valutazione a consuntivo o prospettica (Forecast). Le analisi, come previsto dal metodo di Basilea II "Internal Rating Foundation o IRB di Base", si sviluppano attraverso tre livelli:
 1. Analisi qualitativa= basata su 60 alternative (mercato, know-how, organizzazione, qualità, ecc.).
 2. Analisi quantitativa= basata su 35 indicatori economici, finanziari e patrimoniali.
 3. Analisi andamentale= basata su 40 alternative (informazioni da Centrale Rischi, rapporti bancari, ecc.).A ciascuna delle tre analisi è assegnato un punteggio complessivo, in base all'importanza data a ciascun comparto (pesi). I risultati delle tre analisi vengono, quindi, "ripesati" per determinare lo Score complessivo.
20. **Pricing dell'operazione di credito:** il software, in base al rating assegnato, calcola l'accantonamento bancario applicando l'algoritmo di Basilea II e definisce un tasso d'interesse compatibile, in base allo stesso rating, per un'operazione di finanziamento.
21. **Valutazione:** La sezione è dedicata ai criteri metodologici più diffusamente applicati in sede di valutazione d'impresa o di specifici rami d'azienda. Ritenendo necessario fornire alcune argomentazioni di natura teorica e operativa relativamente al criterio applicato in questo lavoro di analisi, l'obiettivo che ci si pone è, in particolare, quello di descrivere sinteticamente gli approcci valutativi in uso, fornendo risposte alle problematiche ad essi connesse. Come è noto in letteratura i metodi valutativi d'azienda possono in generale basarsi sull'analisi dei seguenti elementi:
 1. il patrimonio;
 2. i flussi di risultato;
 3. le grandezze economiche e finanziarie di soggetti appartenenti al medesimo settore di attività (comparabile).

In una visione integrata, gli approcci che ruotano intorno ai suddetti elementi costituiscono lo schema di analisi cui fare riferimento nel processo valutativo.

Componenti di questa sezione:

Calcolo del valore con il metodo patrimoniale.

Calcolo del valore con il metodo reddituale.

Calcolo del valore con il metodo misto.

Calcolo del valore con il metodo finanziario.

Calcolo del valore con il metodo EVA®.

Calcolo del WACC.

Le valutazioni di tipo patrimoniale

Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. L'esperto deve perciò individuare tali elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di valutazione utilizzati. Se l'analisi è estesa ai beni immateriali specifici, deve anche motivare la scelta di tali elementi, accertandosi della loro coerenza reciproca. Le valutazioni di tipo patrimoniale sono accettabili ai fini delle operazioni economiche solo quando le prospettive reddituali dell'impresa o del ramo di azienda in esame, indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio o operativo) in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio. Il valore delle attività maggiormente esposte al rischio d'impresa dovrebbe perciò essere sempre sottoposto a verifica reddituale.

Le valutazioni reddituali

Le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo (o del risultato operativo netto disponibile, ulteriormente ridotto dalle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata) a un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale).

Le modalità di calcolo di tale reddito devono essere spiegate e giustificate. Nelle situazioni non ancora stabilizzate, è necessario tenere conto della prevedibile variabilità dei risultati, sino al raggiungimento dell'assetto di regime.

Le stime di tipo reddituale sono preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate, mentre in situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari.

Gli altri metodi (in particolare il metodo finanziario, o *Discounted Cash Flow-DCF*) possono rivelarsi preferibili solo quando è necessario seguire lo sviluppo di risultati variabili nel tempo, oppure mettere in risalto altri profili di analisi (ad esempio variazioni consistenti di capitale circolante). Al termine del periodo di previsione analitica, quando s'ipotizza un quadro stabilizzato, è opportuno tornare alla configurazione di un risultato reddituale distribuibile.

Le valutazioni che esplicitano la creazione di valore

I procedimenti che esplicitano la creazione di valore includono il metodo patrimoniale reddituale (**Metodo Misto**), il metodo Discounted Abnormal Earnings (detto anche **Residual Income Method**) e il metodo Discounted economic profit (conosciuto anche come **EVATM**). Si tratta nella sostanza di procedimenti riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda o nel ramo di azienda considerato.

