

Valutazioni d'azienda

Prof. Stefano Pozzoli
Università di Napoli Parthenope

Questioni Preliminari

Ricevimento, testi, materiale didattico, ecc.

2

Prof. Stefano Pozzoli

ORARIO LEZIONI

- ▶ Lunedì: 14:00 – 17:00
- ▶ Martedì: 08:00 – 11:00
- ▶ Mercoledì : 08:00 - 10:00



RICEVIMENTO

In Dipartimento: martedì alle 11:00

On-line: stefano.pozzoli@uniparthenope.it
(mettendo nell'oggetto valutazione)

▶ 3

Prof. Stefano Pozzoli

I testi per l'esame

S. Pozzoli, Valutazione d'azienda. Tecniche operative di misurazione del valore, Milano, Ipsoa, 2013

S. Pozzoli, L'analisi di bilancio. E book, Milano, Ipsoa, 2014

I testio vanno comunque integrato con le slide e il materiale didattico che si trova sul sito www.studiopozzoli.net o che verrà inviato via email

▶ 4

Prof. Stefano Pozzoli

Questo è il libro di testo di Valutazione



STRUTTURA DEL VOLUME

- 1) Misurare il valore;
 - 2) Processo e principi di valutazione
 - 3) Organismo italiano di valutazione
 - 4) Base normativa ed analisi fondamentale;
 - 5) Il costo del capitale;
 - 6) Il metodo patrimoniale;
 - 7) Gli intangibili
 - 8) Il metodo reddituale;
 - 9) Il metodo finanziario;
 - 10) Il metodo misto patrimoniale-reddituale;
 - 11) I molteplici aspetti di borsa e le transazioni comparabili;
 - 12) La relazione di valutazione nella pratica professionale;
 - 13) La valutazione delle aziende in crisi;
 - 14) La valutazione delle aziende in assenza di dati positivi;
 - 15) Un caso di valutazione aziendale.
- Appendice

▶ 5

Prof. Stefano Pozzoli

E questo è l'ebook di analisi di bilancio



- ▶ Il Bilancio
- ▶ La riclassificazione dello Stato Patrimoniale
- ▶ Il Conto Economico e le aree di gestione
- ▶ La riclassificazione del Conto Economico
- ▶ L'analisi per indici

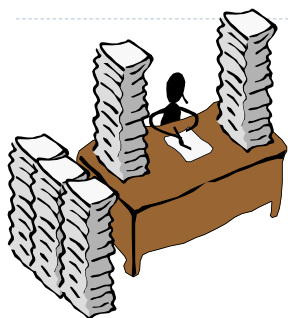
Il testo si compra sul sito IPSOA, al link:

http://shop.wki.it/Ipsoa/eBook/eBook_Come_fare_L_analisi_di_bilancio_s478416.aspx

▶ 6

Prof. Stefano Pozzoli

IL MATERIALE DIDATTICO



Si trova sul sito
www.studiopozzoli.net

Precisate, alla iscrizione, di essere studenti, così riceverete tutte le comunicazioni relative ai corsi!

7

Prof. Stefano Pozzoli



▶ 8

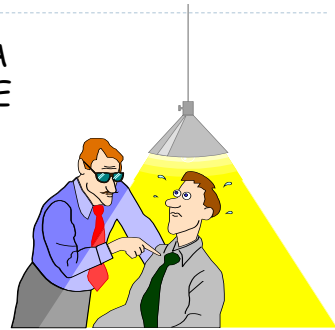
Il corso è avanzato. Si
presuppone la conoscenza di:

- ▶ **Fondamenti di economia aziendale**
- ▶ **Elementi di matematica finanziaria** ed attuariale
- ▶ **Bilancio e principi contabili**
- ▶ **Analisi di bilancio** (a cui però dedicheremo alcune lezioni e per la quale sono a disposizione delle dispense)

▶ 9

Prof. Stefano Pozzoli

LA PROVA DI ESAME



▶ 10

Prof. Stefano Pozzoli

Valutare: perché?



- ▶ Funzione di garanzia
- ▶ Supporto alla strategia
- ▶ Misurazione delle performance
- ▶ Nella formazione del bilancio

▶ 11

Prof. Stefano Pozzoli

Funzione di garanzia

- ▶ Nelle operazioni di finanza straordinaria le valutazioni fatte da terzi sono essenziali, perché

Regolano i rapporti
tra i soci attuali e
potenziali

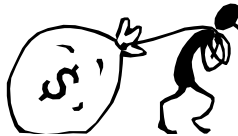
Danno conferme,
dimostrazioni e garanzie
formali sull'esistenza di
un certo valore del
capitale

▶ 12

Prof. Stefano Pozzoli

Supporto alle strategie

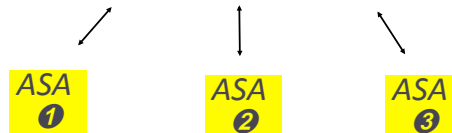
- Sviluppo
- Integrazione
- Ristrutturazione



... tutto ciò al fine di “creare valore”...

Prof. Stefano Pozzoli

Approccio “Value-based planning”



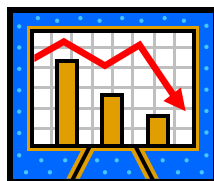
Supporto alle strategie

Es. Acquisizione e cessione di ASA

Prof. Stefano Pozzoli

Misurazione della performance

Per misurare il valore non ci si deve focalizzare solo su dati contabili ma anche su indicatori che tengano conto della creazione di valore dell'azienda...



15

Prof. Stefano Pozzoli

APPROFONDIMENTO

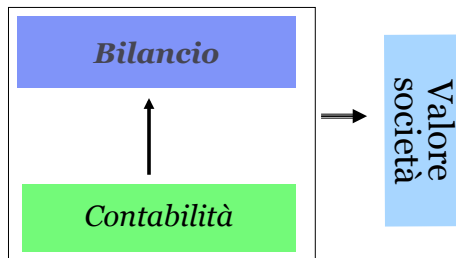
Per ulteriore approfondimento sul perché misurare il valore si legga “Il Valore dell'impresa”, Copeland, Koller, Murrin, capitolo 1



16

Prof. Stefano Pozzoli

Formazione del bilancio IAS/IFRS



17

Prof. Stefano Pozzoli

Principio del “costo”

Vs



Principio del “fair value”

Il passaggio al principio del fair value ha provocato il necessario adeguamento dei valori contabili ai valori di mercato

Prof. Stefano Pozzoli

Valutare: Come?

Alcuni punti da ricordare:

- ▶ La valutazione delle aziende non è un'applicazione meccanica di criteri e di formule
- ▶ Per realizzare una valutazione attendibile bisogna disporre, oltre che di una serie di strumenti concettuali e d'informazioni
- ▶ Ed anche della *capacità di “capire” l'azienda*, le sue politiche, le sue strategie, inquadrandola nel contesto in cui opera

19

Prof. Stefano Pozzoli

Azienda e valutazione

Il valore di un'azienda va interpretato in senso “relativo”.

La valutazione non porta ad un risultato certo e definitivo. Il valore espresso è valido alla data in cui viene formulato, per le finalità per le quali è elaborato e in presenza di precise condizioni



20

Prof. Stefano Pozzoli

I postulati della valutazione

- ▶ **Razionalità:** seguire un processo logico, chiaro e convincente
- ▶ **Neutralità:** prescindere dagli interessi delle parti
- ▶ **Stabilità:** quale che sia il metodo utilizzato limitare al massimo tutti gli elementi effimeri e straordinari
- ▶ **Dimostrabilità:** i dati che entrano nel processo di calcolo e le formule che li utilizzano devono essere verificabili

▶ 21

Prof. Stefano Pozzoli

Quali le fonti?

- ▶ In Italia non ci sono ad oggi standard di valutazione, anche se è stato di recente costituito l'Organismo Italiano di Valutazione (luglio 2011)
- ▶ Negli Stati Uniti sono invece considerati il punto di riferimento gli Uniform Standards of Professional Appraisal Practise (USPAP) che però nella nuova edizione hanno stralciato la parte relativa alla deontologia
- ▶ Prezioso è anche il documento dell'AICPA, che ha dato avvio alla pubblicazione degli Statement on Standards for Valuation Services, pubblicandone però solo uno: Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset

▶ 22

Prof. Stefano Pozzoli

Ma cosa si vuole ottenere con una valutazione?

- ▶ L'obiettivo è di arrivare ad un "valore" che sia attendibile e che sia prossimo ad un "valore di mercato"
- ▶ Il risultato però non è necessariamente prossimo al prezzo, anche se a questo dovrebbe in qualche misura corrispondere.
- ▶ Infatti:
 - ▶ Il valore che viene proposto in una valutazione è "razionale", non è detto che il prezzo lo sia
 - ▶ Il valore che viene individuato è quello di una azienda "stand alone", mentre chi acquista può accettare di pagare di più per motivi diversi
 - ▶ ...

▶ 23

Prof. Stefano Pozzoli

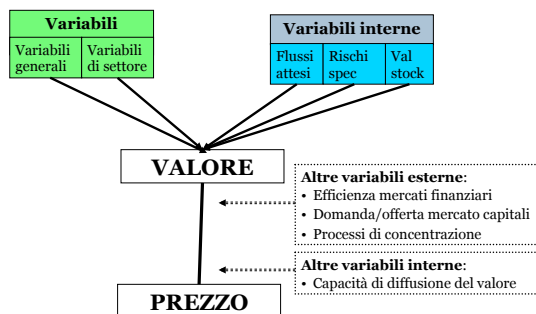
Prezzi e Valori



▶ 24

Prof. Stefano Pozzoli

"Prezzi e Valori" o "Prezzi vs valori"?



► 25

Prof. Stefano Pozzoli

Un tema su cui soffermarsi



► 26

Prof. Stefano Pozzoli

Dal valore "stand alone" al valore di acquisizione?

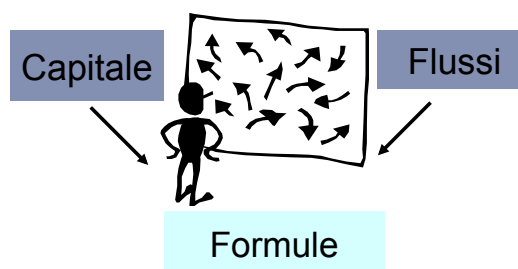
I prezzi (e quindi i valori?) delle aziende sono fortemente influenzati da fattori strategici e di sinergia; quest'ultima però non è compresa nelle tradizionali formule valutative anche se di fatto ha una grande importanza



Per questo qualcuno sostiene che la stima dell'impresa al suo valore "stand alone" non è più sufficiente

► 27

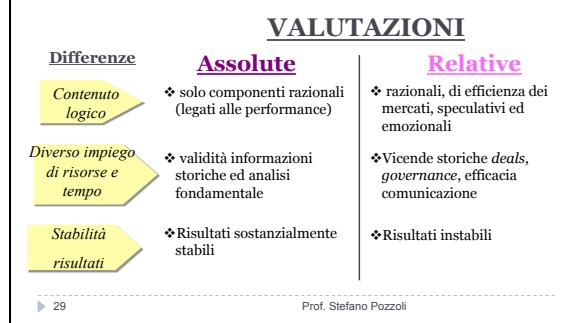
I metodi di valutazione



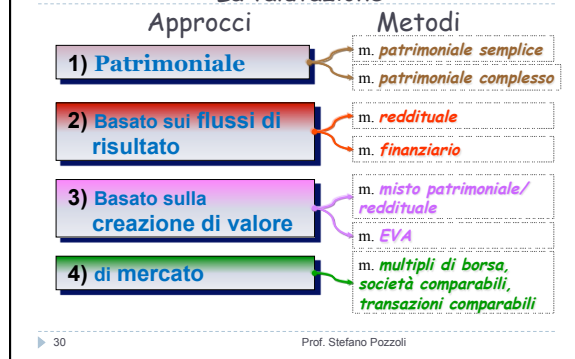
► 28

Prof. Stefano Pozzoli

La valutazione: metodologie



La valutazione:



Le raccomandazioni UE /FEE in tema di valutazione d'azienda

Cenni

31

Prof. Stefano Pozzoli

Federazione degli Esperti Contabili

- L' U.E.C., (Unione Europea degli Esperti Contabili, Economici e Finanziari) nasce nel 1951 ed associa diversi organismi professionali contabili dei Paesi europei (per l' Italia vi hanno aderito il C.N.D.C. e il C.N.R.)
- Questa associazione si occupa di materia contabile in senso lato ed ha lo scopo di
 - promuovere lo studio dei procedimenti aziendalistici soprattutto di informazione e controllo dell' impresa cercando di rendere più agevoli gli scambi di tali flussi conoscitivi;
 - intraprendere iniziative indirizzate al miglioramento delle condizioni di lavoro e dei metodi operativi degli aderenti.
- Nel corso della seconda metà anni '80 la U.E.C. è stata denominata F.E.E.(Federazione Europea degli Esperti Contabili) in seguito alla fusione con il gruppo di studio degli esperti contabili C.E.E.(Comunità Economica Europea);
- F.E.E. raggruppa oggi ben **32** organismi contabili europei ed è una organizzazione riconosciuta a livello internazionale dall' I.F.A.C.

► 32

Principali raccomandazioni U.E.C./F.E.E.

- Dalla sua formazione anni '50 agli inizi anni '80

Momenti principali :

- Anno **1961** (I raccomandazione)
- Anno **1967** (modifica I raccomandazione)
- Anno **1980** (II raccomandazione)

► 33

Anno 1961

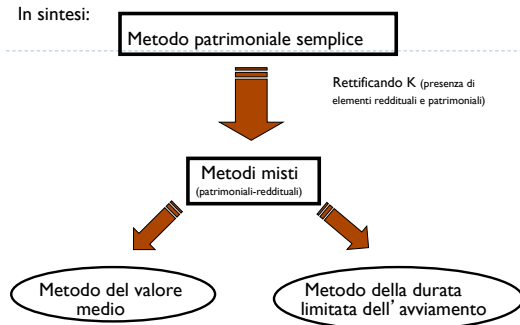
I raccomandazione emanata a nome U.E.C. dalla commissione speciale in materia, istituita nel 1955, anno in cui questo organismo ebbe il primo interessamento al tema della valutazione d'azienda.

CONTENUTO:

La U.E.C. parte dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice ma, per l'esigenza di rettificare K in base alla capacità di reddito arriva a suggerire l'applicazione dei metodi misti (mediazione tra procedimenti patrimoniali e quelli reddituali).

► 34

In sintesi:



► 35

Metodo misto: il valore medio

- Il metodo misto del valore medio (detto anche dei pratici tedeschi) assegna uguale importanza nella determinazione di W alla composizione qualitativa e quantitativa del capitale e alla sua redditività futura.

In formula:

$$W = 1/2(K' + R/i)$$

dove:

W= valore dell'azienda da ricercare

K'= valore del patrimonio netto rettificato

R= reddito medio prospettico

i= tasso di attualizzazione

► 36

La formula precedente può essere scritta anche:

$$W = K' + \frac{1}{2} * (R/i - K')$$

È il goodwill o badwill considerato per metà del suo valore (si tratta di una media)

IPOTESI SOTTOSTANTE AL METODO:

Impossibilità di determinare con precisione il punto, situato tra R/i e K' in cui si fissa il determinando valore di un'azienda (W), perciò si ipotizza che tale punto si trovi ad una distanza media tra i due parametri.

LIMITI:

- Assenza di linearità teorica;
- Assenza di razionalità economica (l'azienda non potrebbe scindere il proprio valore, che è unitario, e solo ipoteticamente il suo valore è proprio a metà dei due parametri. Il valore, in realtà, si colloca tra i due parametri, ed è raro che sia proprio a metà. Anche l'avviamento è considerato per metà del suo valore);
- Non applicabile in aziende con bassa redditività.

► 37

4/12/07

Metodi misti: durata limitata dell'avviamento

- Il metodo della durata limitata dell'avviamento (detto anche di tipo anglosassone) attribuisce, rispetto a quello del valore medio, maggiore importanza all'avviamento.

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

W = valore dell'azienda da ricercare
 K' = valore patrimonio netto rettificato
 R = reddito futuro durevole normalizzato (deriva dalle risultanze storiche e soprattutto dall'apprezzamento delle prospettive future)
 a_{n-i} = $\frac{v.a. \text{rendita unitaria posticipata}}{\text{tasso di interesse}}$ dove i è il tasso di attualizzazione del sovrareddito

► 38

Analisi della formula :

W = valore del patrimonio rettificato più il v.a. del sovrareddito

$i' = \underbrace{i_1}_{\text{durevole}} + \underbrace{i_2}_{\text{realizzabile}}$ remunerazione per il rischio, l'U.E.C. consiglia -30% profitto
 tasso di remunerazione del puro investimento di capitale in attività finanziarie risk free (titoli di stato). Esso deve essere maggiorato del 50% perché secondo l'U.E.C. i capitali investiti in azienda sono vincolati a lungo termine.

