

COMMISSIONE ANALISI DI BILANCIO VALUTAZIONI D'AZIENDA
E FINANZA D'IMPRESA

**Le assunzioni poste alla base
delle valutazioni d'azienda
operate
secondo il criterio finanziario**

Settembre 2019

1. La valutazione d'azienda, un quadro generale di riferimento

La disciplina della valutazione d'azienda, applicata ad interi complessi produttivi o limitatamente a rami aziendali, sta assumendo un ruolo progressivamente primario nelle realtà societarie.

La stima del valore economico societario è infatti prevista, *ex lege*, in determinate circostanze, tra le quali:

- ai fini della stima dei valori economici aziendali in caso di fusione¹ e scissione², qualora funzionale alla determinazione del rapporto di cambio per l'aumento di capitale della società risultante/beneficiaria ovvero, in caso di scissioni, al fine di ripartire il costo fiscale della partecipazione nella società scissa tra le partecipazioni risultanti in capo ai Soci³;
- ai fini della valutazione societaria finalizzata alla determinazione del valore di recesso della partecipazione del Socio nel caso di S.r.l.⁴ e di S.p.A.⁵ – oltre che con riferimento alla determinazione del valore di recesso di partecipazioni in società di persone;
- ai fini della predisposizione della perizia necessaria in caso di conferimento di beni/servizi nei confronti di S.r.l. ex art. 2465 c.c. e di conferimento di beni nei confronti di S.p.A. ex art. 2343 c.c., qualora l'oggetto del conferimento sia rappresentato da un complesso aziendale o un suo ramo;
- ai fini della valutazione necessaria in caso di acquisto da parte della società di beni o crediti da promotori, fondatori, soci ed amministratori alle condizioni di cui all'art. 2343-bis per le S.p.A. ed art. 2465, secondo comma c.c. per le S.r.l., qualora l'oggetto dell'acquisto sia rappresentato da una partecipazione, da un complesso aziendale ovvero un suo ramo.

Tale stima risulta, altresì, necessaria ogniqualvolta si debba definire il valore di un'azienda per finalità:

- di bilancio e/o aziendali (si pensi alla stima del valore delle CGU aziendali tramite il criterio del *fair value* ovvero del *value in use* al fine dell'effettuazione dell'*impairment test* sulle medesime⁶);
- di determinazione della base di valore su cui calcolare successivamente il prezzo di cessione ovvero di liquidazione di un'azienda o di un pacchetto azionario;
- di redazione di pareri valutativi (*expert opinion*, *valuation opinion*, *expert report*);
- di redazione di pareri di congruità finanziaria (o *fairness opinion*).

In tutti i contesti esposti, e nell'ambito di una disciplina oggetto di un altissimo tasso di soggettività, la scelta della metodica⁷ di valutazione applicata dall'esperto rappresenta un punto cruciale al fine di conferire alla

¹ Ai sensi del primo comma dell'articolo 2501-ter c.c., “L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige un progetto di fusione, dal quale devono in ogni caso risultare: [...] 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in denaro”. In tale circostanza, il rapporto di cambio dovrà essere calcolato utilizzando, come base di valore, il “valore effettivo” del capitale economico delle partecipanti all'operazione e non il valore contabile delle medesime.

² Con riferimento alla scissione, si veda quanto richiamato dalla nota n.1 e dagli artt. 2506-bis e ss. del c.c..

³ Cfr. Risoluzione Agenzia delle Entrate n. 52/E del 26 maggio 2015.

⁴ Ai sensi del terzo comma dell'articolo 2473 c.c., “I soci che recedono dalla società hanno diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione del patrimonio sociale. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso; in caso di disaccordo la determinazione è compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale [...]”.

⁵ Ai sensi del secondo comma dell'art. 2437-ter c.c., “Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni”.

⁶ Cfr. OIC 9 – Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali – e IAS36 – Riduzione di valore delle attività.

stima la massima razionalità possibile, in particolare per garantire coerenza tra la base informativa disponibile al valutatore ed il conseguente processo logico sottostante l'organizzazione, la rielaborazione e l'utilizzo della medesima⁸.

Tale scelta metodologica può derivare da indicazioni codicistiche o statutarie⁹, ovvero da un equo apprezzamento effettuato direttamente dall'esperto il quale dovrà, in funzione delle informazioni societarie rese disponibili dalla dirigenza e/o reperibili sul mercato, applicare la metodica di valutazione maggiormente coerente al fine dell'individuazione del valore ricercato¹⁰.

2. Una questione di soggettività logica concettualmente risolvibile

Ad esito dell'individuazione della metodica di valutazione maggiormente aderente alla realtà oggetto di stima, l'esperto è chiamato, necessariamente, ad operare delle assunzioni sui vari *input* informativi disponibili, organizzando le informazioni con coerenza e secondo un percorso logico ripercorribile. In tale contesto, il dato maggiormente persuadente utilizzato nel processo di valutazione, quando disponibile, è rappresentato dal piano industriale elaborato dalla società, documento contenente la presentazione delle strategie competitive aziendali, delle intenzioni strategiche del management, delle azioni che verranno realizzate al fine del raggiungimento degli obiettivi aziendali¹¹ e corredato da una proiezione economico e patrimoniale (talvolta anche finanziaria) dei risultati societari attesi in un orizzonte temporale limitato (solitamente 3-5 anni).

