

riflessioni. Beninteso si riconferma che il ricorso ai diversi metodi deve essere fatto con coerenza, nell'ambito del processo di stima delle variabili, con ciò evitando di considerare ogni metodo nel suo contenuto astratto.

Infine, va esposta un'ovvia ma importante conclusione: tutto ciò che è stato scritto riguarda, prima di tutto, il processo di stima del *True Value*. Occorre, quindi, che la distinzione tra il *True Value* e gli altri valori del capitale, che scontino variamente i benefici privati dei soggetti interessati alla valutazione, sia sempre presente anche nella scelta dei metodi di valutazione e venga esplicitamente dichiarata.

Capitolo terzo

Metodi diretti di valutazione del capitale d'impresa

1. I metodi finanziari

1.1. Premessa

In questo capitolo sono esposti gli aspetti di fondo dei principali metodi di valutazione *diretta* di W iniziando da quelli *finanziari*. Va preliminarmente osservato che, nel caso della valutazione di W , il concetto di *metodo finanziario* appare estensibile a tutti i metodi diretti di valutazione, fondati sull'apprezzamento di flussi di risultato derivanti dalla gestione dell'investimento nel capitale dell'impresa: quindi, sia dei flussi di cassa, il cui utilizzo caratterizza i *metodi finanziari* in senso stretto (esaminati in questo paragrafo) sia dei flussi di reddito, il cui impiego dà luogo ai *metodi reddituali* (esaminati, *infra*, nel paragrafo 3 di questo capitolo). La situazione descritta deriva dal fatto che, solo per l'investimento nel capitale di impresa, è universalmente diffusa la prassi di determinare (periodicamente, in modo sistematico, secondo convenzioni contabili note e di larga accettazione) la misura del flusso economico prodotto dalla gestione (in aumento o in diminuzione della ricchezza contabile aziendale iniziale). Ne consegue che, almeno dal punto di vista dell'analisi storica, l'apprezzamento dei flussi economici precede quello dei flussi finanziari, a loro volta calcolati per rielaborazione extracontabile dei dati utilizzati per l'espressione dei flussi economici. Quanto all'analisi prospettica, orientata a stimare i flussi futuri, essa è, per definizione, di tipo extracontabile. Di solito, tuttavia, anche la programmazione economica della gestione (attuata mediante sintesi che ne rendano comparabile, in futuro, il contenuto *ex ante* con i risultati *ex post* a mano a mano che si realizzano) precede quella finanziaria, nella quale si cerca la verifica della compatibilità tra il risultato economico

atteso e il mantenimento di un soddisfacente equilibrio finanziario: anche in questo aspetto, dunque, il primo tipo di flussi prospettici di riferimento è espresso dai flussi economici alla cui stima segue, poi, la previsione dei flussi monetari coerenti.

In conclusione: malgrado la priorità storica dell'analisi economica su quella finanziaria, entrambe orientate alla realizzazione di attendibili processi di stima di W svolti sul fondamento diretto dei flussi attesi di risultato, sembra opportuno esaminare i diversi metodi di valutazione, iniziando dai *metodi finanziari* in senso stretto. Questa scelta è coerente con quella fatta nello scrutinio dei criteri generali di valutazione di un qualsiasi investimento pur rilevando che, nel caso della valutazione di W , la connessione con i *metodi reddituali* è frequente e di rilievo.

1.2. Il «Discounted Cash-Flow Method»

Sotto questa denominazione si raggruppano più varianti di un unico modello di valutazione di W , realizzato mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici; tali varianti si differenziano per il diverso tipo di flusso preso in considerazione, in modo particolare per quanto riguarda il fatto di utilizzare flussi *levered* (cioè al netto degli oneri sostenuti dall'impresa per remunerare la sua posizione debitoria netta, di tipo finanziario) o *unlevered* (cioè al lordo dei medesimi). Questa distinzione viene spesso proposta anche in termini diversi ma, sostanzialmente, non differisce: il W stimato sulla base dei flussi finanziari *levered* è un W per gli azionisti, cioè riferito al valore di W di pertinenza degli azionisti, intesi come detentori dei loro diritti di *residual claimants* nei confronti degli altri *stakeholders*. A sua volta il W stimato sulla base dei flussi *unlevered*, cioè riferito al valore di W di pertinenza dei portatori di tutto il capitale investito, è un W per l'impresa, suscettibile di essere destinato agli *stakeholders* cui compete, con effetti derivanti dal *mix* tra le fonti finanziarie realizzato dal management. Nella loro impostazione teorica generale i *metodi DCF* richiamano il processo di attualizzazione, a un tasso adeguato e per un periodo lungo (almeno di 10-20 anni), dei flussi monetari disponibili comprensivi, al termine del periodo di riferimento e in due ipotesi alternative e diverse, anche: 1) degli importi corrispondenti alla li-

