

INCONTRI DI AGGIORNAMENTO PROFESSIONALE 2014-2015

Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bologna

ACQUISIZIONI DI IMPRESE: PROBLEMI VALUTATIVI

Prof. Giuseppe Savioli – Università degli studi di Bologna, Scuola di
Economia, management e statistica

I metodi di valutazione

1. metodi finanziari;
2. metodi reddituali;
3. metodi patrimoniali (semplice e complesso);
4. metodi misti patrimoniali e reddituali;
5. metodi empirici

Secondo le indicazioni della dottrina i metodi adottati dovrebbero rispondere a specifiche caratteristiche:

- **RAZIONALITA'**: il metodo deve essere concettualmente valido, ovvero basarsi su un processo logico chiaro, convincente e largamente condivisibile
- **OBIETTIVITA'**: il metodo deve essere fondato su dati certi o almeno notevolmente credibili
- **GENERALITA'**: esso non deve considerare le peculiarità e gli interessi delle parti coinvolte nell'operazione
- **STABILITA'**: il risultato da esso fornito non deve subire variazioni continue per fatti contingenti, o per mutamenti di opinione, ma deve variare solo in seguito alla creazione di nuovo valore o alla distruzione del valore preesistente.

I metodi proposti dalla dottrina sono molteplici e comunque nessuno è in grado di rispondere completamente alle caratteristiche sopra citate. La scelta del metodo da utilizzare è strettamente legata al tipo di azienda da valutare.

esempi ...

Per le **aziende di servizi e di consulenza**, ad esempio, dove l'elemento patrimoniale è trascurabile, l'aspetto rilevante per la valutazione è rappresentato dai flussi finanziari o reddituali che l'azienda stessa sarà in grado di generare in futuro. Conseguentemente i criteri più idonei sono rappresentati da quello *finanziario* e da quello *reddituale*.

Per le **aziende industriali**, dove in genere, oltre alla capacità di reddito ha notevole peso anche la componente patrimoniale, i metodi più frequentemente usati sono quelli *misti*, aventi la caratteristica di considerare entrambe le componenti.

Per le aziende il cui valore si risolve in quello dei singoli beni componenti (**immobiliari e holding di partecipazione**), il metodo in genere utilizzato è quello *patrimoniale*.

- Sono fondati sull'ipotesi che il capitale economico dell'azienda sia dato dal valore corrente di sostituzione del suo patrimonio alla data di riferimento della valutazione, cioè dal prezzo che un ipotetico investitore dovrebbe pagare per acquistare o costituire un'azienda dotata di struttura patrimoniale perfettamente identica a quella oggetto di stima.
- Dato, però, che non esiste un vero e proprio mercato delle aziende da cui dedurre tale valore, esso viene ricavato dalla somma algebrica dei valori correnti di sostituzione attribuibili ai singoli elementi attivi e passivi facenti parte del complesso aziendale isolatamente considerati.
- Tali metodi prescindono quindi completamente dai flussi (redditali o finanziari) che l'investimento in atto è in grado di generare e considerano solo gli **stock** di capitale esistenti.
- Il metodo patrimoniale semplice valuta gli stock fisici
- Il metodo patrimoniale complesso valuta anche gli intangibles

Fasi

Revisione contabile degli elementi dell'attivo e del passivo



Determinazione del patrimonio netto contabile alla data di riferimento



Riespressione a valori correnti



Patrimonio netto rettificato

Highlights

- Attualizzazione di crediti e debiti
- Oneri fiscali potenziali su plusvalenze latenti
- Risparmi fiscali potenziali su minusvalenze latenti
- Perdite fiscali pregresse

- Si basano sulla considerazione che il capitale economico di un'azienda (W), essendo correlato alla sua capacità di generare redditi futuri, è pari al valore dei redditi futuri (R) attualizzati ad un tasso congruo.
- Per la stima del reddito da capitalizzare la dottrina, anziché attualizzare i singoli redditi futuri, suggerisce di individuare un “reddito prospettico annuo medio-normale” (R), cioè un reddito che mediamente l'impresa sarà in grado di produrre negli n anni per i quali la stessa rimarrà in vita.

$$W = R \times a_{n \overline{|\ } i} \quad \longrightarrow \quad \text{Solo per attività limitate nel tempo}$$

$$W = \frac{R}{i} \quad \longrightarrow \quad \text{Con orizzonte temporale infinito}$$