Nell'ambito del processo di analisi e di riorganizzazione delle informazioni effettuato dall'esperto, momento in cui la soggettività del medesimo riveste un ruolo determinante, l'individuazione di alcune *best practices* valutative generalmente condivise – riferite, in particolare, all'organizzazione logica e non contraddittoria delle informazioni disponibili –, potrebbe rappresentare un elemento capace di aumentare l'oggettività (e la comparabilità, se non altro a livello logico) delle stime, con particolare riferimento alla imprescindibile correlazione e coerenza degli *input* utilizzati con le assunzioni logiche sottostanti alla stima operate dall'esperto.

Un requisito logico necessario al fine di conferire alla stima il carattere della sostenibilità e della razionalità, nel caso di valutazione operata mediante l'utilizzo delle metodiche dei risultati attesi (effettuate,

⁷ Per un'elencazione delle metodiche di valutazione, cfr. PIV, Egea 2015, paragrafo III.1.11 e ss.. Le metodiche di valutazione sono individuate in quella del costo (criteri patrimoniali), dei risultati attesi (criteri reddituali e finanziari) e in quella del mercato (criteri comparativi di mercato) o in una combinazione tra le metodiche del costo e del reddito.

⁸ Ai sensi del paragrafo I.1.4 dei PIV, Egea 2015, “*L'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere: a) razionale; b) verificabile; c) coerente; d) affidabile; e) svolta in modo professionale; f) svolta con competenza*”. Per una disamina specifica di ogni singolo attributo richiamato, si rinvia al commento del paragrafo in esame.

⁹ Si pensi alla stima del valore di recesso nelle S.p.A., ove il codice civile, all'art. 2437-ter, 2° comma, prevede che la determinazione del valore delle azioni avvenga “*tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali*”, rinviando implicitamente al metodo misto patrimoniale-reddituale, salvo l'introduzione di una clausola, al 4° comma del medesimo articolo secondo cui, comunque, “*Lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione*”.

¹⁰ Nonostante, ai fini della valutazione di società operanti in alcuni determinati settori (Cfr., tra le altre, “*Guida alla Valutazione – Listing Gudes*” edizione luglio 2014, Borsa Italiana, pag. 32 e ss.), si sia diffusa solida prassi di determinazione del valore secondo modelli “standard” e riconosciuti, l'esperto dovrà comunque effettuare un giudizio critico sull'applicabilità di tali metodologie al concreto caso oggetto dell'incarico e, nel caso in cui individui incoerenze logiche, dovrà abbandonare l'utilizzo di tali modelli condivisi per impiegare lo schema valutativo ritenuto maggiormente idoneo e razionale.

¹¹ Ai sensi del capitolo 1.1 “*Definizione e obiettivi del piano industriale*” de “*Guida al Piano Industriale – Listing Gudes*” edizione luglio 2014, Borsa Italiana, “*Il piano industriale può essere definito come il documento nel quale, a partire dalla presentazione delle strategie competitive di fatto operanti a livello aziendale (corporate) e di Strategic Business Unit (di seguito SBU) e dell'eventuale fabbisogno o opportunità di rinnovamento esistente, vengono illustrate le intenzioni strategiche del management, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi.*”.

alternativamente, mediante l'impiego del criterio finanziario o del criterio reddituale, nelle loro versioni *asset side*, ovvero *equity side*)¹², può essere rappresentato dalla necessità di coerenza tra le ipotesi avanzate nel calcolo del flusso finanziario (o reddituale) utilizzato per la determinazione del *Terminal Value* ed il saggio di crescita di lungo termine “g”, utilizzato per la capitalizzazione di tale flusso.

Tale necessaria coerenza logica riveste un'importanza ancor più marcata se si considera che, usualmente, il *Terminal Value* assume un peso nettamente preminente rispetto alla restante quota di valore individuata tramite l'attualizzazione analitica dei flussi ottenibili dalle informazioni desumibili dal piano industriale societario e, soprattutto, dal fatto che una variazione minima del tasso di crescita “g” può comportare una variazione significativa di tale flusso terminale¹³.

In tale logica, il presente contributo ha la finalità di analizzare le possibili distorsioni che potrebbero affliggere il processo di pianificazione industriale societario e, a cascata, la coerenza delle assunzioni poste alla base della valutazione dell'esperto, nel caso in cui il medesimo impieghi la metodica di valutazione dei risultati attesi operata tramite l'utilizzo del criterio finanziario di tipo *asset side*.

Si precisa, infine, che la presente trattazione ha lo scopo di focalizzare l'attenzione del lettore al fondamentale presupposto della validità e della coerenza logica degli *input* impiegati nel processo di stima e non vuole rappresentare, in alcun modo, un precetto valutativo. Ciò, a maggior ragione, considerando che il contributo analizza uno scenario industriale “medio, ordinario ed ipotetico” che non risulterebbe, comunque, applicabile a specifiche situazioni aziendali in cui l'esperto è chiamato ad operare un maggior numero di ipotesi ed un'attività di analisi e rielaborazione delle informazioni maggiormente complessa.