Il metodo patrimoniale reddituale (Misto) è definito dalla formula:

$$V_e = K_0 + \sum_1^n (R_t - i' K_0) (1 + i'')^{-t}$$

Dove: **K₀** è il patrimonio netto rettificato a valori (di mercato) correnti;

R_t il reddito prospettico (qui supposto variabile, ma in molte applicazioni fatto pari al reddito medio sostenibile di lungo periodo R);

i' è il saggio di rendimento considerato normale, tenendo conto delle caratteristiche del settore e dell'impresa;

i'' è il tasso ritenuto appropriato per l'attualizzazione dei sovraredditi o delle carenze di reddito espressi da (**R_t - i' K₀**). Il secondo termine dell'espressione, che integra il valore patrimoniale **K₀**, ha natura di valore di avviamento in senso lato, positivo (**goodwill**) oppure negativo (**badwill**). Se esistono le condizioni per il riconoscimento di beni immateriali specifici, il valore di questi ultimi è scorporato.

Il metodo misto è stato diffuso nell'Europa continentale dall'Union des Experts Comptables et Financiers Européens (UEC) dagli anni '60, ma è scarsamente conosciuto nei paesi di tradizione anglosassone. Tale metodo sostanzialmente conduce a una stima reddituale con redditi pari a **R_t** per n anni, ma destinati in seguito a ridursi al livello "normale" **K₀** **i'** dall'anno n+1 (lo stesso può dirsi, con segno rovesciato, in presenza di carenza di reddito). Il metodo si caratterizza anche per l'articolazione dei tassi **i'** e **i''** intorno al saggio centrale **k_e**. Richiede infine un'analisi patrimoniale completa, per la determinazione di **K₀** a prezzi correnti.

I metodi **Discounted abnormal earnings** (o **Residual income model**) e **Discounted economic profit** sono definiti rispettivamente dalle espressioni.

$$V_e = K_0 + \sum_1^{\infty} [R_t - k_e \times K_{t-1}] (1 + k_e)^{-t}$$
$$V_e = CO_0 + \sum_1^{\infty} [RO_t - k \times CO_{t-1}] (1 + k)^{-t}$$

ove K_0 e CO_0 sono rispettivamente il patrimonio netto contabile e il capitale operativo investito contabile; R_t e RO_t il reddito netto e il risultato operativo netto d'imposta (NOPAT).

Quando utilizza un procedimento di stima che esplicita la creazione di valore, l'esperto deve approfondire in particolare le ragioni della presenza nel caso osservato di differenziali (positivi o negativi) di reddito (o di risultato operativo) rispetto al reddito normale richiesto e della sostenibilità nel tempo di questi ultimi. In conseguenza di ciò deve selezionare in modo appropriato i parametri di valutazione, motivando le scelte compiute.

Le valutazioni di tipo finanziario

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda (o dal ramo aziendale) oggetto di stima comprendono il Dividend Discount Model (DDM) e il metodo Discounted Cash Flow (DCF); quest'ultimo nelle varianti *Asset side* o *Equity side*. Esse impegnano l'esperto ad una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo.

Le versioni *Asset side* ed *Equity side* del metodo Discounted Cash Flow (DCF) sono espresse dalle seguenti formule:

$$V_e = \sum_1^n Fe_t (1 + k_e)^{-t} + Ve_n (1 + k_e)^{-n}$$

$$V_a = \sum_1^n Fo_t (1 + k)^{-t} + Vo_n (1 + k)^{-n}$$

ove Fe_t indica i flussi monetari disponibili per gli azionisti, da attualizzare al costo dei mezzi propri k_e , e Fo_t i flussi monetari operativi, da attualizzare al costo medio ponderato del capitale k . I flussi monetari operativi sono espressi al netto delle imposte che la società dovrebbe corrispondere se fosse non indebitata. Ve_n e Vo_n sono i rispettivi valori terminali al tempo n , quando si conclude il periodo di determinazione analitica dei flussi. L'applicazione del metodo DCF richiede pertanto la disponibilità di un business plan definito per tale periodo. Va ricordato che il DDM non è altro che una variante del Metodo DCF equity side.

In presenza di partecipazioni, per l'individuazione dei flussi valgono considerazioni analoghe a quelle svolte a proposito della determinazione dei redditi nelle stime di tipo reddituale.