quidazione di tutto il patrimonio aziendale, composto da capitale fisso e capitale circolante; 2) di quelli espressi dal valore residuo finale attribuibile al capitale dell'azienda in funzionamento. I flussi sono definiti come disponibili se possono essere via via erogati agli aventi diritto su di essi senza alterare l'equilibrio finanziario dell'impresa. L'accennata condizione sta a significare che: 1) si deve sempre tener conto, nella determinazione prospettica dei flussi, anche degli impieghi non direttamente risalenti alla gestione corrente (per esempio di quelli motivati da nuovi investimenti netti - in capitale fisso e circolante - e da variazioni nell'indebitamento finanziario netto); 2) non è possibile, di solito, seguire vie troppo semplificate per esprimere i flussi. Per esempio, quanto ai flussi *levered* si suggerisce spesso di limitarsi a sommare tra loro l'utile netto, gli ammortamenti e gli accantonamenti per costi differiti: è ovvio che, così procedendo, si ipotizza che non esistano effetti provocati da variazioni nel capitale fisso e circolante, il che è in evidente contrasto con la realtà.

1.3. Le formule «unlevered» e «levered»

La formula proposta, nella versione del *Unlevered Discounted Cash-Flow Method*, è:

$$W = \sum CF_v + V_v - D$$

in cui si ha:

CF_v = valore attuale (v) dei *cash flow* (CF) gestionali annuali;

V_v = valore attuale del valore residuo (V) al momento n ;

D = posizione finanziaria (*debiti-crediti finanziari*) onerosa netta iniziale.

Da un punto di vista puramente descrittivo, la formula *levered*, ove si usino gli stessi simboli finora impiegati, è:

$$W = \sum CF_v + V_v$$

Essa si differenzia da quella *unlevered* apparentemente solo per una minor complessità, dal momento che non vi compare D . In questo caso, infatti, W è un valore di capitale per l'azionista

(e non per l'impresa) e deriva dall'attualizzazione di flussi disponibili per l'azionista, già stimati al netto della remunerazione dovuta ai portatori di crediti finanziari e, quindi, diversi dai semplici flussi gestionali; il valore di W sconta la presenza di D attraverso il contenuto dei flussi utilizzati per la stima. Il confronto tra le due formule, per essere completo, deve però riguardare il complessivo processo di attualizzazione sottostante, che coinvolge due tipi di grandezze: 1) i flussi (CF); 2) il tasso di attualizzazione (i). Per quest'ultimo basti qui ricordare che, nel caso della formula *unlevered*, è un tasso che esprime il *costo medio ponderato del capitale* e, in quella *levered*, è un tasso riferito al costo del solo *capitale proprio*¹. Più complessa è, invece, la disamina delle differenze riguardanti il diverso contenuto dei flussi, cui viene ora dedicata un'adeguata analisi.

1.4. I flussi nelle due formule

Nella formula *DCF unlevered* (per l'impresa) la stima dei CF annuali è espressa da:

$$\begin{aligned} & \text{Utile prima di interessi e imposte (EBIT)} \times (1 - t) \\ & + \text{ammortamenti ed altri costi differiti} \\ & - \text{impieghi netti in capitale fisso e circolante} \end{aligned}$$

In questa versione si rileva che i CF annuali: 1) si presentano come funzioni dei MOL ; 2) sono stimati *prima* degli oneri finanziari ma *dopo* quelli fiscali calcolati sul risultato operativo (MOL -ammortamenti); 3) tengono conto delle variazioni riguardanti gli investimenti annuali netti. Per quanto attiene ai MOL l'orizzonte temporale n , entro il quale viene svolto il processo di attualizzazione dei flussi, finisce con l'essere spesso contenuto in un periodo non eccessivamente lungo (5-10 anni) coperto da budget e da piani variamente formalizzati. In modo più completo, al fine di meglio distinguere le diverse grandezze implicate nella stima dei CF annuali, secondo la normale classificazione dei valori accolta in un conto economico aziendale (consuntivo o preventivo), i flussi analitici che concorrono a determinare il CF disponibile complessivo sono così raffigurabili:

¹ Sull'argomento cfr. *infra*, il paragrafo 4.2 del capitolo IV.