Ipotesi : $i' = i$ → tendenza ad assicurare congrua remunerazione sull'intero W e non soltanto su K'

Durata del sovrareddito: $(R - i * W)$ cioè $R > i * W$ perciò c' è un goodwill. La durata dipende se:

- Il goodwill è influenzato da **fattori oggettivi** (marchi, brevetti, know-how) è più persistente e durevole, ed è ammortizzabile in 5-8 anni (inserisco al posto di n nella formula della rendita)
- Il goodwill è influenzato da **fattori soggettivi** (come la personalità dell'imprenditore) è meno durevole e si ammortizza in 3 anni (inserisco al posto di n nella formula della rendita)

N.B.: se $(R < i * W)$ = badwill si verifica in ipotesi di valutazione di aziende in perdita o con redditi positivi ma, bassi (non congrui).

► 39

Conclusioni

Riassumendo l'U.E.C.:

- predilige l'applicazione dei metodi misti;
- non esprime una netta preferenza tra i due procedimenti operativi illustrati (metodo dei pratici tedeschi e quello anglosassone);
- si limita ad osservare che il metodo misto della durata limitata dell'avviamento (anglosassone) è migliore concettualmente;
- saggiunge che è conveniente applicare entrambi per poter fare un confronto tra i valori ottenuti (le due tipologie di metodi misti danno differenti risultati).

► 40

4/12/07

Anno 1967

Modifica *raccomandazione* :
VARIAZIONE della formula della durata limitata
dell'avviamento.

Anno 1961 vs Anno 1967

$$W = K' + a_{n-t} * (R-i*W) \Rightarrow W = K' + a_{n-t} * (R-i*K')$$

▶ 41

4/12/07

Un commento:

- La modifica deriva dall'esperienza pratica
- La formula è più corretta dal punto di vista matematico finanziario in quanto la formula del v.a. della rendita considera già la remunerazione del goodwill
- Adesso il tasso di interesse (i) è moltiplicato al patrimonio netto rettificato anziché al valore globale dell'azienda
- Notevole importanza sempre riconosciuta ai metodi misti

▶ 42

Anno 1980

Il raccomandazione

Contenuto

- W teoricamente corretto deriva dal v.a. dei flussi di cassa netti (fondi distribuibili e v. finale di liquidazione) generati dall'azienda stessa nel corso della sua vita, che un acquirente può attendersi di ricavare da quell'impresa;
- La stima dei flussi monetari netti ha grandi difficoltà di previsione (incertezza), così si osserva il seguente passaggio:

METODO FINANZIARIO

$$(W = F_1 \cdot v^1 + F_2 \cdot v^2 + \dots + F_n \cdot v^n + F_n \cdot v^n)$$

Dove: v=coefficiente di attualizzazione
F=flussi di cassa netti
F_n=flusso cassa al tⁿ include il v. liquidazione

METODO REDDITUALE

$$(W = R/i)$$

▶ 43

4/12/07

- I redditi attesi sono determinati sulla base di previsioni accurate dei risultati futuri mediante piani e programmi;
- Tasso di attualizzazione (i') viene fissato, ove possibile, anno per anno, in funzione del tasso di interesse del mercato dei capitali e del rischio generale d'impresa.
- Non esiste più l'incremento 50% sul tasso di remunerazione del puro investimento di capitale;
- Si continua ad abbattere il profitto durevolmente realizzabile nella misura del 30% per fronteggiare il rischio ec. generale d'impresa;

$$i' = i_1 + i_2$$

- 30% redditi futuri durevoli
a causa del rischio economico
generale d'impresa

Tasso di interesse del puro invest. (Risk free)

Incremento 50% perché i capitali investiti nelle aziende
hanno vincolo di lungo periodo

▶ 44

4/12/07

- Depotenziamento del valore del metodo patrimoniale che, secondo l'U.E.C., è un procedimento di valutazione ausiliario;
- La previsione dei redditi futuri distribuibili è incerta e difficile per carenza di informazioni e a volte anche per la mancanza di un efficiente sistema di pianificazione aziendale, l'U.E.C. accetta i metodi misti come soluzioni di compromesso.

Sintetizzando:

Anni '61-'67 U.E.C. valorizza metodi misti

**Anni '80 U.E.C. valorizza metodi reddituali
metodi finanziari (in teoria)
accetta metodi misti**

► 45

4/12/07

In seguito, la FEE

- Non ha emanato raccomandazioni ma si è limitata a dettare *principi e linee di comportamento* da osservare nel momento in cui l'esperto contabile effettua la valutazione d'azienda.

Tra i **principi** più rilevanti da osservare :

- L'azienda da valutare deve essere considerata come un'entità unitaria (infatti l'impresa è un sistema) e non come la mera somma di diversi valori individuali;
- W è funzione della situazione ec-finanziaria futura e le situazioni del passato e del momento della valutazione sono solo elementi per orientare le determinazioni di valutazione;
- Il valore minimo di un'azienda è rappresentato dal valore di liquidazione;
- Le ipotesi sulla situazione ec-finanziaria futura dell'azienda e sui fattori ambientali esterni, prese come base nel procedimento di valutazione, devono essere coerenti, chiare ed inserite all'interno della relazione di valutazione.

► 46

4/12/07

.... e con le linee di comportamento il perito

- deve essere neutrale e deve porre attenzione alla variabile fiscale nonché alle passività potenziali ed alle situazioni di indebitamento;
- deve possedere indipendenza operativa e professionale, un'autonoma capacità di valutare ed il suo impegno riguarda l'obiettività, la correttezza, la riservatezza e la deontologia professionale;
- non deve effettuare una valutazione troppo prudente per cautelarsi, perché il principio della prudenza in questo momento è relativo;
- nella relazione di valutazione deve indicare le ipotesi formulate, i dati utilizzati (necessità di bilanci revisionati) e le considerazioni a cui è giunto.

► 47

4/12/07

Cosa accade all'estero

PAESI DELL'EUROPA CONTINENTALE

Francia	<u>METODI PATRIMONIALI, REDDITUALI E MISTI</u>
Germania	METODI REDDITUALI E MISTI

PAESI ANGLOSASSONI ED AD INFLUENZA ANGLOSASSONE

U.K.	METODI FINANZIARI E DI MERCATO
Olanda	METODI FINANZIARI E REDDITUALI
U.S.A.	METODI FINANZIARI E DI MERCATO

► 48

I fattori determinanti tali scelte di applicazione

Nei paesi dell'Europa continentale per valutare le aziende prevalgono i metodi patrimoniali, reddituali e misti; mentre nei paesi anglofoni emergono quelli finanziari.

Le *cause* sono da ricercarsi nella diversa concezione "teorica" dell'azienda che poi si riflette sulle varie metodologie applicate.

Nei paesi di cultura anglosassone:

PREREQUISITI: l'esistenza di efficienti, dinamici e sviluppati mercati finanziari



Valutazione dell'azienda = Valutare l'investimento effettuato nell'azienda

Obiettivo nella valutazione d'azienda è massimizzare il valore di mercato delle azioni

► 49

I fattori determinanti tali scelte di applicazione

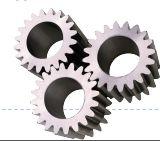
Nei paesi continentali:

PREREQUISITI: mancanza di efficienti, dinamici e sviluppati mercati finanziari



Valutazione dell'azienda = Determinare il valore economico del capitale

Obiettivo dell'azienda e della valutazione d'azienda è conoscere e massimizzare il valore del capitale economico



► 50

Obsolescenza del paradigma valutativo

Come detto finora, il valore dell'impresa viene espresso mediante una formula, assumendo che essa comprenda tutti i fenomeni determinanti del valore, accuratamente misurati e collegati tra loro.

Guatri critica questo approccio perché le formule:

- Considerano solo alcuni fenomeni determinanti del valore
- Le grandezze fondamentali non sono sempre adeguatamente misurate e analizzate
- I vari approcci valutativi non sono razionalmente collegati con il rischio di giungere a risultati che si contrappongono

►

51

Pertanto, per Guatri:

► L'approccio tradizionale per la valutazione delle imprese è diventato carente per molteplici ragioni:

- Insufficienza delle formule
- Importanza degli intangibili
- Il differimento del valore nel tempo
- I tassi nel processo valutativo
- Le nuove filosofie di gestione

► 52

INSUFFICIENZA DELLE FORMULE

Per determinare in modo credibile il valore dell'azienda bisogna analizzare a fondo le capacità, le competenze, i mercati e le strategie



È necessario disporre di idonee basi informative e di una accurata analisi fondamentale

IMPORTANZA DEGLI INTANGIBILI

Gli intangibili assumono sempre più peso crescente nel determinare i risultati delle imprese, le loro prospettive di valore e i prezzi di negoziazione delle imprese stesse



Gli investimenti si spostano gradualmente dalle immobilizzazioni tecniche agli intangibili; ma tali investimenti nei bilanci non sono espressi o lo sono con modalità incomplete

53

IL DIFFERIMENTO DEL VALORE NEL TEMPO

Valori e prezzi sono influenzati da risultati economici lontani nel tempo e da previsioni sempre più incerte

TASSI: COMPONENTE ESSENZIALE DEL PROCESSO VALUTATIVO

Con il crescente differimento del valore nel tempo assume notevole importanza la scelta dei tassi nel processo valutativo; non ci si deve basare su scelte prettamente matematiche né su scelte soggettive dell'esperto che non possono essere dimostrate.

54

NUOVE FILOSOFIE DI GESTIONE

Le aziende hanno assunto nel tempo nuove filosofie gestionali, modificando anche i loro obiettivi; es.: finalità di sopravvivenza a lungo termine, conservazione e miglioramento dell'intangibile, ricerca di valore in senso non solo contabile, investimenti per fidelizzare il personale



Questi sono tutti aspetti non considerati negli algoritmi delle classiche formule del paradigma valutativo



Non esistono procedimenti standard di stima!

Ma il perito di volta in volta deve considerare le caratteristiche dell'impresa oggetto di valutazione; scegliendo l'approccio, il metodo e i parametri più idonei necessari per un'analisi preliminare.

55

La critica di Guatri alle formule ed ai modelli tradizionali di valutazione

a) Confusione tra valori e prezzi:

- prezzi: dati espressi dal mercato
- valori: stimati con vari criteri, ricorrendo a modelli e formule che contengono una parte dei fattori determinanti del valore, tradotti in grandezze sulla base delle informazioni disponibili; i valori sono opinioni ovvero giudizi

b) Confusione tra valutazione assoluta e relativa:

- valutazione assoluta o analitica: si basa su modelli e formule
- valutazione relativa o comparativa: si basa su moltiplicatori di società comparabili e di transazioni comparabili

I 2 risultati (valori) hanno perciò significati diversi; il rischio che si corre è quello di sommarli, confrontarli come se fossero grandezze omogenee.

56

Altre critiche...

c) Molteplicità di modelli e di formule per la valutazione assoluta

Dai comportamenti applicativi derivano diversi modelli ispirati a vari principi ai quali corrispondono diversi criteri di stima vari metodi di calcolo

d) Le formule assolute non catturano tutte le leve del valore: non esistono formule che considerano tutti i fattori determinati del valore anzi alcuni vengono esclusi

e) Usi inadeguati e impropri dei multipli: il loro uso è stato messo in discussione per:

- ▶ carenza di metodi e di strumenti necessari per il loro calcolo
- ▶ applicazione impropria e per fini sbagliati

▶ 57

Ancora:

f) Crescente importanza dei flussi attesi nel lungo termine

La credibilità dei flussi attesi di reddito e di cassa a lungo termine attualizzati diminuisce man mano che ci allontana nel tempo. Spesso non si dispone di un piano strategico formalizzato costruito su informazioni idonee

g) Crescente importanza dei tassi di attualizzazione e di capitalizzazione

La scelta dei tassi non può basarsi solo sull'applicazione di metodi matematici poiché essi concorrono a determinare il valore terminale. La scelta è parte integrante del processo valutativo

h) Anche le valutazioni comparative non sono "senza ipotesi"

La costruzione dei multipli deriva da processi di aggiustamento con lo scopo di migliorare la qualità e l'utilità dello strumento

▶ 58

i) Carenze informative

riguardano sia le valutazioni relative sia quelle assolute e sono alla base delle debolezze dei metodi tradizionali di valutazione; se eccessive viene meno la credibilità del processo valutativo



forte base informativa e accurata analisi fondamentale sono condizioni indispensabili per una seria valutazione assoluta.

l) Sinergie e potenziali latenti

In alcuni casi il valore non può essere determinato analizzando solo l'azienda stessa (stand alone) ma si deve verificare se risulta essere integrata in altre aziende, in questo caso fondamentale per il giudizio finale è la valutazioni di eventuali sinergie e di potenziali latenti.

m) Difficoltà di dimostrazione e di comunicazione

bisogna indicare chiaramente i criteri, le informazioni utilizzate e le scelte discrezionali che sono alla base del processo valutativo; la relativa comunicazione deve essere completa, chiara e semplice.

▶

59

Il "giudizio integrato di valutazione"

Come porre rimedio alle carenze del vecchio modello valutativo?

- ▶ Maggiore importanza e attenzione alla base informativa e all'analisi fondamentale
- ▶ Ricorso sempre crescente ad analisi relative mediante l'uso di moltiplicatori
- ▶ Ricorso a una pluralità di modelli e formule nelle valutazioni assolute

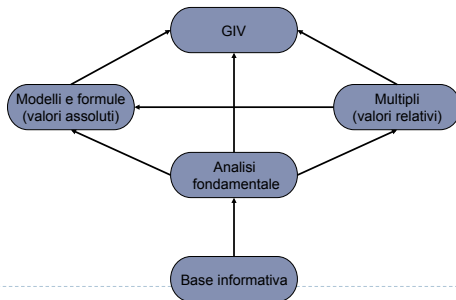
In sostanza Guatri propone un passaggio a modelli valutativi più articolati dove le valutazioni assolute e quelle relative sono associate

▶

60

I 3 PILASTRI DEL GIV

Il GIV è un processo basato su 3 pilastri



▶ 61

L'approccio del GIV

- ▶ **I tre pilastri** non devono essere visti come fasi autonome del processo valutativo, né esiste tra loro un ordine di importanza.
- ▶ **Solo così è possibile** rendere più credibile il processo valutativo, anche se ciò comporta la creazione di schemi composti e di maggiore difficoltà, con lo scopo di migliorare il processo valutativo, rendendolo più affidabile, razionale e dimostrabile

▶ 62

I valori assoluti

- ▶ Capacità di catturare un numero elevato di fattori determinanti del valore
- ▶ Applicazione del modello in maniera convincente, obiettiva e non dipendente da scelte arbitrarie
- ▶ Neutralità

▶

Prof. Stefano Pozzoli

I valori relativi

Sono i valori legati al mercato. Per questi occorre:

- Identificare le leve del valore
- Identificare le variabili di contesto



Guidano i prezzi del mercato finanziario nella prospettiva di una migliore copertura delle informazioni rilevanti ai fini della valutazione

▶

Prof. Stefano Pozzoli

La BASE INFORMATIVA

VALUTAZIONI ASSOLUTE

- Analisi strategica
- Analisi storica
- Informazione patrimoniale
- Informazioni sui tassi
- Piani pluriennali

VALUTAZIONI RELATIVE

- Caratteristiche delle società campione
- Caratteristiche delle transazioni comparabili

Prof. Stefano Pozzoli

APPROFONDIMENTO

Per ulteriore approfondimento sul "Giudizio Integrato di Valutazione" si legga "*Nuovo trattato sulle valutazioni delle aziende*", Guatri, Bini, 2005 capitolo 2



66

Prof. Stefano Pozzoli

I metodi di valutazione

67

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo patrimoniale



La logica: esprimere il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo ...

Punto di partenza: situazione patrimoniale dell'azienda, espressa con **valori di funzionamento**



Si opera una **stima analitica a valori correnti di sostituzione**

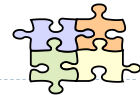
► 69

Prof. Stefano Pozzoli

L'analisi patrimoniale comprende



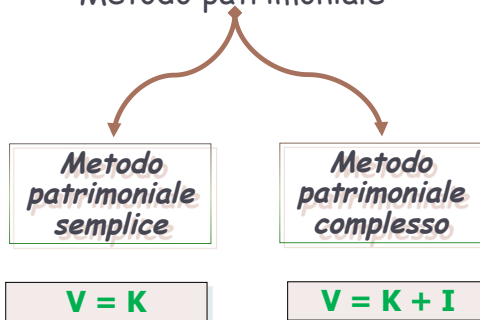
- Revisione /correzione dei valori contabili
- Stima a valori correnti delle attività materiali
- Eventuale attualizzazione delle passività finanziarie
- Stima degli intangibili



► 70

Prof. Stefano Pozzoli

Metodo patrimoniale



► 71

Prof. Stefano Pozzoli

Una questione preliminare

È utile distinguere tra **beni pertinenti e non** alla gestione caratteristica?