Highligts Flussi

- Normalizzazione
- Basi di previsione
- Beni estranei alla gestione

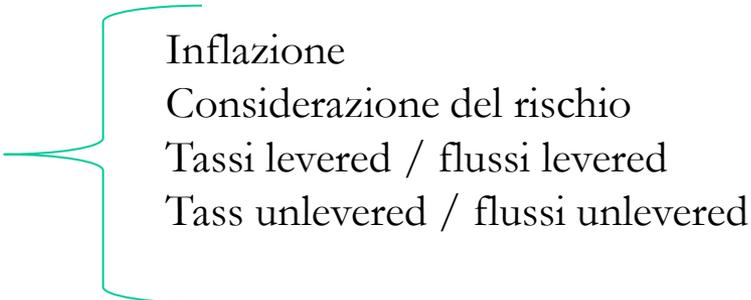
Componenti non ripetibili

Politiche di bilancio

Effetti inflazione

Highlights Tassi

- Coerenza tra tassi e flussi
- Determinazione sintetico /soggettiva
- Determinazione analitica



Inflazione
Considerazione del rischio
Tassi levered / flussi levered
Tass unlevered / flussi unlevered

Determinano il capitale economico dell'azienda considerandone contemporaneamente sia l'aspetto patrimoniale che quello reddituale

“Metodo misto con stima autonoma dell'avviamento”: somma del valore patrimoniale semplice (K') e dell'avviamento (A). Quest'ultimo, a sua volta, è ottenuto dal valore attuale, a tasso i' , di una rendita annua posticipata e limitata ad n anni, di termine annuo costante e pari al sovrareddito, cioè al maggior reddito che l'azienda produrrà mediamente negli n anni successivi rispetto al rendimento normale del settore ($R_n = K'i$), secondo la formula:

$$W = K' + (R - K'i) \times a_{n \overline{i}'}$$

Highlights

- Coerenza tra valutazioni patrimoniali e flussi stimati
- Tasso di rendimento medio e tasso di attualizzazione
- La stima del Badwill
- Il limite inferiore di valore

Sono basati sull'assimilazione, perfettamente logica, dell'azienda ad un qualsiasi investimento, per cui il suo valore economico (W) dipende dalla dimensione e dalla distribuzione nel tempo dei flussi finanziari ($CF - Cash Flow$) che l'azienda renderà disponibili nel futuro per l'investitore, attualizzati ad un tasso (i) che dovrebbe coincidere con il tasso di rendimento medio del settore in cui l'azienda opera, inteso come tasso di remunerazione offerto da investimenti alternativi - a quello aziendale - ma simili per durata e grado di rischio.

$$W = \sum_{t=1}^n CF_t (1+i)^{-t} + TV$$

Il valore economico di un'azienda dipende dai seguenti fattori:

- a) la determinazione dei **flussi di cassa**
 - Free Cash Flow to Equity (FCFE) → Levered discounted cash flow
 - Free Cash Flow from Operation (FCFO) → Unlevered discounted cash flow

- b) la **scelta dei tassi di attualizzazione**: tenendo conto del profilo temporale associabile ai flussi stessi (principio dell'attualizzazione) e della situazione di incertezza in cui si opera (rischio e stima del tasso di sconto)

- c) la determinazione del **valore finale** (Terminal Value)

RICAVI

- costi operativi

MARGINE OPERATIVO LORDO (M.O.L.)

- + ammortamenti

(EBITDA)