- (+) Vendite
- (-) Costi operativi monetari
- (=) Margine Operativo Lordo (MOL)
- (-) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Reddito operativo (RO o EBIT)
- (-) Imposte
- (=) Reddito operativo netto
- (+) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Flusso di cassa operativo
- (±) Δ investimenti in capitale fisso e circolante
- (=) Flusso di cassa disponibile per l'impresa

Nella formula *DCF levered* (per l'azionista) la stima dei CF annuali è orientativamente espressa da:

$$\begin{aligned} & \text{Utile netto} \\ & + \text{ammortamenti ed altri costi differiti} \\ & - \text{impieghi netti in capitale fisso e circolante} \\ & - \text{rimborso di capitale} \\ & + \Delta D \end{aligned}$$

e, in modo analitico completo, da:

- (+) Vendite
- (-) Costi operativi monetari
- (=) Margine Operativo Lordo (MOL)
- (-) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Reddito operativo (RO o EBIT)
- (-) Oneri finanziari netti
- (=) Risultato ante imposte
- (-) Imposte
- (=) Utile netto
- (+) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Flusso di cassa operativo
- (±) Δ investimenti in capitale fisso e circolante
- (±) Δ capitale azionario e D
- (=) Flusso di cassa disponibile per l'azionista

Si nota facilmente come, nella formula *levered*, i CF siano influenzati: 1) dagli oneri finanziari netti; 2) dalla deducibilità fiscale di tali oneri (che, peraltro, nella formula *unlevered* influisce indirettamente sulla stima del *costo medio ponderato del capitale* al quale, in tale caso, i flussi vengono attualizzati; 3)

dalle variazioni rilevate negli stock di capitale proprio e di indebitamento netto finanziario, a motivo di operazioni finanziarie di rimborso o di nuovo approvvigionamento; 4) dalle modificazioni della redditività aziendale, conseguente al fatto che l'impresa si muova per realizzare la struttura finanziaria desiderata (se è diversa da quella preesistente) sfruttando il *leverage finanziario*, ove ne sussistano le condizioni.

1.5. La stima dei flussi di cassa (CF)

In una impresa industriale, la formulazione analitica dei CF *unlevered* annuali è:

$$CF_t = S_{t-1}(1 + g_t) \times p_t(1 - T_t) - (S_t - S_{t-1})(f_t + v_t)$$

in cui si ha:

S = vendite annuali;

g = tasso annuale di variazione delle vendite;

p = EBIT in percentuale sulle vendite;

T = aliquota imposte sul reddito;

f = incidenza unitaria (su 1 lira di aumento delle vendite) dei nuovi investimenti fissi al netto degli ammortamenti totali;

v = *idem* per l'incremento del circolante.

Dalla lettura della formula appare che gli aspetti di criticità riguardano, per ciascun anno t , l'individuazione di g , p , f , v : si tratta, invero, di grandezze la cui stima razionale implicherebbe un processo di programmazione completo e formalizzato. Esso è del tutto simile a quello svolto se si utilizza un *metodo reddituale* fondato sull'ipotesi di individuare redditi prospettici di tipo analitico (cioè anno per anno) e non un unico R normalizzato (come, peraltro, avviene nella versione del *metodo reddituale* di più frequente utilizzo: cfr., *infra*, nel paragrafo 3 di questo capitolo). È importante rilevare il suggerimento contenuto nella formula esaminata: il comportamento razionale dell'analista si basa sulla stima della dinamica attesa riguardante i cosiddetti dati fondamentali dell'impresa (vendite, costi monetari e non monetari, variazioni del CCN e del capitale fisso, ecc.) e non, soltanto, gli ipotetici risultati finali degli esercizi (utili o perdi-

te) estrapolati sul fondamento dell'esperienza storica, variamente corretta. La formula riconduce alla problematica globale della programmazione d'azienda, alla nozione dei suoi contenuti, all'espressione di un giudizio di attendibilità metodologica e di merito sui dati espressi nei documenti di programma. Va notato che si utilizzano dati e informazioni tratti dal (o dai) budget insieme a quelli ricavati da piani strategici sia formalizzati sia di solo scenario.

Infine, è da riproporre l'attenzione sul fatto che il processo di stima dei successivi CF, sulla base dell'azione descritta, conduce - per coerenza - a processi di stima di W di tipo multiperiodale, perché non ha molto senso cercare la stima analitica dei flussi e , poi, mantenere costanti i tassi di attualizzazione (se muta il *mix* delle fonti) e d'imposta (se si annunciano nuovi assetti fiscali).