CONTRARI

- ✓ Incertezza della distinzione
- ✓ Problemi confronto con risultati economici
- ✓ Irrilevanza distinzione

FAVOREVOLI

Tesi prevalente perché nei metodi valutativi sui flussi attesi, i beni "estranei":

- ✓ sono spesso all'origine di flussi anomali per qualità e quantità;
- ✓ originano flussi destinati a cessare

► 72

Prof. Stefano Pozzoli

Le fasi del metodo patrimoniale

- ✓ Determinazione del CN
- ✓ Accertamento delle rettifiche
 - a) revisione contabile degli elementi attivi e passivi
 - b) riespressione in valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari
- ✓ Rettifica oneri finanziari
- ✓ Valutazione del capitale immateriale
- ✓ Interpretazione del **capitale economico**

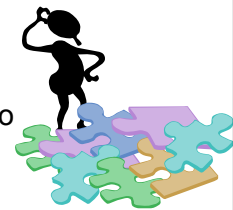
► 73

Prof. Stefano Pozzoli

Determinazione del CN contabile

Le aree del CN

- § Il Capitale Sociale
- § Le riserve di utili
- § Le altre riserve
- § Il risultato d'esercizio



► 74

Prof. Stefano Pozzoli

Accertamento delle rettifiche

a) Revisione contabile degli elementi attivi e passivi

In assenza di certificazione, si deve appurare che:

- ✓ tutte le attività e le passività siano contabilizzate
- ✓ le poste attive sia fondate su validi documenti inventariali
- ✓ i crediti tengano conto delle effettive possibilità di recupero
- ✓ gli accantonamenti del passivo corrispondano a quanto maturato
- ✓ siano analiticamente determinati i ratei e i risconti
- ✓ siano adeguatamente valutati i rischi iscritti nei conti d'ordine o non iscritti

► 75

Prof. Stefano Pozzoli

Accertamento delle rettifiche

b) Riesprimere in valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari

VALORE
NETTO
CONTABILE



VALORE DI
FUNZIONAMENTO

- Opportunità ricorso a esperti del settore
- Specificità delle valutazioni tecniche

► 76

Prof. Stefano Pozzoli

Immobilizzazioni materiali

1) Beni che hanno un valore di mercato:

a) criterio del prezzo corrente

2) Beni per cui non esiste un mercato:

a) costo di ricostruzione (riproduzione);

b) costo di sostituzione

⇒ **Eventuale riduzione del valore di costo per tenere conto di deterioramento fisico e di obsolescenza**

► 77

Prof. Stefano Pozzoli

Immobilizzazioni materiali

❖ **Beni in leasing:** confronto tra valore corrente e valore attuale di rate a scadere e valore finale di riscatto

❖ **Immobili civili:**

a) di investimento:

- costo di ricostruzione
- valore di mercato
- valore di capitalizzazione del reddito

b) destinati alla vendita:

- prezzi di mercato

► 78

Prof. Stefano Pozzoli

Rimanenze e scorte

➤ **Materie prime**

- *costo storico FIFO o costo corrente*

➤ **Prodotti finiti**

- *costo di produzione o valore netto di mercato*

➤ **Prodotti in corso e semilavorati**

- *costo di produzione o proporzionalità al ricavo*

➤ **Commesse pluriennali**

- *costo o proporzionalità al ricavo*

► 79

Prof. Stefano Pozzoli

Titoli a reddito fisso

□ **Titoli quotati**

- *prezzo corrente o*
- *prezzo medio di ultimo periodo*

□ **Titoli non quotati**

- *valore nominale o*
- *costo o*
- *valore attuale flussi di cassa o*
- *se applicabile, prezzi correnti di titoli simili*

► 80

Prof. Stefano Pozzoli

Partecipazioni

1) Partecipazioni di controllo: sono *holding pure* o *società operative*?

2) Partecipazioni in società non controllate :

- a) *p. non di rilievo e quotate (prezzi di mercato);*
- b) *p. non di rilievo e prive di mercato (capitale netto contabile);*
- c) *p. di rilievo (stima – spesso approssimativa – di capitale economico)*

► 81

Prof. Stefano Pozzoli

Crediti

Gli elementi da considerare:



- ✓ Il valore nominale
- ✓ Il fondo svalutazione crediti
- ✓ Il fondo oscillazione cambi
- ✓ Eventuale attualizzazione

► 82

Prof. Stefano Pozzoli

Debiti finanziari

Gli elementi da considerare:

- ✓ Il valore nominale
- ✓ Il fondo oscillazione cambi
- ✓ Il valore attuale del debito a m-l termine

Si deve arrivare a individuare la **posizione finanziaria netta**, ossia la differenza tra passività finanziarie e attività finanziarie liquide

► 83

Prof. Stefano Pozzoli

Un quesito



Nel valorizzare le **plusvalenze** si deve tenere conto dell'onere fiscale?

► 84

Prof. Stefano Pozzoli

Il dubbio ...

Sì: perché il valore deve essere considerato già al netto del carico fiscale

No: perché alcuni beni non sono destinati al realizzo e vi è l'eventualità di rivalutazioni ex lege

► 85

Prof. Stefano Pozzoli

Come orientarsi

- L'orientamento prevalente è quello di applicare delle aliquote ridotte, intorno al 20%-25% (nel mondo professionale)
- Oggi si tende ad applicare delle aliquote fiscali "piene" (applicata dagli esperti delle merchant banks)
- Non sempre il peso è negativo: vi è il caso delle perdite pregresse...

► 86

Prof. Stefano Pozzoli

Calcolo fondo imposte latenti- seconda modalità

- a) Calcolo della plusvalenza potenziale:
Valore corrente – valore contabile
- b) Calcolo delle imposte latenti:
25% * plusvalenza potenziale

Esempio numerico:

a) Valore corrente	+ 2.467
(valore contabile)	(325)
= Plusvalenza potenziale	+ 2.142
b) Imposte latenti = 2.142 * 15% =	536

►

Il valore di liquidazione

Rappresenta la **grandezza-limite** del capitale (*equity side*) o delle attività lorde (*asset side*) di un'azienda, al di sotto del quale il risultato della stime non può scendere

Se la liquidazione è attuabile, bisogna tenere conto di una serie aggiuntiva ed eventuale di oneri:

- **Perdite di gestione** derivanti dalla necessaria continuazione, in volumi ridotti, dell'attività produttiva;
- **Oneri di liquidazione del personale** e contributi per agevolare l'esodo dei dipendenti;
- **Costi propri** dell'attività liquidatoria;
- **Perdite indirette** su aziende del gruppo e su aziende collegate

► 88

Prof. Stefano Pozzoli

Le fasi della liquidazione

1. **Preparazione dello stato patrimoniale** alla data di liquidazione
2. **Revisione dello stato patrimoniale**
3. **Programma di liquidazione**
4. **Stime dei proventi lordi** derivanti dalla liquidazione dell' attivo
5. **Stime dei costi diretti e indiretti**
6. **Stima degli utili e delle perdite** riguardanti le operazioni svolte nel periodo di liquidazione
7. **Stima del valore di liquidazione di tutte le passività**
8. **Piano finanziario**
9. **Attualizzazione dei ricavi e costi previsti (V_L – Valore attuale di liquidazione)**

► 89

Prof. Stefano Pozzoli

Pro e contro



Vantaggi

- ✓ Ridotta soggettività
- ✓ Basso grado di incertezza
- ✓ Buona attendibilità complessiva
- ✓ Notevole diffusione
- ✓ Facilità di applicazione
- ✓ Garanzie di cautela e prudenza

Limiti

- ✓ Scindibilità elementi dell' azienda
- ✓ Assenza di valutazioni reddituali
- ✓ Staticità di valutazione
- ✓ Metodo orientativo
- ✓ Inadattabilità ad aziende con bassa capitalizzazione

► 90

Prof. Stefano Pozzoli

Gli intangibles



Il patrimonio intangibile

Si può definire come l'insieme delle risorse immateriali che l'impresa è riuscita a generare ed alimentare nel tempo e delle quali dispone

Tali risorse possono avere:

- ⌘ un costo esplicito o implicito
- ⌘ un valore economico autonomo o un valore economico accertabile solo all'interno di un complesso aziendale

► 92

Quando una risorsa è un “bene intangibile”?

I requisiti

- Deve essere stata *originata da un flusso di investimenti*
- Deve garantire *benefici economici differenziali*
- Deve essere *misurabile* nel suo valore
- Deve essere **trasferibile**
 - estraiibilità
 - reddittività

Costi del personale ?

93

Quando una risorsa è un “bene intangibile”?

I requisiti secondo i PC internazionali (SFAS-IAS)

- Derivazione da diritti contrattuali o altri diritti (compresi i “contratti favorevoli”)**
- Separabilità**

Inoltre i *beni intangibili* sono distinti a seconda che la loro *vita economica utile* sia :

- Definita** → ammortamento
- Indefinita** → impairment

94

Classificazione degli *intangibles*: il criterio della dominanza
(per evitare la “duplicazione”)

Brevetti, progetti di R&S, software, tecnologie e know how, etc.	AREA DELLA TECNOLOGIA
Nome e logo della società, marchi, insegne, portafoglio prodotti, etichette, grafica, etc.	AREA DEL MARKETING
Software amministrativo, altri intangibles legati alle conoscenze e alle capacità, etc.	ALTRI INTANGIBLES

95

... e se qualcosa rimane escluso?

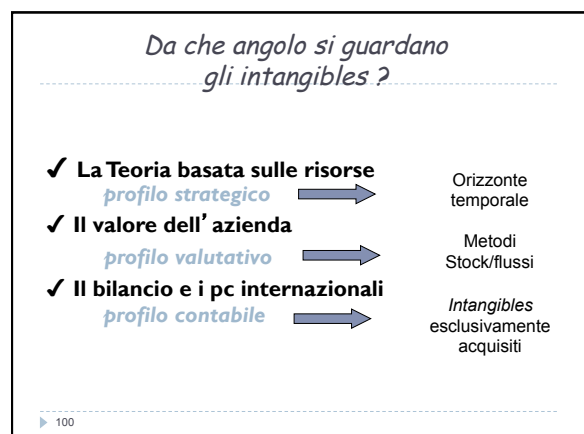
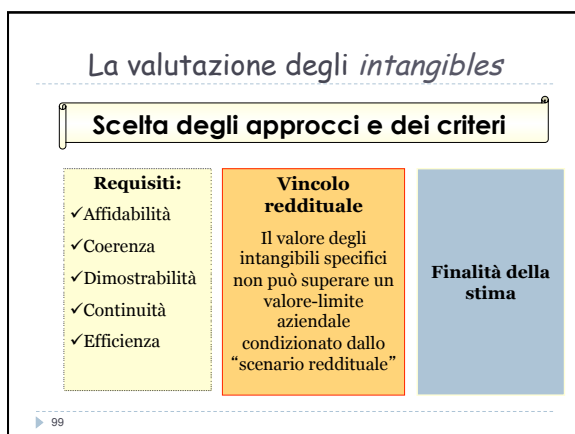
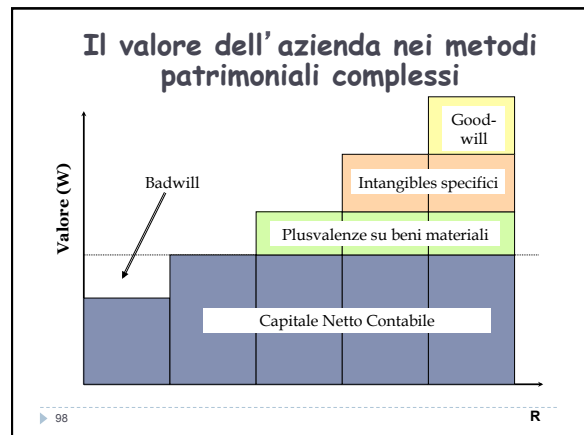
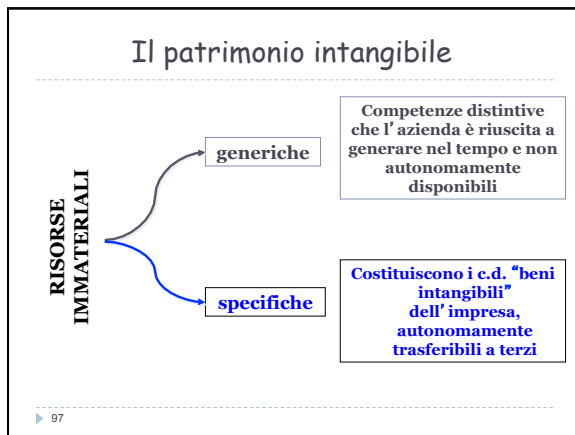
↓

AVVIAMENTO

Il **maggior valore** di cui il complesso patrimoniale è dotato rispetto alla somma del valore dei singoli beni materiali e immateriali, grazie alla capacità organizzative e gestionali che pervadono il complesso aziendale

La capacità di generare “extra-profitti”, cioè redditività superiore al “normale”

96



Approcci e criteri di valutazione degli *intangibles*

a) Approccio del costo

- a1) Criterio del costo storico
- a2) Criterio del costo residuale
- a3) Criterio del costo di riproduzione

b) Approccio del risultato economico differenziale

- b1) Criterio di attualizzazione dei risultati differenziali
- b2) Criterio del costo della perdita *

c) Approccio del mercato

- c1) Criterio delle transazioni comparabili *
- c2) Criterio dei tassi di royalty
- c3) Criterio dei multipli impliciti nei deals
- c4) Criterio dei multipli empirici
- c5) Criterio dei differenziali di multiplo sulle vendite
- c6) Criterio Interbrand *
- c7) Criterio Brand Rating

► 101

Il criterio del costo storico

Tale approccio fonda la valutazione del bene immateriale, sulle seguenti configurazioni di costo:

1. Costo storico residuale
2. Costo di riproduzione

Nota: Può essere usato per gli **intangibili in via di formazione**, quando l'efficacia degli investimenti e i benefici attesi sono difficili o impossibili da stimare

► 102

Il criterio del costo storico residuale

Secondo tale approccio il bene immateriale è valutato in base ai costi che storicamente si sono rivelati necessari per la formazione degli stessi beni, procedendo, se è necessario:

- Al loro allineamento monetario, tramite la riespressione dei costi a valori correnti;
- Al loro eventuale abbattimento per tener conto della residua possibilità di utilizzazione.

► 103

Abbattimento dei costi

L'abbattimento può avvenire secondo le seguenti tecniche:

1. Sottraendo al costo storico i relativi ammortamenti, dove questi ultimi sono assunti in proporzione al rapporto tra residua vita utile del bene e la sua vita complessiva;
2. Sommando tutti gli investimenti eccedenti o carenti rispetto al livello di spesa di mantenimento, senza deduzione degli ammortamenti.

Limite approccio: scarsa significatività che i costi storici possono talvolta presentare, soprattutto nelle ipotesi in cui il processo di formazione del costo è particolarmente lungo.

►

Il criterio del costo storico di riproduzione

La stima dei costi che dovrebbero essere sostenuti, all'epoca della valutazione, per sostituire il bene intangibile, cioè per ottenere un bene intangibile equivalente a quello in uso

- Il calcolo può essere fatto per **via analitica** o per **via di indici**
- Il costo di riproduzione va sottoposto a rettifica per tenere conto dello stato d'uso del bene

▶ 105

Calcolo dei costi: analitica e per indici

- **In via analitica:** vale a dire mediante l'accertamento puntuale dei volumi di attività e dei prezzi unitari (per esempio, in tema di valutazione di un marchio, tale approccio dovrebbe condurre alla determinazione della quantità e della qualità delle operazioni pubblicitarie, alla stima del loro costo, alla stima del periodo in cui dovranno essere effettuate e conseguentemente all'attualizzazione dell'importo complessivo del costo);
- **In via di indici:** vale a dire applicando coefficienti moltiplicatori della spesa annuale sopportata, espressiva dell'impegno economico necessario per riprodurre i beni in questione a prezzi correnti.

▶

Il criterio del costo storico di riproduzione. Caso della valutazione di un marchio

Parametri da considerare:

1. Costo da sostenere per il lancio e il consolidamento del marchio
2. Grado di notorietà presso il pubblico
3. Quota di mercato detenuta

Il **marchio A** consente al Gruppo X di detenere una quota del mercato nazionale della maglieria del 10% ed è caratterizzato da un livello di notorietà del 40% del campione di consumatori intervistato.