3. La valutazione operata mediante l'utilizzo del criterio finanziario nella logica “asset side”

In caso di valutazione aziendale operata mediante il criterio finanziario nella configurazione *asset side*, i flussi finanziari di risultato derivanti dall'attività operativa (*FCFO*) nell'anno di piano “t”, vengono normalmente calcolati utilizzando la seguente formula¹⁴:

$$\begin{aligned} & \text{EBITDA}_t \text{ (Earnings before interest taxes depreciation and amortization)} \\ & \quad - \text{D\&A}_t \text{ (Depreciation and Amortization)} \\ & = \text{EBIT}_t \text{ (Earnings before interest and taxes)} \\ & \quad - \text{Tax}^{15} \text{ (carico fiscale calcolato sull'EBIT)} \\ & = \text{NOPAT}_t \text{ (Net operating profit after taxes)} \\ & \quad + \text{D\&A}_t \text{ (Depreciation and Amortization)} \\ & \quad \quad +/\text{- CAPEX}_t \text{ (Capital expenditure)} \\ & \quad \quad +/\text{- } \Delta \text{WC}_t \text{ (Changes in Working Capital)} \\ & = \text{FCFO}_t \text{ (Free cash flow from operations)} \end{aligned}$$

Presupponendo una corretta quantificazione del dato di partenza (EBITDA normalizzato), risulta evidente che le principali variabili riferite al calcolo dei flussi finanziari risultano:

¹² Casistica comunque applicabile anche al fine della determinazione del *Terminal Value* nell'ipotesi di valutazione effettuata mediante il criterio misto patrimoniale-reddituale.

¹³ Ipotizzando un valore del flusso utilizzato per il calcolo del *Terminal Value* pari a 100 ed un tasso di capitalizzazione perpetua del medesimo pari al 10% - per cui il valore del *Terminal Value* non attualizzato assumerebbe la misura di 1.000 -, l'introduzione di un tasso di crescita perpetua dell'1% riferito al flusso utilizzato per il calcolo del *Terminal Value* determinerebbe un valore (non attualizzato) del medesimo pari a 1.111,11, con un conseguente incremento dell'11,11% dello stesso rispetto alla situazione di partenza.

¹⁴ Riportata nella sua versione essenziale.

¹⁵ Ai fini di conferire alla stima maggiore attendibilità, tale valore, sovente calcolato applicando un'aliquota media di tassazione al risultato operativo, dovrebbe essere calcolato, almeno con riferimento alle poste maggiormente significative, mediante la puntuale applicazione della disciplina fiscale riferita all'imponibilità/non imponibilità ed alla deducibilità/non deducibilità dei ricavi e dei costi compresi nell'aggregato.

- la quantificazione degli ammortamenti e delle svalutazioni;
- il livello di investimenti/disinvestimenti nel capitale fisso societario;
- il livello di variazione del capitale circolante netto societario;
- il *tax rate* applicato ai fini del calcolo della fiscalità operativa sull'EBIT.

4. La logica sottostante il processo di pianificazione societaria e di riorganizzazione delle informazioni da parte dell'esperto

4.1. Ammortamenti e CAPEX

Ipotizzando la completa attendibilità del piano pluriennale societario, la determinazione del valore di ammortamenti e svalutazioni e degli investimenti/disinvestimenti in capitale fisso societario dovrebbe risultare, nel periodo coperto dal piano industriale societario, un semplice riporto dei dati ivi contenuti. In tale contesto, tuttavia, in ossequio al principio di coerenza delle ipotesi assunte alla base del piano industriale con l'effettiva realtà societaria e con le reali prospettive future della medesima, nell'ipotesi di crescita dei flussi finanziari calcolati nel periodo di stima analitica, il flusso di investimenti in capitale fisso dovrebbe, ad eccezione di particolari casi (che l'esperto dovrà comunque dettagliare in sede di stesura della propria relazione), essere pari – se non superiore – alla quota di ammortamenti stanziata nel corso dell'anno, al fine di evitare la previsione di una crescita societaria accompagnata da un'erosione del capitale necessario per sostenerla¹⁶. Tale requisito dovrà, quindi, essere già riscontrabile nel piano industriale societario ai fini della verifica della validità (ed utilizzabilità) del medesimo.

Il fondamentale presupposto di coerenza logica appena enunciato, risulta enfatizzato in sede di calcolo del flusso utilizzato per la stima del valore terminale (in particolar modo se accompagnato dall'applicazione di un tasso di crescita “g” ai fini della sua conseguente capitalizzazione). Infatti, non parrebbe sostenibile nel lungo termine prevedere una crescita economica “perpetua” accompagnata dall'investimento in *asset* societari ad un ritmo inferiore rispetto al loro deperimento (calcolato come quota ammortamento dei medesimi): tale circostanza porterebbe, infatti, ad un teorico esaurimento del patrimonio societario (in un intervallo di tempo inversamente proporzionale rispetto all'intensità della differenza tra le due poste) ed alla conseguente impossibilità per l'azienda di operare sul mercato.