L'individuazione dei flussi da trattare con il metodo DCF richiede la disponibilità di un piano aziendale, normalmente elaborato dal management dell'azienda da valutare, del quale recepisce le ipotesi di base e le migliori stime. Il piano idealmente dovrebbe estendersi sino al momento della stabilizzazione dei driver di valore, mediante proiezioni concordate sempre con il management. Nel concreto tale orizzonte deve anche considerare il grado di incertezza delle previsioni e gli elementi a supporto.

La disponibilità di un piano può naturalmente rendersi necessaria anche nel caso di altri metodi di valutazione basati sui flussi di risultati, come pure, talora, per affinare la selezione dei multipli ai fini delle stime di tipo comparativo.

Se l'esperto ha un rapporto diretto con l'impresa interessata, normalmente riceve il piano aziendale al quale collegare la valutazione. È importante tenere presente che ogni piano è basato su ipotesi e su stime specifiche. Le ipotesi si riferiscono a condizioni future che il piano assume, ma che potrebbero manifestarsi anche in modo diverso, come avviene tipicamente per tutte le variabili di scenario. Le stime, pur essendo incerte, discendono da concatenamenti di situazioni e di azioni che vedono l'impresa parte attiva. Ad esempio, con riguardo alle variabili interne, in base ad un concreto programma di contenimento dei costi, il management formula delle stime (la cui ragionevolezza può essere valutata). Quando poi immagina che la struttura progressivamente raggiunta si mantenga nel tempo, formula un'altra ipotesi (la cui plausibilità può pure essere valutata).

È noto che in molti casi i piani formulati nell'ambito dei sistemi aziendali di programmazione e controllo sono limitati a pochi anni (spesso un triennio, essendo il primo rappresentato a scorrimento dal periodo di budget). Le esigenze della valutazione possono tuttavia richiedere un'estensione dell'arco temporale, al fine di raggiungere la stabilizzazione dei driver di valore (redditività del capitale investito, tasso di reinvestimento, crescita, costo del capitale), necessaria per agevolare la stima del valore terminale. L'estensione è tipicamente realizzata con un'estrapolazione basata su ipotesi ragionate. L'esperto può concorrere a questo processo con le proprie competenze tecniche, ma non può sostituirsi al management nella quantificazione dei driver di valore.

Ai fini del giudizio in merito alla stabilizzazione delle variabili, occorre ricordare che i driver di valore sono il risultato operativo al netto delle imposte di pertinenza, **NOPAT**, il rendimento prospettico del capitale operativo investito (**ROIC**, corrispondente al rapporto fra NOPAT e detto capitale CO), il **reinvestment rate** (IR, definito dal rapporto fra la variazione prospettica del capitale operativo in un dato periodo t , ΔCO , e il NOPAT prodotto), oltre ai tassi k_e e k_d (la cui stima dipende dal grado di leva finanziaria ipotizzato).

La stabilizzazione di queste grandezze agevola il momento più delicato della valutazione, e cioè la stima del valore terminale. In particolare essa consente un calcolo plausibile del tasso di crescita g , ricordando che la coerenza fra i fondamentali richiede che sia:

$$g = IR \times ROIC$$

Un'azienda che reinveste il 20% del NOPAT prodotto (RO nelle formule) e che abbia un ROIC prospettico del 15% dovrebbe perciò avere un g del 3%.

La stima del ROIC futuro è molto delicata, poiché generalmente questo tende a diminuire nel tempo per effetto della dinamica competitiva. Nel lungo periodo è generalmente da escludere che un'impresa possa avere un tasso di crescita superiore a quello del settore di appartenenza.

PER LA **VALUTAZIONE DI AZIENDA** TI CONSIGLIAMO L'UTILIZZO DEL **SOFTWARE GALILEO.SW**, DISPONIBILE A QUESTO LINK

<https://www.fiscoetasse.com/BusinessCenter/scheda/29948-galileo-software-valutazione-e-pianificazione-piv.html>



con le seguenti principali caratteristiche:

22. **Business Plan:** potete realizzare un piano strategico economico-finanziario da allegare al vostro Business Plan, anche nel caso di azienda in start-up.
23. **Operazioni finanziamento a m/I termine:** il software contiene tabelle che consentono di disporre dei piani di ammortamento delle operazioni di finanziamento e valutarne l'impatto sulla liquidità aziendale. Questa componente del software può essere utilizzata anche separatamente per fare delle semplici simulazioni.
24. **Leasing finanziari:** possono essere riportate nel piano strategico o nel budget eventuali operazioni di leasing finanziario; sono disponibili apposite tabelle di calcolo delle rate e del debito progressivo. Il software provvede anche a "spalmare" il valore del "maxi canone" sulla durata dell'operazione e a rilevarne l'uscita di cassa per l'intero importo.
25. **Programma d'investimenti:** è possibile gestire un piano d'investimenti o anche solo simularlo; il software calcola le rate di ammortamento e gli effetti finanziari degli investimenti sullo stato patrimoniale.
26. **Calcolo del rating:** tramite un originale modello di "Credit scoring" basato sul sistema previsto da Basilea II per le banche, potrete valutare il rating dell'impresa o di un cliente della stessa, a livello consuntivo e prospettico. Il programma consente di selezionare dal menù a tendina sette tipologie di rating, a seconda che si desideri una valutazione a consuntivo o prospettica (Forecast). Le analisi, come previsto dal metodo di Basilea II "Internal Rating Foundation o IRB di Base", si sviluppano attraverso tre livelli:
 1. Analisi qualitativa= basata su 60 alternative (mercato, know-how, organizzazione, qualità, ecc.).
 2. Analisi quantitativa= basata su 35 indicatori economici, finanziari e patrimoniali.
 3. Analisi andamentale= basata su 40 alternative (informazioni da Centrale Rischi, rapporti bancari, ecc.).A ciascuna delle tre analisi è assegnato un punteggio complessivo, in base all'importanza data a ciascun comparto (pesi). I risultati delle tre analisi vengono, quindi, "ripesati" per determinare lo Score complessivo.
27. **Pricing dell'operazione di credito:** il software, in base al rating assegnato, calcola l'accantonamento bancario applicando l'algoritmo di Basilea II e definisce un tasso d'interesse compatibile, in base allo stesso rating, per un'operazione di finanziamento.
28. **Valutazione:** La sezione è dedicata ai criteri metodologici più diffusamente applicati in sede di valutazione d'impresa o di specifici rami d'azienda. Ritenendo necessario fornire alcune argomentazioni di natura teorica e operativa relativamente al criterio applicato in questo lavoro di analisi, l'obiettivo che ci si pone è, in particolare, quello di descrivere sinteticamente gli approcci valutativi in uso, fornendo risposte alle problematiche ad essi connesse. Come è noto in letteratura i metodi valutativi d'azienda possono in generale basarsi sull'analisi dei seguenti elementi:
 1. il patrimonio;
 2. i flussi di risultato;
 3. le grandezze economiche e finanziarie di soggetti appartenenti al medesimo settore di attività (comparabile).

In una visione integrata, gli approcci che ruotano intorno ai suddetti elementi costituiscono lo schema di analisi cui fare riferimento nel processo valutativo.

Componenti di questa sezione:

Calcolo del valore con il metodo patrimoniale.

Calcolo del valore con il metodo reddituale.

Calcolo del valore con il metodo misto.

Calcolo del valore con il metodo finanziario.

Calcolo del valore con il metodo EVA®.

Calcolo del WACC.

La scelta dei tassi nelle valutazioni di aziende o di rami di azienda

L'esperto deve precisare i percorsi di metodo seguiti e le fonti di cui si è avvalso per la determinazione dei tassi utilizzati nelle valutazioni, indicando le ragioni delle proprie scelte.

Ai fini della determinazione del costo dei mezzi propri, è normalmente utilizzato il **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**, il quale è basato su ipotesi la cui plausibilità nel caso oggetto di esame deve essere vagliata dall'esperto. L'utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure di altri modelli, deve essere segnalato.

Il principale limite del CAPM, com'è noto, è costituito dal fatto che il modello bilancia rendimenti e rischi nell'ottica di un portafoglio di investimenti ben diversificato: una prospettiva che non è sempre appropriata quando si valuta l'investimento in un'impresa. Altri limiti si incontrano nella valutazione di imprese di limitate dimensioni ("small cap") o con una ridotta creazione di valore (le due variabili aggiuntive del modello di Fama French, alternativo al CAPM).