Si stimano necessari **investimenti pubblicitari pari a 20 milioni di euro** (10 milioni per il lancio e il consolidamento del marchio per ottenere la suddetta quota di mercato + 10 milioni per raggiungere il livello di notorietà conseguito). Si considera un arco temporale di 5-10 anni con cui vengono realizzati gli investimenti pubblicitari, con investimento annuale minimo di 2 milioni)

▶ 107

Il criterio del costo storico di riproduzione. Caso della valutazione di un brevetto

Parametri da considerare:

1. **Costi di invenzione** (costi per attività di ricerca di base e applicata, di progettazione e di sviluppo di prodotti e processi innovativi). Dati: costo medio a valore attuale per singola invenzione = 45 milioni di euro; n° brevetti = 110)
2. **Costi di formalizzazione** (costi per attività del progettista di redazione di relazioni tecniche, colloqui con il consulente brevettuale, verifica della documentazione). Dati: costo orario aziendale = 50 euro; n° ore progett. = 40)
3. **Costi procedurali** (costi di attività del consulente brevettuale di redazione delle domande di brevetto, deposito, pagamento tasse e, in generale, per tutte le formalità necessarie all'ottenimento dei brevetti, estensione ai paesi esteri, mantenimento). Si tratta di costi molto eterogenei, che sono stimati in 3.500 €

▶ 108

Il criterio dei risultati differenziali

All'approccio possono essere ricondotte le seguenti metodologie:

1. Metodo di attualizzazione dei risultati differenziali;
2. Metodo del costo della perdita.

Utilizziamo tale metodo quando un complesso di intangibles è all'origine di specifici e misurabili vantaggi da stimare **in via differenziale** rispetto a situazioni "medie" o "normali" di concorrenti che non ne fruiscono

► 109

Metodo di attualizzazione dei risultati differenziali

- Tale metodo muove dal presupposto concettuale che gli intangibles siano causa di specifici e misurabili vantaggi in termini economici: la loro valutazione risulta così ancorata ai vantaggi differenziali che sono in grado di produrre rispetto a situazioni ordinarie, accertabili mediamente nel caso della loro assenza. I vantaggi differenziali sono misurati dai maggiori ricavi al netto dei maggiori costi connessi all'esistenza e al mantenimento dei beni immateriali medesimi; tali vantaggi netti devono poi essere attualizzati in relazione alla prevedibile durata del loro positivo effetto e con riferimento a un tasso idoneo di attualizzazione.

►

Il criterio dei risultati differenziali. Caso della valutazione di un marchio

Caso di valutazione di una marca di apparecchi televisivi (tratto da Bini-Guatri)

1. **Determinazione del reddito differenziale.** Le grandezze sono state determinate sulla base dell'analisi differenziale (maggiori ricavi espressi nei prezzi di vendita e maggiori costi di produzione e commercializzazione – impiego di materiali di maggiore pregio e più alto margine per i rivenditori – rispetto ai concorrenti)
2. **Valori differenziali applicati ai ricavi e ai costi espressi in termini %.** Si calcola un risultato medio annuo differenziale di 4,725 milioni di euro
3. **Attualizzazione su un arco temporale di 5 anni** della misura media normale del risultato annuo differenziale

► 111

Il criterio dei risultati differenziali. Caso della valutazione di un marchio

(segue)

1. **Determinazione del differenziale di prezzo.** Confronto per categorie dimensionali omogenee tra i prezzi (al pubblico) degli apparecchi dell'azienda con marchio A e i principali prodotti dei più qualificati concorrenti. Si è calcolato un differenziale medio del prezzo di vendita pari al 28%.
2. **Determinazione del differenziale di margine di cui beneficia il rivenditore.** La media aritmetica dei margini di ricarico è pari al 12,7% del prezzo al pubblico. Concessi inoltre forti sconti sui prezzi di listino, pari al 4,8 % dei prezzi di vendita al pubblico. Il margine complessivo riconosciuto ai rivenditori è quindi del 17,5%. Dato che il margine mediamente riconosciuto dai concorrenti è pari all'8%, si ha un differenziale del 9,5%.
3. **Determinazione del differenziale di valore dei materiali.** Da un'analisi svolta con uno specifico concorrente con riguardo a differenti categorie dimensionali, la % media dei differenziali di valore dei materiali risulta pari al 9,3

► 112

Il criterio dei risultati differenziali. Caso della valutazione di un marchio

(segue)

1. *Riespressione della % del differenziale di margine di profitto in base ai prezzi praticati ai rivenditori*
2. *Il valore del Marchio A. Si applica la % del differenziale di margine di profitto al fatturato atteso (desunto dal budget) di 45 milioni di euro.*

Il risultato differenziale medio annuo così calcolato è attualizzato sulla base di un appropriato tasso di mercato (12%) su un orizzonte temporale stimato in 5 anni (stima prudente del periodo di tempo in cui marchio mantiene la sua forza propulsiva su vendite e margini di profitti rispetto ai concorrenti)

► 113

Il metodo del costo della perdita

Tale metodo consiste nella stima del danno derivante dall'eventuale venir meno della disponibilità dei beni immateriali; il danno:

- È quantificato in termini di caduta del margine di contribuzione e di comparsa di un eccesso di costi di struttura;
- Deve essere stimato per tutto il periodo ritenuto necessario al ripristino della situazione di equilibrio;
- Deve essere assunto nel suo valore attualizzato.

►

Il criterio del costo della perdita. Caso della valutazione di una rete di vendita

Caso di valutazione della customer list nel settore della telefonia mobile (tratto da Bini-Guatri)

Il valore della customer list è funzione di 3 principali drivers:

1. *Costo di acquisizione della base clienti*
2. *Costi di customer care* (chiamate dell'operatore nei confronti della clientela ai fini di education o di campagne promozionali)
3. *Valore dei volumi di traffico* che la clientela è in grado di generare

► 115

Il criterio del costo della perdita. Caso della valutazione di una rete di vendita

(segue)

1. *Costo di acquisizione della base clienti.* Si è scelta una configurazione del *costo della riproduzione* per tenere conto di crescita del costo all'aumentare del grado di saturazione del mercato. Si considerano costi di pubblicità non istituzionale, di provvigione su nuovi contratti, di co-marketing e margine negativo sulla vendita dei terminali. Dati: costi medi di acquisizione di nuova clientela= 25 € per linea per 5 anni; vita economica media della clientela=7 anni; età media del portafoglio clienti=2 anni; numero di linee medie=2 milioni
2. *Costi di customer care.* Tali costi tendono a diminuire nel corso del tempo; pertanto si è fatto ricorso a *costi storici*. Dati costo per cliente di *customer care outbound*=15€
3. *Valore dei volumi di traffico* che la clientela è in grado di generare. Si è fatto ricorso al *costo della perdita*, stimando i costi di *roaming* da sostenere in assenza di *assets* di rete per il tempo necessario (5 anni) alla costruzione di questi ultimi. I valori attuali dei costi di *roaming*, attualizzati sulla base del WACC del 7,75%, esprimono il valore che il traffico sviluppato dalla clientela è in grado di apportare alla rete stessa. Questo valore è di 625,3 milioni di €

Il criterio delle transazioni comparabili

*Il criterio si fonda sul riconoscimento a un intangibile specifico del valore corrispondente ai **prezzi fatti in transazioni recenti** aventi per oggetto beni simili*

- L'oggetto delle transazioni poste a confronto deve essere **omogeneo**
- Le transazioni devono essere **recenti**

▶ 117

Approccio di mercato

All'approccio del mercato possono essere ricondotte le seguenti metodologie:

- ▶ Metodo dei tassi di royalty comparabili;
- ▶ Metodo dei moltiplicatori.

▶

Metodo dei tassi di royalty comparabili

- ▶ Tale metodo (applicato tipicamente nella valutazione dei marchi e dei brevetti) esprime il *tasso di royalty* che il mercato è disposto a pagare per acquisire il bene intangibile in licenza d'uso.

Tali royalties:

- ▶ Sono stimate in riferimento a determinati parametri (spesso il fatturato);
- ▶ Sono riferite ad un arco temporale di medio/lungo termine;
- ▶ Devono essere assunte al loro valore attualizzato.

▶

Il criterio dei tassi di royalty

Il metodo può essere illustrato con la seguente formula:

$$BI = \sum_{i=1}^n (r \times S_i - C_i) \times v^i$$

r = tasso di royalty
 S_i = vendite attese lungo vita residua intangibile specifico
 V_i = coefficiente di attualizzazione
 C_i = costo annuale di conservazione dell'intangibile specifico

▶ 120

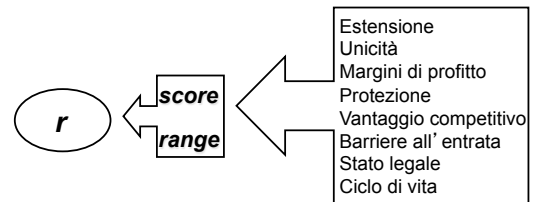
Scelta del tasso royalties

Si perviene alla scelta in diverse modalità:

- ▶ Si determina un range di tassi applicati dal mercato in una serie di transazioni già avvenute per la categoria di bene immateriale considerato;
- ▶ Si valuta la forza della marca dell'intangibile considerato rispetto a quelle delle transazioni prese in riferimento; in particolare, è possibile assegnare all'intangibile di specie un punteggio in relazione ai seguenti fattori e ai corrispondenti pesi relativi:
 - Stabilità (posizione del consumatore): peso 15;
 - Internazionalità: peso 25;
 - Leadership (posizione sul mercato): peso 25;
 - Ecc..
- ▶ Determinazione di un range ristretto di tassi di royalty in cui può essere collocato quello esaminato;
- ▶ Stima del tasso di crescita "g" dei ricavi derivanti dalla marca;
- ▶ Stima del rischio connesso all'investimento.



Come si individua il tasso di royalty



Il criterio dei tassi di royalty. Un esempio

Dati di base e ipotesi	
Intervallo di r/r comparabili	1% - 4%
Punteggio relativo per la forza del marchio	60
Più probabile r/r	1,50% - 2%
Vita residua	12 anni
Tasso di sviluppo annuo ricavi	2%
Tasso di attualizzazione	15%
Ricavi-base correnti per la marca (milioni di €)	400

Stima del valore della marca	
Minimo (r/r=1,5%) in milioni di euro	35,5
Massimo (r/r=2%) in milioni di euro	47,3
Range di valori in milioni di euro	35,5-47,3



Il criterio dello sgravio delle royalty

Esprime il tasso di royalty che l'impresa sarebbe disposta a pagare per continuare ad utilizzare il bene intangibile, nell'ipotesi che non fosse proprietaria dello stesso

- Inevitabili aspetti di soggettività legati al valore d'uso del bene intangibile per quella specifica impresa
- Il tasso di royalty è sempre dedotto per via di comparazioni con casi omogenei
- Si ipotizza una durata indeterminata del marchio

$$BI = \sum_{i=1}^n (r \times S_i) \times v^i + \frac{r \times S_n}{i} \times v^n$$

- ✓ Royalty annuali riferite a un periodo di previsione analitica del fatturato
- ✓ Flusso di royalty per il periodo successivo (di previsione sintetica) espresso a mezzo di un valore terminale



Metodo dei moltiplicatori

Questo metodo, di tipo empirico, si basa sull'applicazione di moltiplicatori a specifiche grandezze contabili, variabili in funzione della categoria di attività in cui opera l'impresa. Il criterio, che non nasce da elaborazioni teoriche ma dalla rilevazione, classificazione ed elaborazioni di effettive esperienze negoziali, ha un diffuso riscontro sul mercato, soprattutto nei settori creditizi, assicurativi, editoriale e del commercio al dettaglio (le grandezze economico-contabili di riferimento sono, rispettivamente, il valore della raccolta, il portafoglio premi, la testata e il valore di autorizzazione).

►

Il criterio dei multipli impliciti nei deals

Il criterio si fonda sui **multipli impliciti** nei prezzi negoziati per operazioni di finanza straordinaria (acquisizioni, fusioni, apporti, scambi di partecipazioni, etc.), cioè nei **deals prices**

- I *deals prices* esprimono la rarità dei core assets (es. raccolta delle banche, portafoglio clienti di aziende di servizi, testate di giornali e periodici) che l'azienda negoziata contiene
- Il fondamento economico dei prezzi riconosciuti per i core assets riguarda le prospettive di sfruttamento degli acquirenti

$$\frac{\text{Valore dell'azienda} - \text{Valore di tutti gli altri assets}}{\text{Misura di struttura}}$$

► 126

Il criterio dei multipli impliciti nei deals. Caso della valutazione della raccolta di una banca

Caso di valutazione della raccolta diretta e indiretta della banca H (tratto da Bini-Guatri)

Modello assunto per rappresentare il valore delle banche italiane oggetto dei deals in un periodo quinquennale:

$$W = K + RD \cdot x + RI \cdot y$$

(W = valore del capitale; K = capitale netto contabile; RD = raccolta diretta; RI = raccolta indiretta)

I coefficienti x e y sono i moltiplicatori, rispettivamente della raccolta diretta e indiretta.

► 127

Il criterio dei multipli impliciti nei deals. Caso della valutazione della raccolta di una banca

Si identifica un valore puntuale di y sulla base dei prezzi registrati in operazioni di acquisizione di Società di Gestione del Risparmio. Più esattamente si assume la relazione:

$$EV = PN + y \times \text{Patrimonio gestito, da cui}$$

$$Y = \frac{EV - PN}{P. \text{gestito}}$$

Anno	Acquisita	Acquirente	Quota acquisita	Quota cumulata	EV	PN	PG	y
1996	Agos Gestioni	Bipielle	100,00%	100,00%	2.168	1.067	152.663	0,72%
1996	Capitalgest	S. Paolo Brescia	25,00%	69,00%	7.414	7.014	219.494	0,18%
1996	Fimedit Fondi	Bipielle	98,50%	98,50%	4.400	1.567	169.398	1,67%
1997	Fondinvest	Banca CRT	40,20%	86,90%	40.557	17.121	1.575.194	1,49%
1998	Genrecomit Gestione	BCI	50,00%	100,00%	227.241	26.581	10.976.775	1,83%
1999	Gestinvest	Caliverona	16,50%	100,00%	106.239	22.156	7.965.831	1,06%
1999	Anima SGR	B. Desio e Brianza	100,00%	100,00%	9.296	3.661	240.669	2,34%
2000	Zinit SGR	B. Desio e Brianza	5,00%	5,00%	6.611	3.304	136.072	2,43%
								Media y 1,46%

► 128

Il criterio dei multipli empirici

*Il criterio dei **multipli empirici** è una sottospecie del criterio dei multipli impliciti nei deals. Si tratta di calcolare dei multipli, senza fare riferimento a informazioni sui deals, qualora manchi un'adeguata informazione su questi ultimi*

- Si applicano le c.d. *regole del pollice* (**Rules of thumb**)
- Esempio di applicazione lo si ha nella valutazione delle testate di giornali e periodici, nella valutazione di "licenze"

► 129

Alcuni casi di multipli sul fatturato

SETTORE	MOLTIPLICATORE
Officine meccaniche	20-25 %
Negozi di Sport	30-35 %
Macellerie	40-45 %
Gelaterie	40-45 %
Fiorai	35-40 %
Benzinai	20-25 %
Pasticcerie	40-50 %
Parrucchieri	25-35 %

► 130

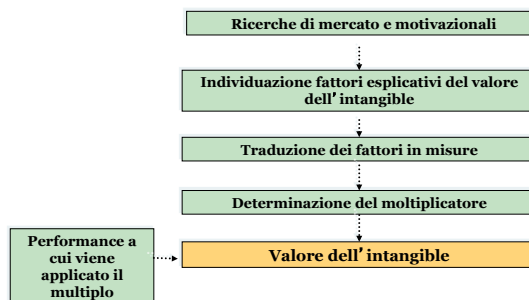
Il criterio dei differenziali di multiplo sulle vendite

Il valore di una marca o dominante in una società viene espresso dalla formula:

$$\text{Valore del marchio} = \left\{ \left(\frac{\text{Valore dell'azienda}}{\text{Vendite}} \right)_{\text{marchio}} - \left(\frac{\text{Valore dell'azienda}}{\text{Vendite}} \right)_{\text{generico}} \right\} \times \text{Vendite}$$