Viceversa, qualora non si prevedesse alcun tasso di crescita di lungo termine post piano industriale previsionale analitico, risulta buona prassi (salvo eccezioni, che l'esperto dovrà comunque segnalare e motivare nella propria relazione) assegnare ai due fattori analizzati (ammortamenti ed investimenti in capitale fisso) almeno il medesimo valore, in modo tale da ipotizzare una condizione perpetua di *steady state* in cui i flussi di cassa “lineari” futuri saranno sostenuti da un investimento in capitale fisso pari, almeno, al livello del suo deperimento.

4.2. Capitale circolante netto

L'appena descritto (e necessario) presupposto della coerenza tra le ipotesi poste alla base della stima dei flussi societari, riferito ad investimenti in capitale fisso ed ammortamenti, dovrebbe valere, seppur in termini differenti, anche con riferimento alla misura della variazione del capitale circolante netto societario previsto nel piano industriale e proiettato per il calcolo del valore terminale. Ciò stanteché l'entità del capitale circolante operativo societario, a sua volta, deriva da ipotesi fondamentali operate nella stesura del piano

¹⁶ Tale presupposto risulta rafforzato nel caso in cui l'aliquota di ammortamento contabile utilizzata dalla società si approssimi al reale livello di obsolescenza economica dell'*asset* (il c.d. ammortamento economico). Ai fini della corretta individuazione del carico fiscale applicabile all'EBIT, tuttavia, sarebbe consigliabile, con riferimento alle immobilizzazioni maggiormente significative, l'utilizzo dei coefficienti di ammortamento ex D.M. 31 dicembre 1988. Si sottolinea che nella pratica tali valori (ammortamento contabile, ammortamento economico ed ammortamento fiscale), seppur riferiti al medesimo principio concettuale, risultano, comunque, di entità sensibilmente differente.

industriale societario le quali, nel caso si rivelassero non coerenti con l'effettiva realtà aziendale – e, nel lungo periodo, con i dati medi del settore in cui la medesima opera –, porterebbero ad un trascinarsi del vizio logico in tutto il processo previsionale sottostante alla redazione della stima, finendo per inficiare l'attendibilità del piano stesso (fino a renderlo inutilizzabile ai fini della valutazione) e, conseguentemente, l'entità dei flussi individuati.

Come noto, il valore del capitale circolante netto riferito all'esercizio "t", è individuato dalla seguente formula:

$$\text{Working Capital}_t = \text{Current Assets}_t + \text{Inventories}_t - \text{Current Liabilities}_t$$

Nella propria configurazione operativa¹⁷, il valore del capitale circolante è ottenuto tramite la somma dei crediti (riferiti alla gestione operativa) di regolamento a breve termine, delle rimanenze di magazzino e dei ratei e risconti attivi operativi, al netto di debiti (riferiti alla gestione operativa) di regolamento a breve termine e di ratei e risconti passivi operativi.

Per una sostenibile identificazione di tali addendi, sarà necessario che il piano industriale societario individui dei dati economici e degli indici finanziari di partenza. Ci si riferisce, in relazione ai dati economici, ai livelli di fatturato e di costi operativi attesi mentre, con riferimento agli indici finanziari, ai giorni medi di incasso dei crediti, di pagamento dei debiti e di giacenza delle scorte di magazzino. Ipotizzando un fatturato e dei costi operativi annui lineari (ovverosia privi di picchi stagionali) o medi¹⁸, infatti, la determinazione degli addendi del capitale circolante netto¹⁹ si semplifica in un mero calcolo matematico.

In particolare²⁰:

$$\text{Crediti operativi}_t = \text{Fatturato annuo}_t * (\text{giorni medi incasso crediti}/365)$$

$$\text{Debiti operativi}_t = \text{Costi operativi annui}_t * (\text{giorni medi pagamento debiti}/365)$$

$$\text{Rimanenze}_t = \text{Fatturato annuo}_t * (\text{giorni medi giacenza scorte}/365)$$

Al fine dell'identificazione degli indici relativi ai giorni medi di incasso dei crediti, di pagamento dei debiti e di giacenza media delle scorte in magazzino, sarebbe consigliabile utilizzare, negli anni del piano industriale, i valori medi²¹ (storicamente individuati, se sostenibili) riferiti alla società oggetto di valutazione mentre, nel

¹⁷ Il capitale circolante netto potrebbe altresì essere inteso come semplice differenza tra la globalità delle attività correnti e delle passività correnti aziendali (intendendosi quelle con scadenza pari o inferiore a 12 mesi), ricomprendendo, quindi, anche quelle attività e passività derivanti dalla gestione accessoria e finanziaria. Tale aggregato, tuttavia, risulta poco significativo in tema di valutazione d'azienda (in particolare se la valutazione risulta di tipo *asset side*), considerando che gli *assets* riferiti alla gestione accessoria (*Surplus Assets*) vengono solitamente valutati separatamente rispetto all'azienda, mentre il risultato della gestione finanziaria viene considerato nell'aggregato della Posizione finanziaria netta ed i relativi benefici fiscali (derivanti dalla deducibilità degli interessi passivi) sono ricompresi nell'individuazione del tasso applicabile all'attualizzazione dei flussi.