Gli eventuali aggiustamenti compiuti dall'esperto (siano essi eseguiti direttamente sul tasso finale oppure sul coefficiente β individuato per la sua determinazione) devono essere illustrati e motivati. Poiché i correttivi sono generalmente di origine empirica, devono essere indicate anche le fonti utilizzate.

L'esperto deve comunque tenere presente che l'abbandono del CAPM e della ricca base informativa che ne accompagna l'utilizzo, può ridurre il grado di oggettività e dunque il grado di dimostrabilità della stima. I correttivi o le soluzioni alternative di determinazione del tasso, si basano spesso su analisi di natura empirica, disponibili con riferimento ad altre situazioni, non necessariamente trasferibili a quella della valutazione (normalmente il contesto domestico).

Per la valutazione di una società non quotata (e talora anche di dimensioni ridotte rispetto alle *comparables* ipotizzabili) possono essere utilizzati i parametri valutativi desunti dal mondo delle società quotate solo se l'azienda da valutare ha caratteristiche tali da poter interessare il mondo dell'intermediazione finanziaria per il comparto equity. Ciò può avvenire non solo per società potenzialmente quotabili, ma anche – ad esempio – per imprese dotate di marchi di pregio o di altri fattori riconosciuti di vantaggio competitivo, suscettibili di attrarre gli operatori del **Private Equity**, la cui logica valutativa finisce per prevalere.

In sede di applicazione del CAPM, l'esperto deve prestare grande attenzione alle tre principali variabili fondamentali:

- Il tasso esente da rischio d'impresa (il cosiddetto risk free rate),
- Il premio di mercato per il rischio,
- Il coefficiente β quale indicatore del rischio sistematico dell'impresa da valutare.

L'individuazione di queste grandezze deve essere coerente, sia per ciò che attiene al mercato, sia con le particolari caratteristiche dell'entità oggetto di stima.

Ai fini della determinazione del costo medio ponderato del capitale, per l'azienda oggetto di stima deve essere individuata la struttura finanziaria prospetticamente sostenibile. Quando

tale struttura è destinata a variare in misura rilevante per effetto di scelte programmate, è necessario tenerne conto con soluzioni tecniche appropriate.

BIBLIOGRAFIA

- Angiola N.**, L'avviamento negativo, Giappichelli, Torino, 1997.
- Balducci D.**, La valutazione dell'azienda, Edizioni FAG, Milano 2006
- Bennet Stewart G. III**, La ricerca del valore, una guida per il management e per gli azionisti, EGEA 2000.
- Borsa Italiana**, Guida alla valutazione, Borsa Italiana, 2004.
- Brugger G.**, La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia, Finanza Marketing e Produzione
- Brugger G.**, La valutazione economica delle aziende: Tre metodi a confronto, "Finanza, Marketing e Produzione", n.3, 1985.
- Brugger G.**, La valutazione economica delle aziende: tre metodi a confronto, Finanza, Marketing e Produzione", n.3, 1985.
- Bubbi P.L.**, I metodi basati sui Flussi, Università degli Studi di Brescia, Paper 48
- Buttignon F.**, Il governo delle crisi d'impresa in Italia alla luce del nuovo quadro normativo: una riflessione introduttiva, Rivista dei Dottori Commercialisti, 2, 243 – 281. (2008)
- Capizzi V.**, Costo del Capitale ed operazioni di Investment Banking, Egea 2003
- Guatri L.**, Crisi e risanamento delle imprese, Giuffrè, Milano, 1986
- Copeland T., Koller T., Murrin J.**, Valore dell'impresa, 24Ore Libri 1991
- Copeland T.E., Koller T., Murrin J.**, Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e Gestione, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001
- Cotta Ramusino E., Rinaldi L.**, La valutazione d'azienda. Il Sole 24 Ore Pirola 2003
- Damodaran A.**, Valutazione delle aziende, Apogeo, Milano 2002
- Damodaran A.**, Manuale di valutazione finanziaria, Mc-Graw Hill, Milano, 1998
- Dessy A.**, Imposte, politiche finanziarie e valore azionario, Milano, EGEA, 1994
- Drucker P.**, The Information Executives Truly Need, Harvard Business Review Article 1995
- Fama E.**, Efficient Capital Markets: a review of Theory of Empirical Work, in Journal of Finance, Chicago 1970
- Fama E.**, Random Walks in Stock Market Prices, Financial Analyst Journal, 1965 e Institutional Investor 1968
- Fama E.**, "The Adjustment of Stock Prices to New Information", International Economic Review, 1969
- Fazzini M.**, Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali, Milano, Ipsoa 2009
- Fire C.**, The Real key to creating value. Investment Analysts Journal, Summer 1995
- Garofalo G.**, Economia politica: Corso intermedio con esercitazioni, Giappichelli, 1998, pp. 316-8.
- Guatri L.**, La valutazione delle aziende, Teoria e pratica a confronto, EGEA 1990.
- Guatri L.**, La Teoria di creazione del valore, Teoria e pratica a confronto, EGEA 1990.
- Guatri L.**, Turnaround: Declino, crisi e ritorno al valore, Egea, Milano 1995
- Guatri L.**, Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea 1998.
- Guatri L.**, Bini M., I moltiplicatori nella valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2002.
- Guatri L.**, Bini M., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2005.