► 131

Criteri fondati su ricerche di mercato



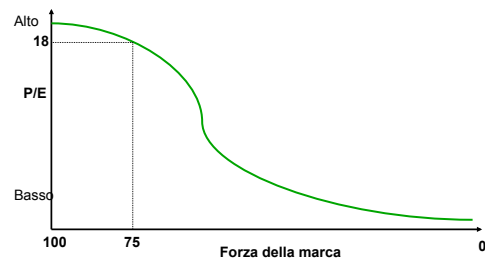
► 132

Criteri fondati su ricerche di mercato.
Il criterio interbrand

La forza della marca secondo interbrand		
Fattori di forza	Punteggio massimo	Marca A
Leadership	25	16
Stabilità	15	12
Mercato	10	9
Internazionalità	25	20
Trend	10	5
Sostegno	10	8
Protezione	5	5
Forza della marca	100	75

► 133

Criteri fondati su ricerche di mercato.
Il criterio interbrand



► 134

Criteri fondati su ricerche di mercato.
Il criterio interbrand

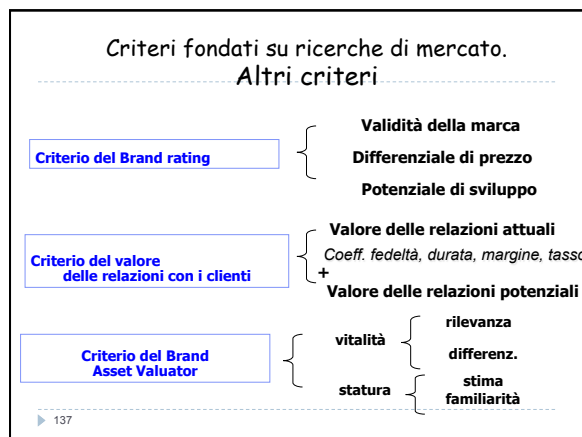
Calcolo dell'utile netto differenziale				
	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno +1
EBIT marchio A	140,00	152,00	164,00	176,00
EBIT marchio X	68,00	80,00	87,00	97,00
Δ EBIT	72,00	72,00	77,00	79,00
Coefficiente di inflazione	1,03	1,02	1,00	1,00
Δ EBIT aggiustato	74,16	73,08	77,00	79,00
EBIT medio	75,81			
Remunerazione capitale	45,00			
Utile differenziale del marchio (pre tax)	30,81			
Imposte (40%)	12,32			
Utile differenziale netto	18,49			

► 135


Criteri fondati su ricerche di mercato.
Il criterio interbrand

Valutazione del marchio A	
Forza del marchio	75
Multiplo	18
Utile differenziale netto	18,49
Valore del marchio	332,82

► 136



Il metodo reddituale



La logica: L'azienda acquisisce "valore" in virtù della sua capacità di generare reddito, pertanto il suo valore corrisponde al valore attuale dei risultati economici attesi

Prof. Stefano Pozzoli

I metodi reddituali

$$W_0 = \sum R_s i_s$$

Le variabili chiave:


Reddito **Tempo** **Tasso**

W - valore
R - reddito
i - tasso
s - tempo

► 139 Prof. Stefano Pozzoli

I punti da affrontare

- Definire l'orizzonte temporale
- Determinare i flussi di reddito attesi
- Previsione dei flussi futuri
- Determinazione tasso attualizzazione



► 140 Prof. Stefano Pozzoli

1. L'orizzonte temporale

- Limitato o illimitato?
 - $n > 15$
- Condizioni oggettive di delimitazione
 - aziende concessionarie
 - fattori deperibili non sostituibili
- Orizzonte indagabile e periodo residuo
 - proiezioni analitiche
 - proiezione sintetica

► 141

Prof. Stefano Pozzoli

2. Determinare i flussi di reddito attesi

- Il flusso contabile non può essere usato tal quale, ma deve essere **rettificato** e **integrato** (*analisi fondamentale*)
- Si deve arrivare a un **reddito atteso**, ossia al flusso di reddito netto previsto per l'orizzonte temporale della valutazione, determinato sulla base di ipotesi di gestione futura ragionevolmente formulabili alla data di valutazione

► 142

Prof. Stefano Pozzoli

Documentazione di base

bilancio aggiornato
 ultimi bilanci approvati (almeno 3, preferibilmente 5)
 relazioni sulla gestione
 relazioni del collegio sindacale
 ultimo bilancio consolidato (se disponibile)
 ultimo bilancio certificato (se disponibile)
 report della frazione d'esercizio in corso
 budget dell'esercizio in corso
 budget degli esercizi precedenti
 piano previsionale (triennale o quinquennale)
 documentazione specifica relativa all'azienda
 studi e analisi di settore e di mercato
 studi e analisi sul prodotto (o sul servizio)
 studi di fattibilità
 piano di sviluppo e degli investimenti
 analisi delle vendite e del margine di contribuzione
 analisi dei costi
 contratti vari

► 143

Dai risultati contabili al risultato economico

Reddito contabile



Reddito normale

Il fine è arrivare ad un reddito...

- Significativo
 - Stabile
 - Completo
- Normalizzazione
Integrazione

► 144

Prof. Stefano Pozzoli

Le finalità della normalizzazione



- ▶ “Cancellare” le componenti casuali e occasionali
- ▶ “Spalmare” le componenti con ricorrenza pluriennale
- ▶ “Riequilibrare” le componenti inquinate

▶ 145

Prof. Stefano Pozzoli

Il processo di normalizzazione 1/2

- ▶ Eliminazione componenti di reddito estranei
- ▶ Rilevazione di oneri figurativi per uso di risorse con corrispettivo non congruo
- ▶ Rettifica dei valori determinati in funzione di politiche di bilancio e di errori
- ▶ Rettifica dei valori determinati in funzione della misura attribuita in relazione a rivalutazioni analitiche, rilevazione di beni intangibili, leasing
- ▶ Eliminazione di proventi/oneri relativi a investimenti accessori

▶ 146

Prof. Stefano Pozzoli

Il processo di normalizzazione 2/2

- ▶ Eliminazione di componenti straordinari non ricorrenti per natura o importo
- ▶ Rettifica dei valori in funzione di diverse politiche di gestione
- ▶ Eliminazione dei componenti di reddito connessi ai valori di avviamento
- ▶ Ricalcolo delle imposte dirette
- ▶ Omogeneizzazione monetaria

▶ 147

Prof. Stefano Pozzoli

Il processo di integrazione

L'obiettivo è incorporare nei flussi reddituali sia le “risorse non realizzate” che le “plusvalenze latenti” su immobilizzazioni materiali e immateriali rilevate in bilancio al costo storico

▶ 148

Prof. Stefano Pozzoli

Le risorse non realizzate

- ▶ Sono attività che già compaiono, ma per un valore inferiore al reale
- ▶ Le plusvalenze vengono esplicitate cambiando criterio di valutazione:
 - ▶ Impianti al costo corrente
 - ▶ Titoli al valore di mercato

Di fatto si tratta di applicare i medesimi criteri utilizzati nel metodo patrimoniale. Per questo alcuni considerano quello patrimoniale non un metodo a sé quanto piuttosto un elemento della base informativa

▶ 149

Prof. Stefano Pozzoli

Le risorse latenti

- ▶ Non compaiono nel capitale investito (o vi compaiono per valori irrisori)
- ▶ Vanno perciò valutate ex-novo
 - ▶ Marchi
 - ▶ Brevetti
 - ▶ Know-how
 - ▶ Rete distributiva

▶ 150

Prof. Stefano Pozzoli

Il “reddito atteso”

È il risultato del processo e può concretizzarsi in:

- ▶ Una grandezza puntuale per ogni periodo amministrativo futuro considerato
- ▶ Una grandezza media, riferita all'orizzonte temporale della valutazione
- ▶ Una serie di grandezze medie, riferite a sottoperiodi
- ▶ Una combinazione tra la prima soluzione e le altre due

▶ 151

Prof. Stefano Pozzoli

Metodi analitici

Analitici

A tempo definito

A tempo definito e con valore a regime

$$W_0 = \sum_{s=1}^n \frac{R_s}{(1+i)^s}$$

$$W_0 = \sum_{s=1}^n \frac{R_s}{(1+i)^s} + \frac{R}{(1+i)^n}$$

W - valore

R - reddito

i - tasso

s, n - tempo

Limite: Periodo troppo ristretto (3-5 anni)

▶ 152

Prof. Stefano Pozzoli

Metodi sintetici

Sintetici

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Rendita perpetua } W_0 = \frac{R}{i} \\ \text{Rendita di durata } n \text{ } W_0 = R \cdot a_{\overline{n}|i} \end{array} \right.$$

Vantaggio: Non ci sono limiti nella scelta dell'orizzonte temporale

► 153

Prof. Stefano Pozzoli

Le formule EQUITY side

Formula della rendita perpetua

$$\begin{aligned} \text{Valore} &= \frac{R}{i} \\ \text{Valore} &= R_0 \cdot \frac{1+g}{i-g} \end{aligned}$$

Formula della durata limitata

$$\begin{aligned} \text{Valore} &= R \cdot a_{\overline{n}|i} \\ \text{Valore} &= \sum_{i=1}^n R_i \cdot v^i \\ \text{Valore} &= \sum_{i=1}^m R_i \cdot v^i + \sum_{i=m+1}^n R_i \cdot v^i \end{aligned}$$

Formula con scomposizione dei flussi in due periodi

$$\text{Valore} = \sum_{i=1}^m R_i \cdot v^i + V_t \cdot v^n$$

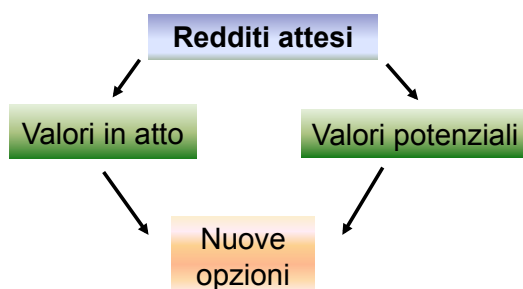
Formula con scomposizione dei flussi in tre periodi

$$\text{Valore} = \sum_{i=1}^m R_i \cdot v^i + \sum_{i=m+1}^n R_i \cdot v^i + V_t \cdot v^n$$

► 154

Prof. Stefano Pozzoli

3. Previsione dei flussi futuri



► 155

Prof. Stefano Pozzoli

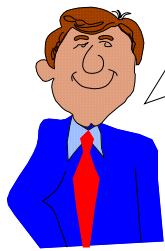
I metodi di determinazione dei flussi futuri

- Metodo di proiezione dei risultati storici
- Metodo della crescita attesa
- Metodo delle opzioni innovative
- Metodo dei risultati programmati

► 156

Prof. Stefano Pozzoli

Riprendiamo un punto noto



Nel determinare i flussi futuri, nel caso di una valutazione indipendente, il presupposto è di stimare il valore dell'azienda "stand alone".

Ricordiamoci cosa significa e perché si valuta "stand alone"

► 157

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo di proiezione dei risultati storici

Si assumono i **dati storicamente conseguiti quale base per una proiezione futura legata alla dinamica (ipotizzata) di alcuni parametri e di alcune variabili rilevanti** (es. dinamica prevista delle vendite, dinamica dei prezzi di vendita, produttività e costo del lavoro, andamento dei tassi di interesse e degli oneri finanziari, ecc.)

► 158

Prof. Stefano Pozzoli

Condizioni essenziali

- 1) Che siano individuabili alcune leve-chiave le cui variazioni influenzano i risultati attesi
- 2) Esistenza di un meccanismo di calcolo che definisca come le leve-chiave si riflettano sulla misura del flusso atteso

► 159

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo di proiezione dei risultati storici. Le fasi

1. Definizione dei risultati storici
2. Individuazione di variabili rilevanti per spiegare la dinamica dei risultati
3. Effetto di impatto delle variabili sui risultati
4. Formulazione delle ipotesi alternative sulle tendenze di fondo (scenari) e sul comportamento delle variabili esplicative
5. Determinazione dei risultati alternativi nei vari scenari
6. Scelta del risultato anno per anno

► 160

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo della proiezione

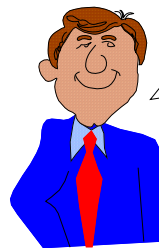
- ▶ Si calcola i valori del “prima”
 - ▶ Analisi storica dei bilanci
- ▶ Si sceglie il meccanismo di proiezione
 - ▶ Analisi di sensibilità
- ▶ Si definisce il piano per i prossimi esercizi
 - ▶ Budget flessibile

N.B. Il software disponibile nel testo permette di estrapolare, introducendo una serie di ipotesi, di partire dai dati di bilancio e di arrivare ad una serie di bilanci previsionali, attraverso i quali calcolare i valori attraverso il metodo reddituale e quello finanziario

▶ 161

Prof. Stefano Pozzoli

L'analisi dei bilanci



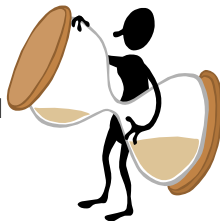
L'analisi di bilancio è una componente essenziale del corso.
Sono state predisposte delle apposite dispense, che si ritrovano sul sito www.studiopozzoli.net.

▶ 162

Prof. Stefano Pozzoli

L'analisi di sensibilità

- A. Individuare le variabili chiave
 - ▶ Proiezione diretta
- B. Definire i generatori del valore
 - ▶ Proiezione indiretta



▶ 163

Prof. Stefano Pozzoli

A. Le variabili chiave. Esempi

- ▶ Il tasso di crescita
- ▶ Il livello di efficienza
- ▶ La variazione dei prezzi di vendita
- ▶ La variazione del costo unitario del lavoro
- ▶ La politica degli investimenti
- ▶ Il lancio di nuovi prodotti

▶ 164

Prof. Stefano Pozzoli

B. I generatori di valore



► 165

Prof. Stefano Pozzoli

L'uso dei generatori

- Proiettare indirettamente gli andamenti partendo dal dato di fatturato
- Verificare la ragionevolezza della proiezione diretta

► 166

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo della crescita attesa

Consiste nel tenere conto delle **capacità di sviluppo** dell'impresa considerata *stand alone*, **prescindendo** da nuove strategie, da acquisizioni-cessioni, da ristrutturazioni finanziarie e, in generale, **da nuovi specifici progetti modificativi o innovativi rispetto all'esistente**

► 167

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo della crescita attesa

Le due modalità di applicazione:

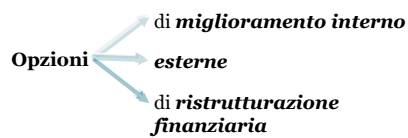
- **Via principale:** si desumono dai piani le misure attribuibili ai flussi attesi anno per anno con l'avvertenza che le misure di reddito correnti e prospettiche sono da intendere comprensive dei costi necessari per la conservazione dei livelli di reddito già raggiunti. Quindi i risultati contabili devono tener conto della conservazione dell'intangibile
- **Via secondaria:** si trasferisce il problema nel tasso di attualizzazione diminuendo il tasso scelto del cosiddetto fattore di crescita g.

► 168

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo delle opzioni innovative

Secondo questo metodo, il valore dell'azienda è legato, in parte alla ricerca di **vie nuove, che innovino rispetto al passato** e quindi se ne distacchino, per migliorare i risultati attesi



► 169

Prof. Stefano Pozzoli

a) Opzioni di miglioramento interno

Ispirate a progetti-interventi giudicati realizzabili a livello delle capacità esistenti. Precisamente:

- Maggiore efficienza, attraverso un definito progetto di ristrutturazione produttiva;
- Variazioni del mix di prodotti, accentuando il peso di quelli più redditizi e per i quali l'impresa dimostra maggiori capacità competitive;
- Riduzione dei mercati di sbocco, con abbandono di mercati marginali;
- Rafforzamento dell'organizzazione distributiva

► 170

Prof. Stefano Pozzoli

b) esterne Le opzioni

Possono essere legate a :

- A processi di acquisizione-fusione corrispondenti alla ricerca all'esterno di nuove capacità e potenzialità, che, aggiungendosi a quelle esistenti e compatibilmente con il prezzo pagato, esaltino le prospettive di flusso atteso e riducano i rischi;
- Alla cessione di alcune attività (partecipazioni, rami d'impresa, singoli beni) a prezzi superiori rispetto al valore che assumono nell'impresa che le detiene.

► 171

Prof. Stefano Pozzoli

c) Le opzioni di ristrutturazione finanziaria



Riguardano l'ottimizzazione della struttura finanziaria e dei rapporti finanziari.