¹⁸ Il piano industriale societario dovrebbe prevedere, infatti, dei risultati che, seppur incerti risultino plausibili, non influenzati da picchi stagionali e da scenari non ricorrenti, per cui la società non si sia ancora formalmente impegnata o che si discostino dalla volontà strategica e/o dalla capacità societaria (sia finanziaria che operativa) di realizzazione dei medesimi.

¹⁹ Nella presente trattazione si è deciso di esulare dall'individuazione del valore di ratei e risconti operativi, sia attivi che passivi.

²⁰ Ai fini della presente trattazione, per semplicità, si è deciso di esulare dall'impatto dell'IVA sulle grandezze economiche in oggetto.

²¹ Il dato riferito ai giorni crediti e debiti risulterà maggiormente oggettivo e dimostrabile qualora la società, con riferimento ai propri contratti di fornitura ed approvvigionamento, abbia formalizzato degli accordi scritti con clienti e fornitori – in particolare se tali soggetti sono rappresentati da un numero limitato di unità – regolanti le condizioni di pagamento e di incasso. Inoltre, qualora tali accordi coprissero parte (o addirittura l'intera) durata del piano, la previsione dei fattori in oggetto risulterebbe senza dubbio ancor più oggettiva e dimostrabile.

calcolo del flusso di cassa utilizzato per l'individuazione del *Terminal Value*, valori non maggiormente favorevoli rispetto ai dati medi del settore di appartenenza della società, così da garantire coerenza con delle indicazioni oggettive di mercato, a cui la società, per ipotesi insuperabile, dovrà comunque approssimarsi nel lungo termine²² (anche in tale circostanza l'esperto, qualora decida di discostarsi da tale approccio, dovrebbe fornire nella propria relazione un dettaglio delle ragioni di tale scelta).

In tale contesto, potrebbe risultare opportuno l'utilizzo dei c.d. *fading periods*²³, al fine di allineare la dinamica del capitale circolante netto, calcolata nel periodo considerato dal piano industriale mediante indicazioni medie societarie, con i valori derivanti da indici medi settoriali da impiegare, come precedentemente suggerito, nella stima del flusso di cassa utilizzato per l'individuazione del *Terminal Value*.

Infine, sebbene risulti pratica diffusa l'assunzione, nella determinazione del flusso di cassa impiegato per il calcolo del *Terminal Value*, di un valore della variazione del capitale circolante netto pari a zero (soluzione che potrebbe risultare coerente con l'ipotesi di assenza di crescita dei flussi finanziari nel lungo periodo e del mantenimento in perpetuo di una dinamica del capitale circolante netto societario allineata a quella prevista nel periodo coperto dal piano industriale), sarebbe tuttavia consigliabile, qualora si applichi un tasso di crescita "g" alla capitalizzazione del flusso del *Terminal Value*, l'adeguamento della variazione del circolante all'entità di tale saggio.

Un tasso di crescita perpetuo "g" applicato al flusso di cassa impiegato per il calcolo del *Terminal Value*, infatti, presuppone una crescita del medesimo ammontare percentuale di tutte le variabili utilizzate per il calcolo dei flussi futuri, ricomprendendo, quindi, anche il fatturato ed i costi operativi. Conseguentemente, ipotizzando una crescita costante anche di tali grandezze economiche, la dinamica del circolante varierà anch'essa in perpetuo, in aumento ovvero in peggioramento (in base all'entità dei giorni medi di incasso dei crediti, di pagamento dei debiti e di giacenza delle scorte di magazzino²⁴), per il medesimo ammontare percentuale. Tale variazione andrà, quindi, ricompresa nel calcolo del flusso utilizzato per l'individuazione del *Terminal Value*.

4.3. Tax rate

L'ultima variabile considerata ai fini del calcolo dei flussi finanziari, è rappresentata dall'entità percentuale del *tax rate* applicabile all'EBIT, impiegato al fine di depurare il risultato operativo dal carico fiscale potenzialmente incidente sul medesimo. Tale tasso, dovrebbe, nell'intervallo temporale coperto dal piano industriale societario, assumere il valore dell'aliquota d'imposta effettivamente applicabile ai redditi societari (ad oggi risulterebbe applicabile un saggio del 27,90% - pari alla somma dell'aliquota IRES e dell'aliquota IRAP) per il primo anno e, con riferimento ai periodi successivi, aderire alle aspettative medie di mercato riferite a tale variabile²⁵.

²² Cfr. PIV, Egea 2015, Commento al paragrafo III.1.37 (anche se riferito alla stima del tasso di crescita g), "tale sforzo va fatto nella consapevolezza che i vantaggi competitivi sono destinati a ridursi o a esaurirsi nel tempo per effetto della naturale dinamica competitiva. [...] nel lungo periodo il tasso di crescita di un'azienda tende a quello tipico del settore, il quale a sua volta tende al tasso di crescita dell'economia in generale."