- imposte sul reddito operativo

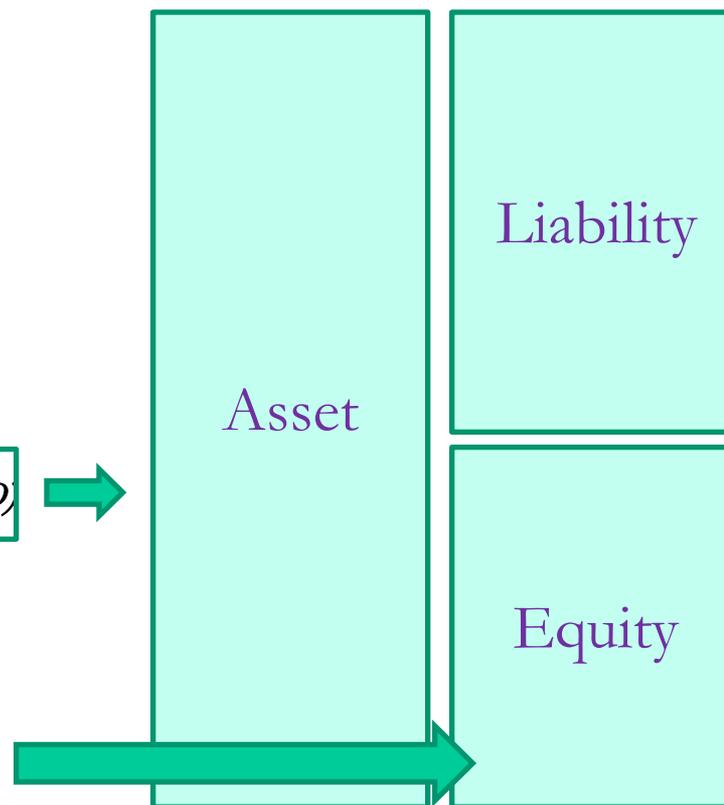
FLUSSO MONETARIO DI CCN

- +/- Delta CCN

- +/- incrementi/disinvestimenti (CAPITALE FISSO)

FREE CASH FLOW FROM OPERATION (FCFO)

- oneri finanziari $(1 - t_c)$
- rimborso prestiti
- imposte sugli oneri finanziari

FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)

Flussi LEVERED o FCFE (Equity Side): sono i flussi di cassa che, dopo aver remunerato i finanziatori - quindi al netto degli oneri finanziari - sono disponibili per gli azionisti (in termini di dividendi e *capital gains*). La loro applicazione al metodo del DCF porta alla diretta determinazione del valore del patrimonio netto (approccio *equity side*).

$$W = \sum_{t=1}^n CF_t \times \frac{1}{(1 + I_{capm})^t} + TV$$

$$W = FCFE_1 (1 + i)^{-1} + FCFE_2 (1 + i)^{-2} + \dots + FCFE_n (1 + i)^{-n} + TV \text{ (Terminal Value)}$$

i = tasso di remunerazione ottenuto con il C.A.P.M.

- **Flussi UNLEVERED o FCFO (Asset Side)**: sono flussi al lordo degli oneri finanziari (prescindendo da come viene finanziato il capitale investito), disponibili per l'impresa e di competenza di tutti i fornitori di capitale (sia di rischio che di debito). La loro applicazione al metodo del DCF consente di determinare il **valore dell'attivo** (approccio *asset-side*: cioè del capitale investito dall'azienda), attraverso la somma e l'attualizzazione di flussi di cassa operativi a cui andrà sottratto il valore dei **debiti finanziari netti (PFN)**.

$$W = \sum_{t=1}^3 CF_t \times \frac{1}{(1+WACC)^t} + TV - PFN$$

$W = \frac{\text{FCFO}_1 (1+i)^{-1} + \text{FCFO}_2 (1+i)^{-2} + \dots + \text{FCFO}_n (1+i)^{-n} + \text{TV (Terminal Value)}}{\text{Impieghi}} - \frac{\text{PFN}}{\text{Fonti}}$

i = tasso di remunerazione ottenuto con il W.A.C.C.

PFN = Posizione finanziaria netta (debiti finanziari – crediti finanziari – liquidità)

LEVERED CASH FLOW

Occorre stimare il **costo del capitale proprio**, che la dottrina e la prassi determinano mediante il modello del **CAPM** (*Capital Asset pricing Model*), il quale stima il rendimento atteso che un investitore si aspetta da un titolo attraverso tre variabili:

$$i_{capm} \leftarrow r = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

- ✓ (r_f) il tasso **risk free**, ossia un rendimento di un titolo privo di rischio
- ✓ ($r_m - r_f$) **market premium**, ossia il tasso di rendimento atteso per il rischio dell'investimento azionario nel suo complesso;
- ✓ **coefficiente Beta** che rappresenta la specifica rischiosità del titolo rispetto l'intero portafoglio di mercato

Beta = coefficiente che esprime il **rischio sistematico** o non diversificabile del singolo titolo di investimento (in rapporto al rendimento di un portafoglio di titoli rappresentativi dell'intero mercato).