► 172

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo dei risultati programmati

Si assumono, ai fini della determinazione dei redditi futuri, i **risultati economici individuati dai piani a medio-lungo termine** (con un orizzonte temporale generalmente compreso tra 3 e 5 anni)

► 173

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo dei risultati programmati

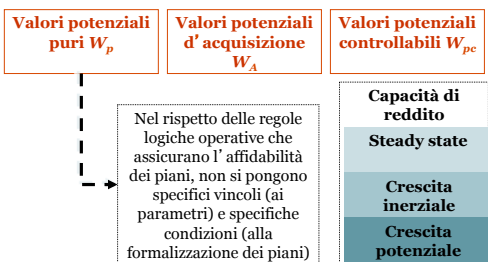
- È uno dei metodi più utilizzati, perché permette di fondare i valori di reddito su un elemento futuro e, al tempo stesso, documentato
- I piani vanno però verificati, il valutatore ne deve cioè stimare la ragionevolezza
- È norma deontologica, proprio per questo, che il documento non possa essere redatto direttamente dal valutatore, bensì dal management aziendale

► 174

Prof. Stefano Pozzoli

I valori potenziali

Anche il modello reddituale può generare stime di valori potenziali che a loro volta possono essere distinti in:



► 175

Prof. Stefano Pozzoli

Valori potenziali di acquisizione

È inteso come valore-soglia oltre il quale, nell'ottica di uno specifico soggetto-acquirente, l'acquisizione dell'azienda cessa di essere conveniente.

Il prezzo che si forma per l'azienda target dipende da una serie di giudizi dei potenziali compratori, nonché dalla loro decisione di porsi in concorrenza per l'acquisto. Il meccanismo di selezione può incepparsi per due ragioni: o se l'acquirente non individua correttamente il proprio vantaggio commettendo errori di sottovalutazione o sopravvalutazione; oppure se l'acquirente o il venditore o entrambe, conducono male la trattativa.

Valori potenziali di acquisizione

Si possono distinguere, nella definizione del valore di acquisizione, due principali approcci: Il valore per l'**acquirente finanziario** e il valore per l'**acquirente-operatore**

1) VALORE PER L'ACQUIRENTE FINANZIARIO

L' OBIETTIVO È L' INDIVIDUAZIONE DI UN *PREZZO MAX DI OFFERTA CHE NON SUPERI IL VALORE ATTUALE DI TUTTE LE ENTRATE CHE L' ACQUIRENTE SPECIFICO PREVEDE DI CONSEGUIRE*

$$\text{Valore} = \sum_{i=1}^n d_i \times v^i + P_n \times v^n$$

177

Prof. Stefano Pozzoli

Valori potenziali di acquisizione

2) VALORE PER L'ACQUIRENTE STRATEGICO

L' OBIETTIVO È L' INDIVIDUAZIONE DI UN *PREZZO MAX DI OFFERTA NON SUPERIORE AI VANTAGGI, SCONTATI ALL' ATTUALITÀ, OTTENIBILI CON L' ACQUISIZIONE*

$$W_{B,A} = \sum_{i=1}^n (1k_i - r_i) \times v^i$$

$$W_{B,A} = a_{\overline{m}} \times (R - r)$$

$$W_{B,A} = (R - r)/i$$

L' APPROCCIO DI STRATIFICAZIONE DEL VALORE

$$W_{B,A} = W_B + S_A$$

178

Prof. Stefano Pozzoli

Il valore potenziale controllabile

→ All' origine della determinazione del W_{pc} vi è la necessità di definire il *fair value* dell' impresa e delle business unit che la compongono ai fini dell' applicazione degli IAS/IFRS

→ In questo quadro si pone il problema, nel bilancio delle società controllanti, della verifica del valore (c.d. **impairment test**) delle partecipazioni strategiche



Il fair value, ai fini dell' impairment annuale, si traduce nel c.d. *recoverable amount (valore recuperabile)*, ossia il maggior valore tra **value in use** e il *fair value less costs to sell*



Concetto che deve essere esteso alla considerazione delle **potenzialità** dell' impresa o della BU, quelle stesse che il compratore ha considerato e ponderato nella negoziazione sul prezzo

179

Prof. Stefano Pozzoli

Le business unit

- Le business unit sono complessi separabili che non hanno significative sinergie con altre parti dell' impresa
- In sostanza possono essere separate e operare come società autonome
- Presentano però alcuni punti di criticità:
 - Prezzi di trasferimento
 - Costi comuni
 - Aliquota imposte dirette
 - Tasso di attualizzazione

180

Prof. Stefano Pozzoli

Le formule del modello asset side applicabili al Wpc

Formula della rendita perpetua

Formula della rendita perpetua

\rightarrow
 \rightarrow

$\text{Valore} = \frac{R}{WACC} - D_a$
 $\text{Valore} = R'_{ax} \frac{1+g}{WACC-g} - D_a$

Formula della durata limitata

Formula della durata limitata

\rightarrow
 \rightarrow
 \rightarrow

$\text{Valore} = R' \times a_{q,i} - D_a$
 $\text{Valore} = \sum_{i=1}^n R'_i \times \frac{1}{(1+g)^i} - D_a$
 $\text{Valore} = \sum_{i=1}^m R'_i \times \frac{1}{(1+g)^i} + \sum_{i=m+1}^n R'_i \times \frac{1}{(1+g)^i} - D_a$

Formula con scomposizione dei flussi in due periodi

Formula con scomposizione dei flussi in due periodi

\rightarrow

$\text{Valore} = \sum_{i=1}^m R'_i \times \frac{1}{(1+g)^i} + V_t \times \frac{1}{(1+g)^t} - D_a$

Formula con scomposizione dei flussi in tre periodi

Formula con scomposizione dei flussi in tre periodi

\rightarrow

$\text{Valore} = \sum_{i=1}^m R'_i \times \frac{1}{(1+g)^i} + \sum_{i=m+1}^n R'_i \times \frac{1}{(1+g)^i} + V_t \times \frac{1}{(1+g)^t} - D_a$

181 Prof. Stefano Pozzoli

Valutazioni asset side. Adattamenti rispetto alla logica equity side

1. I flussi reddituali attesi vanno considerati prima del saldo tra oneri finanziari passivi e attivi (*debt free earnings*)
2. Nella stima del valore terminale, la tipica figura di flusso adottata è il NOPAT
3. Il tasso di attualizzazione deve essere il WACC (rinvio)
4. Il valore *asset side* va poi depurato della posizione finanziaria netta

**LA QUESTIONE DELLA
NEUTRALIZZAZIONE
DELLA POSIZIONE
FINANZIARIA NETTA**

182 Prof. Stefano Pozzoli

Critiche alla tesi della neutralizzazione

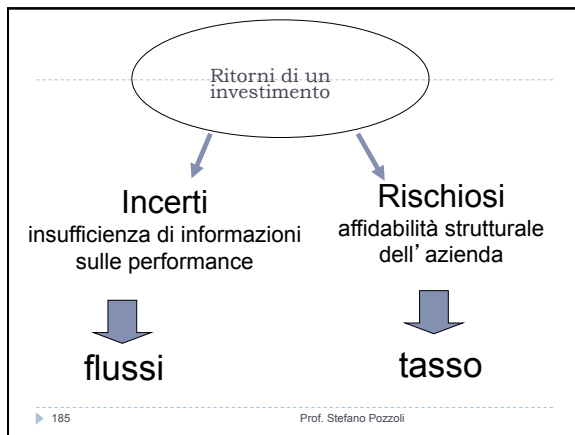
- ▶ Neutralizzando la PNF anche gli squilibri e le difficoltà finanziarie vengono rimosse (impianti obsoletti, management inadatti, ecc). Si valuterebbe, dunque, non una specifica impresa ma un'impresa ideale;
- ▶ La neutralizzazione degli oneri finanziari porterebbe solo parzialmente alla rimozione degli effetti della PNF (interessi impliciti);
- ▶ Il valore dell'impresa risulta essere sensibile al grado di indebitamento. Il leverage influenzerebbe sia la capacità reddituale (con componenti positive e negative) sia il rischio (e quindi i tassi)

183 Prof. Stefano Pozzoli

Il tasso di attualizzazione

- **Significato matematico:** è un fattore di conversione tra una somma futura e l'equivalente ad oggi
- **Significato economico:** è la misura di un **rischio**, cioè quanto vale la nostra rinuncia?

184 Prof. Stefano Pozzoli




Come si misura il **rischio**?
La teoria del "costo del capitale"

Il **costo del capitale** può essere inteso come la corretta *remunerazione* che i capitali a vario titolo investiti nell'impresa devono ricevere attraverso i risultati conseguiti dall'impresa stessa.

La **congruità** di tale remunerazione viene *identificata sulla base dei rischi sopportati* dagli investitori apportatori di capitale ...

186 Prof. Stefano Pozzoli

Possiamo osservare che ...



Il costo del capitale misura il rischio perché dimostra quanto l'acquirente è disposto a "pagare" per avere quell'azienda...

187 Prof. Stefano Pozzoli

La teoria del "costo del capitale"
Ipotesi di fondo

- ▶ Il tasso serve per scontare dei flussi di reddito "rischiosi" prodotti dagli investimenti
- ▶ Quindi occorre calcolare una media ponderata dei costi di tutte le fonti di finanziamento che sostengono quegli investimenti

188 Prof. Stefano Pozzoli

Il costo del capitale rappresenta il tasso che deve essere utilizzato per lo sconto dei flussi prodotti dal Capitale Investito

... che è come dire che si devono ripagare sia i mezzi dei terzi che i mezzi propri

CIN

CN

Db

Previsione reddituali future

Tasso di attualizzazione

189

Prof. Stefano Pozzoli

La formula generale

$$WACC = \underbrace{r}_{\text{Free risk rate}} + \underbrace{(r_m - r)}_{\text{ERP}} \times \underbrace{\frac{B}{D+E}}_{\text{Grado di indebitamento}} + K_d (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

Costo medio ponderato delle fonti

CAPM

OF/DF

190

Prof. Stefano Pozzoli

WACC

Weighted Average Cost of Capital

Costo del CN k_e

Costo del Db k_d

Peso del CN W_e

Peso del Db W_d

191

Prof. Stefano Pozzoli

Il costo del Capitale Netto

Risulta essere la componente più complessa da calcolare. Le difficoltà risiedono nel fatto che non si tratta di un dato certo ma di un "costo d'opportunità" (l'opportunità di investire diversamente)

192

Prof. Stefano Pozzoli

Il costo del CN con il Il Capital Asset Pricing Model (CAPM)

- ▶ Quanto costa il capitale netto?
- ▶ Anzitutto rinuncio a un rendimento sicuro...
- ▶ ... e poi voglio un premio per il fatto che questo settore potrebbe andare male...
- ▶ ... e l'azienda andrà peggio o meglio della media del settore?

▶ 193

Prof. Stefano Pozzoli

Il costo del CN con il CAPM

$$K_e = r + \beta (r_m - r)$$

dove:

K_e = il costo del capitale netto

r = tasso privo di rischio

$(r_m - r)$ = il premio per il rischio azionario

β = la volatilità dell'azienda rispetto al mercato

▶ 194

Prof. Stefano Pozzoli

Il Tasso risk free (r)

Un investimento privo di rischio è un'attività della quale l'investitore conosce con certezza il rendimento atteso

L'investimento deve rispettare due condizioni:

- Non deve esserci rischio di default
- Non deve esserci incertezza sui tassi a cui sono reinvestiti i flussi di cassa intermedi

▶ 195

Prof. Stefano Pozzoli

Il rendimento di mercato r_m e il premio di rischio $(r_m - r)$

r_m rappresenta un indicatore sintetico del rendimento dell'investimento nel portafoglio di mercato

$(r_m - r)$ misura il rendimento addizionale richiesto dagli investitori per spostare il loro denaro da un investimento privo di rischio a uno di media rischiosità

Due alternative per stimare il premio di rischio:

1) *Premio di rischio storico*

2) *Premio di rischio azionario implicito*

▶ 196

Prof. Stefano Pozzoli

Il coefficiente Beta (β)

La volatilità rispetto al mercato

In letteratura il Beta è variamente definito come:

- ✓ il coefficiente che misura la rischiosità della singola aziendale
- ✓ Sensibilità dei rendimenti di un generico investimento i ai rendimenti offerti dal mercato degli asset rischiosi (r_m)
- ✓ è la quantità di rischio che l'investitore sopporta investendo in una determinata azienda anziché nel mercato azionario nel suo complesso
- ✓ contributo di un singolo investimento i al rischio di un portafoglio diversificato

► 197

Prof. Stefano Pozzoli

Il coefficiente Beta ... *le formule*

$$\beta_i = \text{cov}_{i,m} / \text{var}_m$$

$$\beta_i = (\text{stdv}_i \times \text{corr}_{i,m}) / \text{stdv}_m$$

dove:

$\text{cov}_{i,m}$ = covarianza tra i rendimenti attesi dell'asset i e i rendimenti del mercato

$\text{corr}_{i,m} = \text{cov}_{i,m} / (\text{stdv}_i \times \text{stdv}_m)$ = correlazione tra i rendimenti attesi dell'asset i e i rendimenti del mercato

var_m = varianza dei rendimenti di mercato

stdv_i = deviazione standard dei rendimenti del titolo i

stdv_m = deviazione standard dei rendimenti di mercato

► 198

Prof. Stefano Pozzoli

Il coefficiente Beta ... *le formule*

- Se $\beta > 1$: il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso;
- Se $0 < \beta < 1$: il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle di mercato;
- Se $0 < \beta < -1$: il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta;
- Se $\beta < -1$: il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso, nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle di mercato;

► 199

Prof. Stefano Pozzoli

Il coefficiente Beta ... *il calcolo*

Dalla relazione di base del Capm sappiamo che:

$$K_e = r + (r_m - r) \times \beta_i$$

Da cui:

$$K_e = r \times (1 - \beta_i) + r_m \times \beta_i$$

Ponendo:

$$r \times (1 - \beta_i) = a; \beta_i = b$$

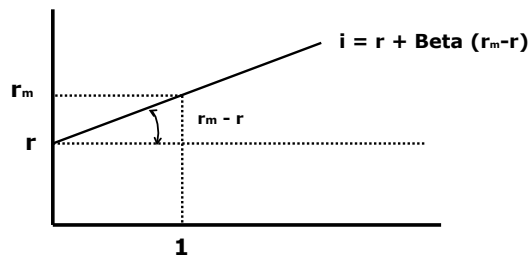
Si definisce l'equazione della retta di regressione:

$$K_e = a + b \times r_m$$

► 200

Prof. Stefano Pozzoli

La retta del beta ...



► 201

Prof. Stefano Pozzoli

Le determinanti del Beta

- **Il tipo di attività**
 - Più l'andamento dell'attività svolta dall'impresa è sensibile all'andamento generale dell'economia, maggiore è il beta. A parità di condizioni, imprese che svolgono attività dall'andamento ciclico hanno un beta maggiore rispetto a imprese non cicliche
- **La leva operativa**
 - Un'impresa con un'elevata leva operativa (alti costi fissi rispetto ai costi totali) ha una maggiore variabilità nel reddito operativo rispetto ad un'impresa che svolge la stessa attività con una minore leva operativa.

► 202

Prof. Stefano Pozzoli

Le determinanti del Beta

- **La leva finanziaria**
 - A parità di condizioni, una maggiore leva finanziaria (vale a dire un maggiore rapporto di indebitamento) comporta un beta più elevato.
 - Il motivo è che la presenza di oneri finanziari alti aumenta la varianza dell'utile netto: una leva più elevata significa un utile maggiore durante fasi di espansione economica e un utile minore durante fasi recessive

► 203

Prof. Stefano Pozzoli

Se l'azienda non è quotata?

- Non è possibile calcolare il beta partendo dalle osservazioni di mercato, ma bisogna procedere diversamente. Solitamente si ricorre al *beta di settore* o di aziende simili (*peers*). Una volta calcolato il beta delle aziende appartenenti al settore, è necessario depurarlo dal rischio finanziario delle singole aziende, facendolo così diventare un indicatore della sola rischiosità operativa (*beta unlevered*).
- Una volta ottenuto il beta unlevered delle aziende di un determinato settore, è possibile, facendone la media ponderata per il valore di mercato di ciascuna, calcolare il beta unlevered di settore. Questo indicatore è detto *Business Risk Index* e rappresenta la misura dell'effettivo rischio di business del settore. Infine utilizzando il BRI si può calcolare il beta della singola azienda non quotata, considerandone la specifica struttura finanziaria target.