²³ Cfr. PIV, Egea 2015 (paragrafo III.1.37). Ai sensi del Glossario (pag. 344) riportato nei PIV, "Fading Period = prima del calcolo del valore terminale, in presenza di un marcato distacco fra i parametri dell'ultimo anno di previsione analitica e i parametri stabilizzati utilizzati ai fini della stima del valore terminale, può essere previsto uno o più periodi di accostamento progressivo degli uni agli altri aggiungendo al periodo di previsione esplicita uno o più periodi intermedi."

²⁴ In ipotesi ordinarie di ricavi di vendita superiori a costi operativi monetari, la variazione del circolante comporterà un peggioramento del flusso utilizzato per il calcolo del *Terminal Value* qualora, all'applicazione di un tasso di crescita perpetuo, sia accompagnata la circostanza per cui la durata media di incasso dei crediti e di giacenza delle scorte risulti di entità maggiore rispetto alla durata media di pagamento dei debiti.

²⁵ In tale contesto può risultare utile l'informazione pubblica circa la possibile evoluzione dell'aliquota d'imposta corrente. Anche in tale circostanza, spetta comunque all'esperto giudicare l'affidabilità ed il grado di accadimento di

4.4. Tasso di crescita “g”

Come più volte indicato nell’elaborato, molte delle assunzioni effettuate con riferimento agli addendi del flusso di cassa utilizzato al fine della determinazione del *Terminal Value* sono strettamente dipendenti (per conseguenza) dall’utilizzo (o meno) di un tasso di crescita “g” al fine della capitalizzazione del medesimo flusso finale. Per tale motivo, l’eventuale applicazione di un saggio di crescita perpetuo al valore terminale deve risultare scelta ponderata e coerente con le prospettive aziendali.

Un assunto imprescindibile, ai fini della determinazione del tasso di crescita perpetuo “g”, è rappresentato dall’impossibilità, per un’impresa, di sovraperformare illimitatamente rispetto all’indice del mercato in cui la medesima opera: ciò, in particolare, per l’impossibilità di prevedere illimitatamente l’andamento della domanda, della concorrenza, di eventuali barriere legali, di vincoli o di possibili imprevisti legati alla gestione societaria.

Ciò posto, risulta essenziale assumere che il *cap* di valore del tasso di crescita “g”, applicato alla proiezione del flusso di *Terminal Value* individuato, non possa risultare superiore al saggio di sviluppo previsto per il settore in cui l’impresa si trova ad operare.

5. Dalla teoria alla pratica – il caso Alfa

Di seguito si riporta un esempio di quanto sino ad ora esposto con riferimento alle assunzioni poste alla base della stima dei flussi di cassa ed alla loro coerenza con le ipotesi valutative operate dall’esperto²⁶.

Si consideri la valutazione della società Alfa, operante in un settore industriale, il cui piano societario, approvato dal consiglio di amministrazione e riferito al periodo quinquennale (2019 – 2023) di previsione esplicita, prevede una crescita costante annua del 5% dei relativi dati economici, patrimoniali e finanziari. Alla data di valutazione, la posizione finanziaria netta della società risulta pari ad € 300.000.

La società, in base ai dati storici registrati, incassa mediamente i propri crediti in 60 giorni dalla loro generazione, detiene mediamente le rimanenze in magazzino per 45 giorni ed estingue i propri debiti in un periodo medio di 30 giorni. Il management aziendale ha ritenuto di poter assumere tali indici anche con riferimento al periodo di previsione analitica del proprio piano industriale. Tale prassi operativa risulta, inoltre, in linea con quanto mediamente applicato dagli operatori di mercato attivi nel settore di appartenenza della Alfa stessa.

Il fatturato ed i costi operativi monetari previsti dal piano industriale societario risultano i seguenti²⁷:

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi	1.000.000	1.050.000	1.102.500	1.157.625	1.215.506
Costo del venduto monetario ²⁸	750.000	787.500	826.875	868.219	911.630

Considerando gli indici finanziari ed i dati economici appena esposti, il capitale circolante netto operativo risulterà così suddiviso:

tali informazioni e delle conseguenti variazioni, potendosi lo stesso, salvo indicazione dei motivi nella propria relazione, discostare dalle medesime.

²⁶ Tutti i valori riportati, ove non specificato, sono espressi in unità di Euro.

²⁷ Si ipotizza, per semplicità logica ed espositiva, che il flusso economico dei dati riportati risulti annualmente lineare, senza alcun picco stagionale e che, conseguentemente, il capitale circolante operativo possa essere individuato mediante la semplice applicazione delle formule sopra riportate.