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

Guatri L. – Bini M., La valutazione delle aziende, Egea, Milano 2007.

Guatri L. – **Ukmar V.**, Linee guida per le valutazioni economiche, Egea, Milano 2009

Hamada R.S., Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporate Finance, The Journal of Finance, marzo 1969

Jovenitti P., Il valore dell’impresa, Pirola, Milano, 1990.

King B.F., Market and industry factor in stock price behavior, “The Journal of Business”, Vol. 39, 1966.

Massari M., Finanza Aziendale. Valutazione, Mc-Graw Hill, Milano, 1998.

Massari M.- Zanetti L., Valutazione finanziaria, McGraw Italia Libri, Milano, 2003.

Massari M., Valore dei pacchetti di controllo e “premio di maggioranza”, in Finanza, Marketing e Produzione, n. 1, 1989.

Milunovich S., Tsuei W., “EVA in the computer industry”. Journal of Applied Corporate Finance, Primavera 1996

Nizzola M., Leggere e analizzare il bilancio d’esercizio, B2 Corporate 2014

Nizzola M., “La Pianificazione finanziaria”, Ed. “B2 Corporate, 6/2014

Nizzola M., “Calcolare il valore d’imprese e asset aziendali, Ed. “B2 Corporate, 10/2014

Panetta F. e Violi R. “Is there an Equity Premium Puzzle in Italy? A look at Asset returns, consumption and financial structure data over the Last Century” - Temi di discussione del servizio Studi, Banca d’Italia, n. 353, giugno 1999

Onesti T., Oricchio G., La valutazione delle aziende con i metodi finanziari: alcune considerazioni critiche, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 2, 1996.

Onesti T., La valutazione del capitale economico delle aziende in perdita: un metodo empirico, in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, n. 5-6, 1988.

Onesti T., Sconti di minoranza e sconti di liquidità. Ridotti poteri e mancanza di mercato nella valutazione delle partecipazioni, Cedam, Padova, 2002.

Paganelli O., Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti, Utet, Torino, 1990.

Pratt S. P., Reilly R. F., Schweinhs R. P.: (1988), Valuating small business professional practices, McGraw Hill, 1998

Rappaport A., Strategic Analysis for more profitable acquisitions, Harvard Business Review 7/1979.

Romano M., La valutazione di aziende o di rami d’azienda nell’amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 1, 2001.

Romano M., Le leve del valore terminale d’azienda nei metodi finanziari di stima del capitale economico, in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, settembre-ottobre 2002.

Romano M., L’impairment test dell’avviamento e dei beni intangibili specifici, Giappichelli, Torino, 2004.

Romagnoli I., La valutazione del capitale economico dei gruppi di imprese. Tecniche e metodologie di stima, Giappichelli, Torino, 1998.

Romagnoli I., I metodi finanziari nella valutazione delle aziende: alcune configurazioni dei flussi di cassa, in Rivista dei Dottori Commercialisti dell’Ordine di Roma, n. 38, 1989

Taliento M., Il valore dell'impresa nella prospettiva dell'acquirente. Profili strategici, economici e contabili delle aggregazioni aziendali, Giappichelli, Torino, 2005.

Taub M. J., Rules of thumb: some positive observation, in Business Valuation Review, n.1., 1993

Viel J., Bredt O., Renard M., La valutazione delle aziende, Etas, Milano, 1991.