Beta = 1 portafoglio di mercato: premio per il rischio atteso = $(r_m - r_f)$

Beta > 1 “titoli aggressivi” (rischio sistematico maggiore rispetto al portafoglio di mercato, maggiori rendimenti attesi)

Beta < 1 “titoli difensivi” (rischio sistematico minore rispetto al portafoglio di mercato, minori rendimenti attesi)

Società quotate

Il *Beta* viene calcolato dagli analisti finanziari sulla base di molteplici variabili – ciclicità del settore, prospettive di crescita, grado di leva finanziaria, grado di diversificazione – e pubblicato su riviste specializzate (*c.d. betabook*)

Società non quotate

La prassi valutativa è solita approssimare il valore del *Beta* con il *Beta* medio di un campione di aziende quotate operanti nello stesso settore di quella valutanda e con caratteristiche simili a quella oggetto di valutazione.

UNLEVERED CASH FLOW

Occorre utilizzare un tasso che tenga in considerazione la struttura finanziaria dell'azienda, identificato da dottrina e prassi nel **W.A.C.C.** (*Weighted Average Cost of Capital*) **costo medio ponderato del capitale.**

- **Tasso medio ponderato di onerosità di tutto il capitale**, che comprende, quindi, il **costo del capitale di debito (finanziatori)** e quello del **capitale di rischio (azionisti)**.
- Esprime il costo del capitale come media ponderata tra il costo del debito ed il costo del capitale proprio così come determinato con il modello del CAPM

$$WACC = \left[i_d \times (1-t) \times \frac{D}{(D+E)} \right] + \left[i_{capm} \times \frac{E}{(D+E)} \right]$$

**Costo del capitale di
debito**

**Costo del capitale
proprio**

$i_d \times (1-t)$ = costo del debito al netto del beneficio fiscale;

t = aliquota d'imposta sul reddito delle società

i_{capm} = tasso determinato con il metodo del CAPM;

D = posizione finanziaria netta (debiti)

E = valore del capitale proprio (Patrimonio Netto "Equity") D, E sono stimati a "valori correnti"

Dal momento che l'azienda continuerà e produrre flussi di cassa oltre il periodo preso in considerazione, è necessario stimare un valore terminale o residuo della stessa.

Il *terminal value* si fonda sui flussi di risultato *medio-normali*, proiettabili oltre il periodo di previsione esplicita.

Un criterio che attribuisce molto peso al *terminal value* si espone alle incertezze che gravano sulla stima del risultato *medio-normale*.

$$TV = \frac{CF_3}{(1 + I_{capm})^3} \times \frac{1}{I_{capm} - g} \quad \text{LEVERED DISCOUNTED CASH FLOW}$$

$$TV = \frac{CF_3}{(1 + WACC)^3} \times \frac{1}{WACC - g} \quad \text{UNLEVERED DISCOUNTED CASH FLOW}$$

Il *terminal value* viene così calcolato attualizzando all'infinito, il flusso di cassa scontato all'anno t_n , ad un tasso pari alla differenza tra i_{capm} o W.A.C.C. ed il tasso di crescita g .

g = **tasso di crescita** → esprime la capacità di crescita dell'azienda nel perpetuo. Viene calcolato sulla base di indagini storico – previsionali sulla base di variabili quali l'andamento del fatturato ed i margini reddituali. Nella sua stima si considera anche l'andamento generale del settore di riferimento dell'azienda e dello scenario macro-economico nella quale la stessa si trova ad operare.

- I “metodi empirici” o “metodi di valutazione relativa” vengono utilizzati per determinare il valore economico di una azienda prendendo a riferimento i prezzi praticati sul mercato per aziende dello stesso settore:

– P/E (Price/Earning)

– Price/Cash Flow

– Price/book value

– EV/EBITDA;

– EV/EBIT

– EV/Sale

Equity side

Stimano direttamente
il patrimonio netto

Asset side

Stimano il valore delle
attività

Highlights

- Effettiva comparabilità aziende
- Normalizzazione parametro esterno
- Normalizzazione parametro aziendale
- Proiezione parametro aziendale

Contatti:

Prof. Giuseppe Savioli

Viale Tripoli, 171 47923 Rimini

Via San Gervasio, 8 40121 Bologna

Telefono: 0541-24731 / 051-0988011

Mail: savioli@savioliassociati.com