1.6. Il valore residuo (V_0)

Gli aspetti più rilevanti della stima del *valore residuo* dipendono da due fatti: 1) V_0 è, di norma, il risultato dell'attualizzazione del valore attribuito al capitale dell'impresa funzionante al momento n (prima del quale i CF annuali erano stimati analiticamente); 2) V_0 è, spesso, la componente maggiore del valore globale W attribuito al capitale dell'impresa.

La sua stima è, dunque, effettuata mediante l'attualizzazione all'infinito di una figura di reddito (R) o di flusso di cassa (CF) riferita all'ultimo anno di stima analitica di tali grandezze, o di un valore medio degli ultimi due-tre anni, che si suggerisce di normalizzare per quanto attiene all'incidenza su di esso delle variazioni ipotizzate nelle politiche d'investimento in capitale fisso e circolante. Il flusso di riferimento può essere, alternativamente, *unlevered* o *levered*. Va, poi, notato che, in mancanza di altre attendibili vie per individuare un tasso di capitalizzazione del flusso prescelto, da adottare in un'epoca futura così lontana, spesso la stima viene effettuata mediante la formula $V = R$ (o CF) $\times M$, in cui M è un moltiplicatore di mercato. Tale moltiplicatore è, nell'ipotesi *levered*, espresso dal reciproco del P/E aziendale; in quella *unlevered*, dal reciproco del rapporto tra EV (*Enterprise Value*, cioè il *Market Value* del capitale azionario e del debito finanziario) e l'EBIT. Si perviene, così, a un

supposto V da riportare, poi, al presente (e cioè a V_0) mediante la sua attualizzazione utilizzando un tasso coerente con la grandezza da attualizzare. Se si tien conto dell'aleatorietà di siffatte stime e della pressoché costante impossibilità di dare razionale e convincente motivazione delle scelte che le precedono, emerge un importante limite d'impiego dei *metodi finanziari* nel calcolo del W .

1.7. Conclusioni

Al termine di quanto scritto va, almeno, posto in luce che: 1) gli elementi d'incertezza devono essere adeguatamente espressi nella stima dei flussi; 2) i connotati generali delle grandezze elementari implicate nella stima rendono il metodo particolarmente impiegabile nel caso delle imprese che sfruttano risorse riproducibili o di cui esistono ampie riserve. Un buon utilizzo si ha per le imprese industriali mentre sorgono molte problematiche per il suo uso nei settori delle imprese bancarie, finanziarie e assicurative; 3) il tasso d'attualizzazione può essere ipotizzato stabile o variabile nel tempo, secondo gli andamenti attesi del *costo medio ponderato del capitale*; 4) V_0 è un particolare valore reddituale di scenario, di tipo inerziale, il cui peso incide su W tanto più n (cioè il periodo coperto da budget e da piani formalizzati) sia ridotto e l'impresa si trovi in regime di redditività crescente.

Nei quadri che seguono sono esposti i dati di sintesi di una valutazione dei W di due imprese industriali, coinvolte in una ipotesi di fusione, realizzata adottando il *metodo DCF (unlevered)*. Pur scontando l'uso delle cautele cui si è già fatto cenno, per la stima delle diverse grandezze coinvolte nel calcolo, la conclusione negativa riguardante il rapporto tra i W e i V_0 è di tutta evidenza.

QUADRO 1

SOCIETÀ X

VALUTAZIONE CON D.C.F.

Tasso utilizzato: 8% (Mezzi propri $10\% \times 0,69 + 4,05\% \approx 8,68\% \times 0,50 \times 0,31$)

Anno 1999: da Piano 1995/1999

Valore Terminale: MOL ed imposte del 1999; investimenti pari al 7,4% del Fondo Amm. del '99