Visani M. e Tinessa M., "Il ruolo delle aspettative nella determinazione del prezzo di borsa. Modello teorico ed evidenze empiriche", AF-Analisi Finanziaria, 41/2001.

Zanda G., Lacchini M., Onesti T., La valutazione delle aziende, Giappichelli, Torino, 2005 (ultima edizione).

Zanda G., Casi e applicazioni di valutazione delle aziende, Giappichelli, Torino.

PER LA **VALUTAZIONE DI AZIENDA** TI CONSIGLIAMO L'UTILIZZO DEL **SOFTWARE GALILEO.SW**, DISPONIBILE A QUESTO LINK

<https://www.fiscoetasse.com/BusinessCenter/scheda/29948-galileo-software-valutazione-e-pianificazione-piv.html>



con le seguenti principali caratteristiche:

29. **Business Plan:** potete realizzare un piano strategico economico-finanziario da allegare al vostro Business Plan, anche nel caso di azienda in start-up.
30. **Operazioni finanziamento a m/I termine:** il software contiene tabelle che consentono di disporre dei piani di ammortamento delle operazioni di finanziamento e valutarne l'impatto sulla liquidità aziendale. Questa componente del software può essere utilizzata anche separatamente per fare delle semplici simulazioni.
31. **Leasing finanziari:** possono essere riportate nel piano strategico o nel budget eventuali operazioni di leasing finanziario; sono disponibili apposite tabelle di calcolo delle rate e del debito progressivo. Il software provvede anche a "spalmare" il valore del "maxi canone" sulla durata dell'operazione e a rilevarne l'uscita di cassa per l'intero importo.
32. **Programma d'investimenti:** è possibile gestire un piano d'investimenti o anche solo simularlo; il software calcola le rate di ammortamento e gli effetti finanziari degli investimenti sullo stato patrimoniale.
33. **Calcolo del rating:** tramite un originale modello di "Credit scoring" basato sul sistema previsto da Basilea II per le banche, potrete valutare il rating dell'impresa o di un cliente della stessa, a livello consuntivo e prospettico. Il programma consente di selezionare dal menù a tendina sette tipologie di rating, a seconda che si desideri una valutazione a consuntivo o prospettica (Forecast). Le analisi, come previsto dal metodo di Basilea II "Internal Rating Foundation o IRB di Base", si sviluppano attraverso tre livelli:
 1. Analisi qualitativa= basata su 60 alternative (mercato, know-how, organizzazione, qualità, ecc.).
 2. Analisi quantitativa= basata su 35 indicatori economici, finanziari e patrimoniali.
 3. Analisi andamentale= basata su 40 alternative (informazioni da Centrale Rischi, rapporti bancari, ecc.).A ciascuna delle tre analisi è assegnato un punteggio complessivo, in base all'importanza data a ciascun comparto (pesi). I risultati delle tre analisi vengono, quindi, "ripesati" per determinare lo Score complessivo.
34. **Pricing dell'operazione di credito:** il software, in base al rating assegnato, calcola l'accantonamento bancario applicando l'algoritmo di Basilea II e definisce un tasso d'interesse compatibile, in base allo stesso rating, per un'operazione di finanziamento.
35. **Valutazione:** La sezione è dedicata ai criteri metodologici più diffusamente applicati in sede di valutazione d'impresa o di specifici rami d'azienda. Ritenendo necessario fornire alcune argomentazioni di natura teorica e operativa relativamente al criterio applicato in questo lavoro di analisi, l'obiettivo che ci si pone è, in particolare, quello di descrivere sinteticamente gli approcci valutativi in uso, fornendo risposte alle problematiche ad essi connesse. Come è noto in letteratura i metodi valutativi d'azienda possono in generale basarsi sull'analisi dei seguenti elementi:
 1. il patrimonio;
 2. i flussi di risultato;
 3. le grandezze economiche e finanziarie di soggetti appartenenti al medesimo settore di attività (comparabile).

In una visione integrata, gli approcci che ruotano intorno ai suddetti elementi costituiscono lo schema di analisi cui fare riferimento nel processo valutativo.

Componenti di questa sezione:

Calcolo del valore con il metodo patrimoniale.

Calcolo del valore con il metodo reddituale.

Calcolo del valore con il metodo misto.

Calcolo del valore con il metodo finanziario.

Calcolo del valore con il metodo EVA®.

Calcolo del WACC.