► 204

Prof. Stefano Pozzoli

Rischio operativo e rischio finanziario

Il rischio espresso dal coefficiente Beta dei titoli azionari di una società risente di due elementi di rischio:

➤ **rischio finanziario**

➤ È legato alla particolare struttura finanziaria che caratterizza la società ad un certo istante

➤ **rischio operativo**

➤ Indica il livello di rischio insito in una particolare tipologia di attività, indipendentemente dalla struttura finanziaria adottata per finanziarla

► 205

Prof. Stefano Pozzoli

Rischio operativo e rischio finanziario

Ricapitolando: il coefficiente Beta calcolato con riferimento ai prezzi di mercato è tipicamente un

➤ **Beta Levered** che tiene conto di tutti i rischi dell'impresa, operativi e finanziari

Il tasso di rendimento che è possibile calcolare con il Beta Levered è un tasso di rendimento compensativo di entrambi i rischi

Per determinare il tasso di rendimento del solo rischio operativo, è necessario calcolare il

➤ **Beta UnLevered** che tiene conto appunto del solo rischio operativo

La relazione

$$\beta_U = \beta_L + \beta_U / [(1 - t) + D/E]$$

► 206

Prof. Stefano Pozzoli

Un esempio di calcolo del tasso di attualizzazione del Capitale di rischio

IL TASSO SI ARTICOLA IN 3 COMPONENTI:

1. Tasso di remunerazione di un investimento privo di rischio

Si considera il rendimento medio a giugno 2002 dei titoli di Stato decennali, fonte BCE, pari al 5,16 %

2. Premio di rischio del mercato azionario (Equity Risk Premium - ERP)

Nell'esperienza italiana, il premio di rischio viene riportato da diversi studi in misura oscillante tra il 3,5% e il 7,7%, con una maggiore frequenza di valori compresi tra il 4,5% e il 5,5%. Nel presente caso, si fa riferimento a un valore centrale della forbice più utilizzata (5%)

► 207

Prof. Stefano Pozzoli

Un esempio di calcolo del tasso di attualizzazione del Capitale di rischio

3. Coefficiente Beta

In questo caso, si fa riferimento ad un gruppo di imprese quotate, confrontabili in termini di profilo rendimento-rischio

Waterford Wedgwood	0,902
Pochet	0,260
Belvedere	1,114
Baccarat	0,543
Media	0,705

Il coefficiente medio così ottenuto è tuttavia un *raw beta*, nel senso che è una misura di *Beta storico*. Ai fini dell'applicazione del criterio reddituale è necessario invece considerare un *beta prospettico*. In questi casi, si è soliti fare ricorso a un *adjusted beta*, applicando la tecnica di Blume secondo la quale si attribuisce un peso di 2/3 al beta storico e di 1/3 al beta del portafoglio di mercato:

$$\text{Adjusted beta} = \text{raw beta} \times 0,67 + 1 \times 0,33 = 0,705 \times 0,67 + 0,33 = 0,80$$

► 208

Prof. Stefano Pozzoli

Il costo dell' indebitamento

Il costo del debito può essere definito come il tasso che l' azienda pagherebbe nelle attuali condizioni di mercato per ottenere un nuovo finanziamento a medio-lungo termine.

In alternativa, se l' azienda non dispone di un rating pubblico, come nel caso della maggioranza delle Pmi, occorre procedere ad una simulazione di quale giudizio di rating essa potrebbe ottenere in considerazione della sua situazione economico-finanziaria, anche in base a previsioni. I modelli di simulazione del rating tendono ad individuare il tasso K_d come somma del tasso risk free e dello spread applicabile all' azienda determinato in base alla solidità creditizia: maggiore è quest' ultima, minore sarà lo spread applicato. Generalmente un parametro rilevante è rappresentato dall' indice di tensione finanziaria $Ebit/OF$

► 209

Prof. Stefano Pozzoli

Il peso del capitale proprio e dell' indebitamento

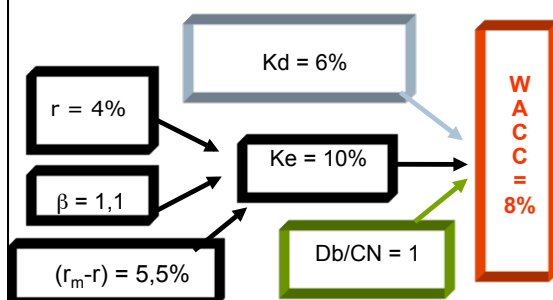
La determinazione del peso del capitale proprio E e dell' indebitamento D si deve riferire all' intero arco temporale di proiezione ; generalmente E e D dovrebbero essere determinati sulla base dei rispettivi prezzi di mercato, ma spesso si preferisce determinarli su base contabile (evidenziati nello SP).



► 210

Prof. Stefano Pozzoli

Un esempio numerico



► 211

Prof. Stefano Pozzoli

WACC e benefici fiscali

Partendo dalla considerazione della nota formula di Modigliani-Miller, secondo cui:

$$ROE = ROI + (ROI - ROD) \times Db/CN \times (1 - t)$$

Si ha che:

- Dato un certo ROI, l' aumento del debito determina aumento del ROE (K_e); purché $ROI > ROD$;
- Se $K_e = K_d$, in presenza di benefici fiscali, il WACC diminuisce quando $Db/CN > 1$, cioè al crescere del leverage
- Il leverage però non deve però andare fuori equilibrio ..

► 212

Prof. Stefano Pozzoli

Calcolo del WACC. Esempio

Calcolo WACC Fiat	
Tasso risk free (BTP 10 anni)	4,45%
ERP (su Mibtel)	4,48%
Beta	1,38
Premio di liquidità	-0,10%
Ke	10,49%
E/(E+D) a valore di mercato	0,51
Kd	8,40%
Tasso di imposta	33,00%
D/(E+D) a valore di mercato	0,49
WACC	8,11%

► 213

Prof. Stefano Pozzoli

Valutazioni equity side e valutazioni asset side

- il tasso di rendimento K_e , costruito partendo dai dati di mercato (R_f , R_m , β Levered), viene utilizzato per scontare i flussi di risultato di pertinenza degli azionisti (utile netto o flusso di cassa di pertinenza degli azionisti); il risultato che viene in tal modo determinato è il **valore dell'equity** dell'impresa
- il **WACC**, costo medio ponderato del capitale, viene utilizzato per scontare i flussi di risultato di pertinenza di tutti i finanziatori dell'impresa (utile operativo o flusso di cassa operativo); il risultato che viene in tal modo determinato è il **valore complessivo** dell'impresa (**debito + equity**)

► 214

Prof. Stefano Pozzoli

La relazione di valutazione

Primi cenni

Cosa è la relazione di valutazione

- La relazione di valutazione è la traduzione in un documento scritto del processo di stima di un'azienda (o di una Business Unit o di specifiche attività).
- La pratica professionale conosce vari tipi di relazione, legati in primo luogo alle finalità delle stime e alle esigenze di formalizzazione del processo valutativo.
- In linea di massima nella pratica si distinguono 3 tipi di stime:
 - Informali
 - Formalizzate
 - Ufficiali

Le stime informali. Finalità

Per scopi informativi: sono eseguite dalle società, con o senza l'ausilio di esperti e non necessariamente si traducono in un documento scritto (è il caso tipico di chi desidera esaminare opportunità di acquisizione di aziende, esprimere misure di performance)

Per gli organi decisionali delle società: per assumere in modo consapevole le loro decisioni

- Stime ai fini di operazioni di finanza straordinaria (il caso di acquisizione e di cessione)
- Stime ai fini di bilancio (per stime interne)

Per la comunicazione al mercato finanziario: sono ricerche elaborate o commissionate dagli operatori finanziari come servizio ai proprio clienti



Le stime formalizzate

- ▶ Sono sempre condotte da esperti indipendenti, che possono essere singole persone, uffici professionali, società di consulenza, merchant banks
- ▶ Queste stime sono eseguite per scopi conoscitivi o per finalità cautelative, come cessioni o acquisizioni di partecipazioni di una società (spesso anche a fini fiscali)
- ▶ Si traducono in una vera e propria relazione di stima



218

Prof. Stefano Pozzoli

Tale relazione di stima

La relazione di stima deve avere un contenuto minimale, che si estrinseca nel rappresentare:

1. Le informazioni disponibili
2. L'analisi condotta
3. I modelli adottati
4. Le assunzioni
5. I calcoli
6. Le conclusioni quantitative



Le stime ufficiali

Hanno carattere vincolante e sono produttive di determinati effetti giuridici. Ve ne sono di diversi tipi:

- ▶ Per l'ammissione alla quotazione in borsa
- ▶ Per la valutazione di complessi aziendali (aziende o rami d'azienda) in vista di acquisizioni e cessioni
- ▶ In vista di operazioni di finanza straordinaria (per rapporti di cambio nei casi di fusione e di scissione)



Le stime ufficiali servono anche:

- In vista di cessioni in condizioni particolari (per effetti giuridico - patrimoniali dopo una sentenza o cessioni intragruppo)
- In vista di aumenti di capitale
- Per indicare il prezzo base di una trattativa o di un'asta
- Per finanziamenti (accertare le opportunità)
- Per scopi di bilancio
- Per giudizi di performance periodica

Abbiamo poi la possibilità di classificare ulteriormente le valutazioni di aziende presentate prima, in funzione degli scopi in:

- ❖ Valutazioni per scopi informativi e di comunicazione
- ❖ Valutazioni conoscitive
- ❖ Valutazioni cautelative
- ❖ Valutazioni vincolanti

La figura dell'esperto. Che ruoli può assumere?

Classificazione scopi-funzioni dei revisori contabili tedeschi:

- Quello di esperto indipendente con funzione argomentativa
- Quello di consulente del compratore o del venditore nel caso di valutazioni soggettive
- Quello di arbitratore svolgente una funzione di mediazione tra interessi contrapposti

E che competenze deve avere?

- ❖ *Nell'area contabilità e controllo* (capacità di lettura, interpretazione e verifica dei bilanci)
- ❖ *Nell'area finanza* (conoscenza degli strumenti e dei mercati)
- ❖ *Nell'area marketing* (capacità di comprendere l'andamento del settore e delle politiche commerciali)
- ❖ *Nell'area organizzativa* (analizzare e interpretare i problemi)
- ❖ *Nell'area tecnologia* (capacità di valutare i punti di forza e di debolezza)
- ❖ *Nell'area strategia* (capacità di raccogliere e analizzare le informazioni inerenti alle strategie di impresa e l'andamento del settore)
- ❖ *Nell'area matematico-quantitativa* (per l'utilizzo consapevole delle tecniche)

Il contenuto della relazione, secondo gli standard internazionali

La relazione deve essere in forma scritta e contenere:

1. Finalità e limitazioni
2. Fonti informative
3. Analisi della società
4. Analisi delle condizioni economiche generali
5. Analisi delle condizioni del settore
6. Analisi fondamentale
7. Approccio valutativo: metodi usati
8. Analisi del rischio
9. Sconti di minoranza e premi di maggioranza
10. Attività non operative

Contenuto della relazione

- Il processo valutativo consiste in una sintesi di molteplici elementi, quantitativi e qualitativi, che non può mai essere un fatto puramente tecnico: infatti l'ELEMENTO SOGGETTIVO ha sempre notevole rilievo
- Le operazioni di valutazione si traducono generalmente in una relazione, che può avere varie dimensioni e "tagli"
- In ogni caso la relazione deve rispettare un contenuto minimale, senza il quale essa sarebbe giudicata carente o addirittura inattendibile.

In ogni caso la relazione:

- ❖ Deve dimostrare la conoscenza dell'azienda
- ❖ Deve dimostrare la conoscenza dei mercati finanziari
- ❖ Deve essere la fedele interprete del processo valutativo
- ❖ Deve essere una rappresentazione convincente



LA PRIMA REGOLA

La conoscenza dell'azienda

- Significa conoscere l'azienda nella sua storia, nell'attualità, nelle prospettive che essa presenta e soprattutto nei mercati e settori in cui opera
- L'aspetto dominante è sempre la traduzione di queste conoscenze nelle proiezioni sui flussi che nascono, peraltro, anche da una serie di assumptions, cioè semplificazioni della realtà
- Delle conoscenze di cui si discute è parte rilevante l'inquadramento dell'azienda nel settore (o nei settori) in cui opera e l'analisi delle strategie a cui essa si ispira

ANALISI DEL SETTORE

Per valutare un'azienda, è necessario avere un compiuto quadro settoriale, per cercare di cogliere la "posizione" dell'impresa nel mercato in un dato momento e la possibile evoluzione nel futuro.

Nella pratica, una relazione di stima settoriale non è sempre agevole, a causa di insufficienza di informazioni, scarsa sensibilità dell'esperto, esigenze di semplificazione e di contenimento dei costi.

L'analisi viene suddivisa per settore economico. Se del caso occorre individuare i settori di appartenenza delle singole "aree di affari". Devono quindi essere descritti:

- Caratteristiche e dimensioni dei mercati
- Analisi della concorrenza
- Margini di settore

ANALISI STRATEGICA

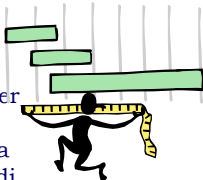
➤ Un giudizio quantitativo sulla validità di un'azienda non può mai prescindere dall'attenta considerazione delle sue politiche gestionali e dei suoi piani strategici.

➤ Occorre perciò analizzare:

1. Politiche e strategie di marketing
2. Politiche e strategie attinenti alla produzione
3. Politica del personale e management
4. Politiche finanziarie
5. Politiche di acquisto
6. Attitudine ed esperienza alla programmazione

In conclusione l'analisi strategica:

L'esame delle principali politiche e strategie aziendali, si traduce sul piano operativo nella ricerca di punti di forza e di punti di debolezza dell'azienda interessata. Ciò conduce al confronto con i concorrenti, per giudicare se l'impresa abbia o meno le attitudini di reggere la concorrenza, o di fare meglio di essa.



LA SECONDA REGOLA

La conoscenza dei mercati finanziari

- ❖ Questa regola riguarda la conoscenza dei mercati finanziari, da cui discendono alcuni fondamentali parametri valutativi relativi ai tassi di attualizzazione e capitalizzazione
- ❖ Molto importante è inoltre il costo del capitale, che non è affatto una misura oggettiva fornita dal mercato, ma risulta da una stima complessa e articolata, non esente da scelte discrezionali
- ❖ La conoscenza dei mercati finanziari implica che la relazione di valutazione dimostri nell'esperto il dominio dei metodi analitico-quantitativi necessari ai fini delle elaborazioni sui tassi, sui multipli e sulle altre variabili legate a tali mercati

LA TERZA REGOLA

La relazione fedele interprete del processo valutativo

- ▶ La relazione di valutazione deve essere lo specchio fedele dello spirito che anima il processo valutativo, il quale non è mai né una semplice somma di informazioni, né l'applicazione meccanica di formule che generano conclusioni "automatiche" e indiscutibili. Dalla relazione deve quindi emergere l'essenza del processo valutativo.