	1995	1996	1997	1998	1999	Valore terminale
Risultato operativo	102,0	117,0	129,1	146,3	158,5	158,5
Ammortamenti	(64,2)	(66,0)	(68,0)	(70,9)	(72,9)	(72,9)
Margine operativo lordo	166,2	183,0	197,1	217,2	231,4	231,4
Imposte (47% su R.O.)	(47,9)	(55,0)	(60,7)	(68,8)	(74,5)	(74,5)
Delta CIN + Amm.	(80,8)	(68,8)	(76,6)	(78,7)	(77,3)	
Investimenti di mantenimento						(32,6)
FLUSSI	37,4	59,2	59,9	69,7	79,6	124,3
Moltiplicatore						10,0
						1.243,4
Valore attuale al 1994 di una lira all'8%	0,926	0,857	0,794	0,735	0,681	0,681
VALORE ATTUALE DEI FLUSSI	34,6	50,7	47,5	51,2	54,2	846,2
SOMMATORIA DEL VALORE ATTUALE DEI FLUSSI						1.084,5
POSIZIONE FINANZIARIA 1994 (rettificata dei dividendi distribuiti nel 1995)						(237,3)
W =						847,3

QUADRO 2

SOCIETÀ Y

VALUTAZIONE CON D.C.F.

Tasso utilizzato: 8,5% (Mezzi propri 10% × 0,75 + Mezzi di Terzi 8,6% × 0,50 × 0,25) $7,5 + 1,075 = 8,57$

Anno 1999: da Piano 1995/1999

Valore Terminale: MOL ed imposte del 1999; investimenti pari al 2% del Fondo Amm. del '99

	1995	1996	1997	1998	1999	Valore terminale
Risultato operativo	37,6	55,6	71,9	82,6	91,7	91,7
Ammortamenti	(45,4)	(48,5)	(55,1)	(57,0)	(62,2)	(62,2)
Margine operativo lordo	83,0	104,1	127,0	139,6	153,9	153,9
Imposte (36% su R.O.)	(13,5)	(20,0)	(25,9)	(29,7)	(33,0)	(33,0)
Delta CIN + Amm.	(77,0)	(39,1)	(100,8)	(71,9)	(64,6)	
Investimenti di mantenimento						(7,6)
FLUSSI Moltiplicatore	(7,5)	45,0	0,3	38,0	56,3	113,3 10,0
Valore attuale al 1994 di una lira all'8,5%	0,921	0,849	0,783	0,721	0,665	0,665
VALORE ATTUALE DEI FLUSSI	(6,9)	38,2	0,2	27,4	37,4	753,2
SOMMATORIA DEL VALORE ATTUALE DEI FLUSSI						849,5
POSIZIONE FINANZIARIA 1994 (rettificata dei dividendi distribuiti nel 1995)						(116,9)
W =						732,6

2. I metodi patrimoniali

2.1. Premessa

I metodi patrimoniali sono comunemente riassunti nel metodo patrimoniale semplice e in quello complesso.

2.2. Il metodo patrimoniale semplice

La valutazione di W con il metodo patrimoniale semplice ipotizza $W = K$ dove K è inteso come il patrimonio netto rettificato attribuibile all'impresa in un dato momento. La sua stima muove dalla considerazione del valore del capitale netto di bilancio alla data di riferimento. Essa risente, all'origine, dei limiti dati dalle convenzioni usate per redigere le sintesi patrimoniali contabili, tra cui: *a*) la nominalità dei valori, espressi a moneta corrente nelle varie epoche della loro formazione, che provoca una eterogeneità di fondo; *b*) la prevalente iscrizione a costo storico (salvo l'eccezione derivante da rivalutazioni *ex lege* o giustificate da speciali motivi) dei valori degli investimenti durevoli (rettificati dagli ammortamenti contabili) e, nei limiti dei valori di mercato, anche degli investimenti non durevoli; *c*) l'esclusione della maggior parte dei valori delle immobilizzazioni immateriali che non siano state oggetto di diretta negoziazione; *d*) la valutazione delle passività potenziali nei limiti della loro attitudine ad essere stimate contabilmente.

Nel passaggio tra il valore del capitale netto di bilancio (K_b) e quello del patrimonio netto rettificato (K) utilizzato per la stima di W , le attività e le passività di bilancio sono riesprese a valori di mercato e nominate nella moneta corrente dell'epoca cui la valutazione si riferisce. Ciò implica: 1) l'assenza di modificazioni per le attività e le passività il cui valore corrente coincide con quello nominale (è il caso, per esempio, della liquidità immediata e dei debiti purché non indicizzati o in valuta); 2) l'espressione a valore corrente degli investimenti durevoli (per esempio le immobilizzazioni tecniche e le partecipazioni) e non durevoli (per esempio i titoli di negoziazione, le rimanenze e i crediti. Questi ultimi, tra l'altro, dovrebbero essere già iscritti in tal modo nel bilancio); 3) l'integrazione degli accantonamenti per passività potenziali non dotati di valenza contabile ma