▶ 233

Prof. Stefano Pozzoli

Tappe che la relazione deve esprimere:

- ▶ 1. Partire da un'ideale base informativa
- ▶ 2. Passare attraverso l'analisi fondamentale
- ▶ 3. Scegliere un'ideale combinazione tra valutazioni assolute e valutazioni relative
- ▶ 4. Applicare i criteri di valutazione in modo razionale, obiettivo e con dimostrabilità
- ▶ 5. passare dal valore complessivo dell'azienda, al valore di uno specifico pacchetto azionario
- ▶ 6. Interpretare la pluralità di risultati e comporre la relazione sapendo che non può sfuggire a un certo grado di incertezza

Inoltre in questo processo non bisogna mai dimenticare:

- ❖ Che le informazioni sono limitate (l'essenziale è che non siano carenti)
- ❖ Che l'analisi fondamentale si fonda su una serie di assumptions, che corrispondono a convenzioni o semplificazioni della realtà
- ❖ Che la scelta, le combinazioni di modelli, la sintesi dei diversi risultati è in parte un esercizio discrezionale dell'esperto
- ❖ Che i risultati finali del processo valutativo non possono esprimere certezze, ma solo grandezze razionalmente e ragionevolmente stimate

LA QUARTA REGOLA

La relazione come rappresentazione convincente

- ❖ Negli ultimi anni si è assistito a un sensibile mutamento della forma espositiva delle relazioni di valutazione, attraverso l'impiego di formule espositive sintetiche e ampio ricorso a rappresentazioni visive
- ❖ Una relazione efficace deve avere un giusto equilibrio tra forme tipicamente espositive e agili rappresentazioni visive (tavole, figure, grafici)
- ❖ Ciò consente una lettura più facile e permette di cogliere meglio i punti salienti della relazione

Il metodo finanziario

La logica: il valore dell'azienda è misurato dai flussi finanziari che è in grado di produrre

Dividend Discount Model

Se fossimo in grado di prevedere analiticamente i flussi di risultato di un'azienda in una prospettiva infinita l'unico modello per la stima del valore sarebbe il Dividend Discount Model, per l'ovvio motivo che l'unica fonte di valore per gli azionisti sarebbe rappresentato dai dividendi percepiti

► 238

Prof. Stefano Pozzoli

Limiti al modello DDM

- Non è possibile prevedere i flussi di dividendo futuri su un arco temporale molto esteso;
- Anche se l'orizzonte temporale è limitato, il DDM risulterebbe essere un modello poco affidabile in quanto i dividendi sono in genere un previsore distorto della capacità dell'impresa di distribuire dividendi nel futuro (es. si immagini se l'azienda non distribuisce dividendi per tutto il periodo di previsione)

► 239

Prof. Stefano Pozzoli

Il Discounted Cash Flow

- **L'idea di fondo:** nel lungo periodo nessuna impresa può distribuire dividendi in misura superiore alla sua capacità di generare flussi di cassa.
- **Svantaggio:** attiene alla sua inaffidabilità quando applicato a orizzonti temporali limitati per via dello stesso limite di cui soffre anche il DDM.
- **Vantaggio:** è il metodo oggettivo in quanto si fonda sui flussi di cassa generati dalla gestione ed esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria, la cui determinazione è in certa misura esposta a valutazioni convenzionali e soggettive del management

► 240

Prof. Stefano Pozzoli

Il modello finanziario: la formula

La formula DCF (**discounted cash flow**)

$$I = \sum_{t=1}^n CF_t \cdot v^t + V_t \cdot v^n$$

$$W_0 = I - PFN$$

- ▶ I è il valore del capitale investito attuale
- ▶ CF_t è il flusso di cassa atteso per l'esercizio t esimo
- ▶ n è la durata dell'orizzonte di tempo
- ▶ V_t è il valore terminale dell'investimento

▶ 241

Prof. Stefano Pozzoli

DCF: perché si fa così

- ▶ “Il valore di un'azienda si determina in linea con il valore di un investimento”
- ▶ “Il valore di un investimento è dato dall'attualizzazione dei suoi ritorni”
- ▶ “Nel caso di un'azienda i ritorni sono quelli legati alla gestione del CIN”

▶ 242

Prof. Stefano Pozzoli

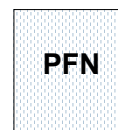
Le “ragioni della cassa”

- ▶ “Il valore dell'azienda è dato dal valore dell'investimento al netto del valore attuale del debito. Se il debito avesse scadenza immediata il suo valore sarebbe quello di ora”
- ▶ “I flussi vanno scontati tenendo conto della remunerazione del capitale proprio e del capitale di terzi”
- ▶ “Il valore non deve essere influenzato dalle scelte contabili, quindi la cassa è da preferire al reddito”

▶ 243

Prof. Stefano Pozzoli

DCF: un approccio asset side



Determiniamo i CF legati al CIN,

poi attualizziamoli col WACC,

poi togliamo la PFN!

▶ 244

Prof. Stefano Pozzoli

E come sarebbe stato l'approccio Equity side?



Determiniamo i CF legati al CN, poi attualizziamoli col K_e , e poi ... basta!

► 245

Prof. Stefano Pozzoli

Il reddito: la documentazione di base

Documentazione di base

rendiconto finanziario
budget tesoreria (passati e futuri)
budget fonti/impieghi
situazione di tesoreria
situazione rimborso debiti
situazione esigibilità crediti
analisi CCN
bilancio aggiornato
ultimi bilanci approvati
relazione sulla gestione
relazione collegio sindacale
(evt) ultimo bilancio consolidato
(evt) ultimo bilancio certificato
studi e analisi prospettiche
piano di sviluppo
analisi per indici
analisi per flussi
analisi dei costi

► 246

Il metodo del DCF: le fasi

Analogamente al metodo reddituale, si procede a:

- Definire l'orizzonte temporale
- Analizzare i risultati storici
- Prevedere i risultati futuri
- Stimare il costo del capitale
- Stimare il valore finale
- Attualizzare e interpretare i risultati

► 247

Prof. Stefano Pozzoli

La determinazione del flusso monetario

Si tratta di un *flusso monetario atteso*, ossia il flusso determinato sulla base di ipotesi ragionevolmente formulabili alla data di valutazione con riferimento all'orizzonte temporale della valutazione ...

► 248

Prof. Stefano Pozzoli

Prospettiva valutativa e grandezze economiche

	Asset side	Equity side
Patrimoniale	Capitale investito operativo netto (COIN)	Patrimonio netto (Equity)
Reddituale	Reddito operativo netto (RON, NOPAT)	Reddito netto (RN)
Monetaria	Flusso monetario (netto di imposte) della gestione operativa (FCFO)	Flusso monetario netto pertinente ai soci (FCFE)
Tasso di attualizzazione	Costo medio ponderato del capitale (WACC)	Costo del capitale proprio (Ke)
Risultato	Valore economico del COIN (Enterprise value)	Valore economico del Capitale proprio (Equity value)

Il flusso di cassa operativo CFO

► Il metodo diretto

$$(R_{\text{finanziari}} - C_{\text{finanziari}}) +/\Delta \text{ CIN}$$

► Il metodo indiretto

$$(R_o + C_{\text{non fin}} - R_{\text{non fin}}) +/\Delta \text{ CIN}$$

► 250

Prof. Stefano Pozzoli

Determinazione dei FCFO

Metodo indiretto: 1) il CFO

Reddito operativo (Ro)

- imposte su Ro
- = **Reddito operativo al netto delle imposte (Ronr o NOPAT)**
- + ammortamenti
- = **Flusso di cassa operativo (CFO)**

► 251

Prof. Stefano Pozzoli

Nota Bene

Passando dal Ro al CFo lordo si depurano componenti a valutazione discrezionale.

In altre parole il CFO lordo è meno soggettivo del Ro!

► 252

Prof. Stefano Pozzoli

Determinazione dei FCFO

2) dal CFO al FCFO (l'area del CIN)

CFO

- /(+) Aumento/(Diminuzione) CCN
- /(+) Investimenti/Disinvestimenti
- +/- Aumento/Utilizzo TFR
- = **Flusso di cassa operativo disponibile**
o Free cash flow from Operations (FCFO)

► 253

Prof. Stefano Pozzoli



Determinazione dei FCFE

3) dal FCFO al FCFE (l'area finanziaria)

FCFO

- +/- Aumento/Diminuzione PFN
- Oneri finanziari netti
- = **Flusso di cassa netto disponibile (FCFE)**

► 254

Prof. Stefano Pozzoli

Nota Bene

Il FCfE è quella parte del flusso di cassa che rimane a disposizione per gli azionisti, dopo avere remunerato i finanziatori.

Ma ci sono altre operazioni che attengono la cassa?

► 255

Prof. Stefano Pozzoli

La riconciliazione con il Δ Cassa

L'area della proprietà

FCFE

- + Aumento di capitale
- Acquisto azioni proprie
- Dividendi
- = **Δ Cassa**

► 256

Prof. Stefano Pozzoli

Il valore finale

- ▶ Il valore finale è:

$$V_f = \frac{CF_o}{WACC - g}$$

- ▶ Il suo peso è di solito compreso tra il 50% e il 70% del capitale investito
- ▶ Nel tasso di solito si scorpora il fattore di crescita (g)

▶ 257

Prof. Stefano Pozzoli

Il fattore di crescita

Per evitare errori di duplicazione:

- ▶ O va nella stima dei flussi o nella stima del tasso;
- ▶ O si inserisce nei flussi per l'orizzonte indagabile (o per una sua parte), quando le previsioni sono attendibili (es. OCSE per settori): g5
- ▶ O si inserisce nel tasso di lì in poi: g

▶ 258

Prof. Stefano Pozzoli

I metodi misti

**Il compromesso tra
patrimonio e reddito**

Il metodo:

- ▶ Il metodo oggi è definito come somma di due addendi:
 1. Il capitale netto rettificato, espresso a valori correnti;
 2. Il goodwill, inteso come reddito medio differenziale atteso su n anni, attualizzato, ridotti del costo del capitale, del tasso di rendimento del settore sul capitale investito

▶ 260

Prof. Stefano Pozzoli

L' applicazione del metodo misto: i parametri

- K
- R
- i''
- i'
- n

► 261

Prof. Stefano Pozzoli

Il capitale netto rettificato (K)

- Plusvalenze materiali: sì
- Plusvalenze immateriali: sì
- Integrazione intangibles: no

► 262

Prof. Stefano Pozzoli

Reddito medio normale atteso (R)

- Idem metodo reddituale ma...
- ...maggiori ammortamenti per beni a valori correnti!

► 263

Prof. Stefano Pozzoli

Rendimento medio del settore (i'')

- Dati sul settore e meglio...
- ...sul subsettore!
- Fonte: CeBi, Mediobanca, Databank, Dun & Bradstreet, ...

► 264

Prof. Stefano Pozzoli

Il tasso di attualizzazione (i')

- i' = tasso dell'impresa
- Impostazioni
 - Tasso elevato (impostazione UEC)
 - Tasso finanziario
 - Tasso col solo compenso per il rischio azionario

► 265

Prof. Stefano Pozzoli

La durata della rendita (n)

- Quanto può durare una posizione di vantaggio competitivo?
- Risposta empirica per fini valutativi: max 5 anni

► 266

Prof. Stefano Pozzoli

La formula del valore

$$W_M = K + (R - i' K) a_{n/i'}$$

dove:

K : capitale netto rettificato

R : reddito medio normale atteso

i' : tasso di rendimento del settore

i' : tasso di attualizzazione

► 267

Prof. Stefano Pozzoli

La versione con evidenziazione separata degli intangibili specifici

$$W_M = K + BI + (\underline{R} - i' K) / i'$$

dove:

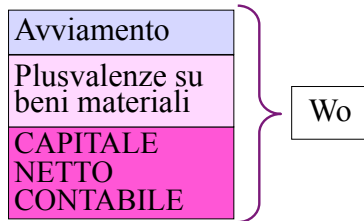
$\underline{R} = R$ – costo di privazione dell'intangibile

► 268

Prof. Stefano Pozzoli

Logica del metodo misto

Solo al crescere della redditività assume via via senso il concorso al valore dell'azienda di tre componenti:



▶ 269

Prof. Stefano Pozzoli

Quindi ...

La particolarità del metodo misto consiste nella misurazione diretta dell'avviamento!

▶ 270

Prof. Stefano Pozzoli

Quando utilizzare il metodo

- ▶ In base al tipo di operazione
 - ▶ Cessione/Acquisizione
 - ▶ Altre operazioni con interessi contrapposti (es. quotazione)
 - ▶ No per operazioni interne (es. aumenti, recessi)
- ▶ In base al tipo di azienda
 - ▶ No: aziende con un alto CN contabile
 - ▶ No: aziende che sarebbero soggette a molte plusvalenze
 - ▶ No: aziende poco competitive

▶ 271

Prof. Stefano Pozzoli

Base informativa

- ▶ Idem metodo reddituale
- ▶ Idem metodo patrimoniale



Con un particolare approfondimento sui dati di settore

▶ 272

Prof. Stefano Pozzoli

I metodi misti...

... nella versione asset side:
Economic Value Added (EVA)

Il metodo EVA

Nasce come misura di risultato periodico che, previa una peculiare forma di normalizzazione del reddito contabile, assume come aspetto qualificante la detrazione del costo di tutti i capitali investiti: sia dei capitali propri sia di quelli presi in prestito



$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \cdot C$$

► 274

Prof. Stefano Pozzoli

La formula del valore

$$W_M = K + (\text{NOPAT} - \text{WACC} \cdot C) a_{n/\text{wacc}} - \text{PFN}$$

dove:

K: Capitale investito netto rettificato

NOPAT: utile operativo dopo le imposte

PFN: posizione finanziaria netta

WACC: tasso di attualizzazione

► 275

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo dei multipli

- Il confronto con società comparabili
- Il confronto tra transazioni comparabili

Le motivazioni alla base della crescente importanza del metodo

- ▶ Grande sviluppo delle operazioni di fusione e di acquisizione;
- ▶ Lo sviluppo delle attività di private equity;
- ▶ La lievitazione dei prezzi di borsa;
- ▶ Cresciuta importanza dei beni intangibili;
- ▶ ...

▶ 277

Prof. Stefano Pozzoli

La formula del valore

$$W_o = \text{media } (G_i \times M_i)$$

dove:

G: grandezza di riferimento

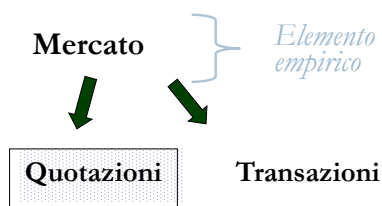
M: multiplo

i: 1...n (numero di multipli prescelti)

▶ 278

Prof. Stefano Pozzoli

Logica dei multipli



▶ 279

Prof. Stefano Pozzoli

Applicabilità...

- ▶ **Dato il suo carattere empirico il metodo dei multipli si dice che sia consigliabile soprattutto come metodo di controllo**
- ▶ **In realtà esso viene ormai frequentemente usato, soprattutto dagli operatori di borsa, come metodo principale**
- ▶ **È indubbiamente molto adatto per quote di minoranza destinate ad essere collocate sui mercati regolamentati**

▶ 280

Prof. Stefano Pozzoli

Il metodo dei multipli: campo di applicazione

- ▶ Società non quotate
- ▶ Target price

▶ 281

Prof. Stefano Pozzoli

Base informativa

- ✓ Serie storica dei prezzi (almeno un anno)
- ✓ Operazioni sul capitale
- ✓ Coefficienti di rettifica
- ✓ Serie storica dei numeri indice di borsa

▶ 282

Prof. Stefano Pozzoli

L'applicazione del metodo dei multipli : l'approccio delle società comparabili

- ▶ **Scelta dei comparables**
- ▶ **Scelta dei moltiplicatori**
- ▶ **Calcolo dei multipli sui comparables**
- ▶ **Applicazione dei multipli all'azienda**
- ▶ **Determinazione del valore**

▶ 283

Prof. Stefano Pozzoli

Scelta dei comparables

- ▶ **Stesso settore**
- ▶ **Dimensione**
- ▶ **Rischio finanziario**
- ▶ **Altri fattori...**

▶ 284

Prof. Stefano Pozzoli

Scelta dei moltiplicatori: numeratore

- ▶ I multipli si distinguono in due categorie: equity side e asset side. La distinzione dipende esclusivamente dal valore indicato al numeratore del multiplo:
- ▶ Nell'ottica equity il numeratore è il prezzo di borsa delle azioni o la capitalizzazione di borsa, cioè il valore corrente del capitale (multipli di mercato)
- ▶ Nell'ottica asset il numeratore è l'investimento nell'attivo lordo (in termini semplificati: Valore del capitale + Debiti – Liquidità). Il numeratore è quindi l'Enterprise Value (multipli dell'attivo)

▶ 285

Prof. Stefano Pozzoli

Scelta dei moltiplicatori: denominatore

- ▶ Si tratta di misure di performance, cioè di risultato periodico, ma anche di altre quantità sia contabili (book value) che di natura diversa. Quando il denominatore esprime una performance occorre che i risultati periodici assunti siano innanzitutto compatibili con il numeratore. Per i multipli equity side ciò significa che i risultati (utili netti o margini operativi) vanno intesi dopo gli interessi passivi; per i multipli asset side i risultati sono invece prima degli interessi passivi.

▶ 286

Prof. Stefano Pozzoli

I moltiplicatori

- ▶ Reddittuali (es. P/E; EV/EBIT; EV/EBITDA; EV/Sales)
- ▶ Finanziari (es. P/CF)
- ▶ Patrimoniali (es. P/BV)
- ▶ Altri (es. D/P)

▶ 287

Prof. Stefano Pozzoli

Calcolo dei multipli sui comparables

- ▶ Valore medio per moltiplicatore
- ▶ Si possono formare gruppi più o meno peer
- ▶ E, di conseguenza, applicare diversi pesi

▶ 288

Prof. Stefano Pozzoli

L'approccio delle transazioni comparabili

- ▶ Si è affermato in relazione alla crescente disponibilità di informazioni su transazioni intervenute, raccolte in idonee banche dati.
- ▶ Il fondamento sono, appunto, le informazioni inerenti a negoziazioni effettive (principalmente acquisizioni e fusioni) di aziende comparabili giudicate omogenee in alcuni aspetti essenziali, sia quantitativi sia qualitativi.

▶ 289

Prof. Stefano Pozzoli

L'approccio delle transazioni comparabili

- ▶ La comparazione non avviene attraverso indici o rapporti, ma direttamente avendo riguardo ai prezzi. Si tratta in tal caso di un approccio che, per il modo con cui è concepito, esclude qualsiasi apprezzamento soggettivo, inevitabile in qualsiasi altro metodo. Oltre a questi vantaggi, ce ne sono altri:
 1. È di facile comprensione per i non esperti;
 2. Esclude qualsiasi tipo di aggiustamento di valore dovuto a premi di maggioranza, a sconti di minoranza, ecc;
 3. Esclude le ipotesi o le convenzioni che spesso interessano altri metodi.

▶ 290

Prof. Stefano Pozzoli