²⁸ Ovverosia al lordo di poste non monetarie quali ammortamenti.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Crediti verso clienti	164.384	172.603	181.233	190.295	199.809
Rimanenze di magazzino	123.288	129.452	135.925	142.721	149.857
Debiti verso fornitori	61.644	64.726	67.962	71.360	74.928
Capitale circolante netto op.	226.027	237.329	249.195	261.655	274.738

Ipotizzando un valore consuntivo di tale aggregato, riferito all'esercizio 2018 (2018A), pari ad € 215.000, la dinamica del capitale circolante netto, necessaria al calcolo dei flussi di cassa operativi riferiti al periodo di previsione esplicita del piano industriale societario, sarà pari a:

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Δ Capitale circolante netto op.	11.027	11.301	11.866	12.460	13.083

Ipotizzando l'assenza di svalutazioni, l'EBITA, gli ammortamenti e gli investimenti in capitale fisso previsti nel piano industriale societario risultano i seguenti²⁹:

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA ³⁰	250.000	262.500	275.625	289.406	303.876
Ammortamenti	50.000	52.500	55.125	57.881	60.775
CAPEX	(55.000)	(57.750)	(60.638)	(63.669)	(66.853)

Tutto ciò posto, avendo verificato l'affidabilità del piano industriale e presupponendo un'aliquota media di tassazione del risultato operativo societario pari al 27,90%, l'esperto ha determinato il valore dei flussi finanziari riferiti al periodo coperto dal piano societario nel seguente modo:

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA	250.000	262.500	275.625	289.406	303.876
- D&A	(50.000)	(52.500)	(55.125)	(57.881)	(60.775)
<i>EBIT</i>	<i>200.000</i>	<i>210.000</i>	<i>220.500</i>	<i>231.525</i>	<i>243.101</i>
- Tax (<i>Tax rate 27,90%</i>)	(55.800)	(58.590)	(61.520)	(64.595)	(67.825)
NOPAT	144.200	151.410	158.981	166.930	175.276
+D&A	50.000	52.500	55.125	57.881	60.775
+/- CAPEX	(55.000)	(57.750)	(60.638)	(63.669)	(66.853)
+/- Δ WC	(11.027)	(11.301)	(11.866)	(12.460)	(13.083)
FCFO	128.173	134.859	141.602	148.682	156.115

Si ipotizzi che l'esperto, in base alle risultanze ottenute ad esito di un'approfondita analisi della struttura finanziaria ed operativa di Alfa, delle prospettive reddituali e finanziarie della medesima e parametrando tali evidenze ai parametri medi del settore in cui la medesima società opera, abbia ritenuto coerente applicare un tasso di attualizzazione dei flussi societari *unlevered* (*Wacc*) pari al 10%³¹ ed un tasso di crescita riferito al valore terminale pari al 2%.

²⁹ Ai fini della sostenibilità di un tasso di crescita del 5% applicato nell'orizzonte temporale del piano industriale societario, si sono considerati investimenti in capitale fisso superiori del 10% rispetto agli ammortamenti registrati.

³⁰ Assunto semplicisticamente pari alla differenza tra Ricavi e Costo del venduto monetario.

³¹ Considerando che lo scopo del presente contributo è l'analisi della coerenza dei flussi finanziari con le ipotesi sottostanti la stima del valore aziendale, il livello del *Wacc* è stato supposto in una misura forfettaria, senza

Attualizzando conseguentemente i flussi finanziari (*FCFO*) individuati nel periodo di previsione analitica al tasso di sconto individuato (pari al 10%), il valore attuale dei medesimi (ipotizzando che la valutazione si riferisca alla data del 1° gennaio 2019 e che i flussi finanziari si manifestino al 31 dicembre di ogni anno) sarà pari ad € 532.848.

Lo *step* successivo è rappresentato dalla determinazione del flusso di cassa che dovrà essere utilizzato ai fini del calcolo del *Terminal Value*. Come precedentemente indicato, tale flusso, oltre a dover risultare coerente con le assunzioni poste alla base del piano industriale, dovrà essere (in particolar modo) coerente con le eventuali prospettive di crescita a lungo termine aziendali, applicate alla stima tramite l'apposizione del tasso di capitalizzazione “g” (pari al 2%) al flusso individuato per il calcolo del valore terminale.

Considerando una crescita perpetua societaria annua pari al 2%, si dovrebbe ipotizzare una simmetrica variazione di tutte le variabili sensibili a tale dato utilizzate nel calcolo del flusso finanziario ottenendo, conseguentemente, i seguenti valori:

	FCFO_{TV} (g = 2%)
EBITDA*	309.954
- D&A*	(61.991)
<i>EBIT</i>	247.963
- Tax (<i>Tax rate 27,90%</i>)	(69.182)
NOPAT	178.781
+D&A*	61.991
+/- CAPEX**	(68.190)
+/- Δ WC**	(5.495)
FCFO	167.087

* Dati direttamente influenzati dall'applicazione del tasso di crescita “g”

** Dati indirettamente influenzati dall'applicazione del tasso di crescita “g”

Si procede, brevemente, all'analisi degli addendi quantificati nel calcolo del flusso di cassa utilizzato per il calcolo del valore terminale ed influenzati, sia direttamente che indirettamente, dal tasso di crescita applicato per la capitalizzazione di tale valore:

- EBITDA: tale aggregato risulta incrementato del 2% rispetto alla previsione riferita all'ultimo esercizio previsto dal piano industriale aziendale (2023);
- D&A: come visto per l'EBITDA, tale fattore risulta incrementato del 2% rispetto al dato utilizzato con riferimento all'ultimo anno di piano (2023);
- CAPEX: individuato applicando, come indicato nelle premesse, una maggiorazione del 10% al valore degli ammortamenti;
- Δ WC: tale addendo deriva dall'applicazione degli indici finanziari medi di settore (ovverosia i giorni medi di incasso crediti, di pagamento dei fornitori e di giacenza delle rimanenze in magazzino) ai valori dei ricavi e del costo del venduto monetario (proiezioni economiche maggiorate del 2% rispetto a quanto previsto nell'ultimo anno coperto dal piano industriale societario – 2023 –).

l'applicazione di alcuna formula. Si ricorda che la misura del *Wacc* dipende dal costo del capitale proprio (K_e), dal costo del debito finanziario (K_d) - e dal conseguente scudo fiscale generato dalla deducibilità degli interessi passivi - e dalla struttura finanziaria obiettivo (o effettiva o media) ritenuta sostenibile in riferimento all'azienda oggetto di valutazione (D/E). Tali dati, a loro volta, dipendono da ulteriori sotto-variabili societarie e di mercato. La formula applicata per il relativo calcolo è la seguente:

$$Wacc = K_e * (E/EV) + K_d * (1 - T_c) * D/EV.$$

Ottenuto il flusso di cassa mediante il calcolo sopra descritto, il valore terminale, individuato tramite la capitalizzazione di tale flusso finanziario attraverso l'applicazione del tasso di sconto (*Wacc*) al netto del saggio di crescita (*g*), risulta pari ad € 2.088.585. Attualizzando tale dato, il valore del *Terminal Value* alla data della valutazione risulta pari ad € 1.296.847 (pari a quasi due volte e mezzo il valore individuato mediante l'attualizzazione analitica dei flussi finanziari derivati dal piano industriale aziendale).

L'*Enterprise Value* della società Alfa risulterà, quindi, pari ad € 1.829.695 mentre il suo valore economico, determinato sottraendo al valore individuato la consistenza della posizione finanziaria netta (ipotizzata pari ad € 300.000), risulterà pari ad € 1.529.695.

Ripercorrendo le ipotesi assunte al fine del calcolo del flusso del valore terminale, si sottolinea che l'appostazione di un valore negativo alla variazione del capitale circolante netto³² (ottenuto matematicamente in funzione del tasso di crescita applicato ai valori economici di riferimento e degli indici finanziari applicabili) e la previsione di un valore di investimenti in capitale fisso maggiore del 10% rispetto al valore dei relativi ammortamenti, nonostante abbia comportato un decremento del valore del capitale economico societario pari a circa il 6% rispetto al valore individuabile in assenza di tali ipotesi³³, ha sicuramente reso il procedimento di stima maggiormente coerente (e logicamente sostenibile) rispetto alle assunzioni poste a suo fondamento.

La ricerca della massima coerenza nel processo valutativo aziendale, come sottolineato più volte nel presente contributo, deve rappresentare un presupposto insuperabile ed imprescindibile in tutti gli *step* di tale attività professionale. In particolare, tale sforzo non rappresenta il fine della valutazione, bensì il mezzo impiegato allo scopo di utilizzare correttamente le informazioni disponibili, per l'individuazione del valore maggiormente plausibile con riferimento all'entità oggetto di analisi. L'individuazione di un valore "corretto" di un'azienda, infatti, non potrà mai verificarsi per via di tutte le possibili distorsioni inficianti il processo di stima e per via delle inderogabili assunzioni operate dall'esperto che, colpite inevitabilmente dalla soggettività del medesimo, amplificheranno indubbiamente l'arbitrarietà della valutazione.

In tali circostanze, l'utilizzo di alcuni accorgimenti logici valutativi generalmente condivisi (anche semplicemente di matrice matematica come quelli elencati in sede di calcolo della variazione del capitale circolante netto), potrebbe rappresentare un elemento rafforzativo degli attributi di razionalità, oggettività e coerenza delle stime, ossia di quelle caratteristiche da sempre ricercate nella disciplina della valutazione d'azienda.

COMMISSIONE ANALISI DI BILANCIO VALUTAZIONI D'AZIENDA E FINANZA D'IMPRESA

Delegato del Consiglio: dott. Claudio UBERTI; Coordinatore rag. Alessandro CONTER; componenti: rag. Carlo Cadei, dott. Nicola CADEI, dott. Giorgio COSSU, dott. Marco MARELLI, dott. Guido NUNZIANTE CESARO, dott. Giovanni PAROLI, dott.ssa Simona PEZZOLO DE ROSSI, dott. Marco QUESTA, dott.ssa Raffaella RAMAZZOTTI, dott. Giorgio RIZZI, dott. Marco TABLADINI, dott.ssa Stefania ZANOTTI.

Elaborato a cura del dott. Nicola CADEI

³² In ipotesi di ricavi maggiori dei costi operativi e di giorni di dilazione media concessi ai clienti e giacenza delle rimanenze di magazzino maggiori rispetto ai giorni medi di pagamento dei debiti di regolamento, l'entità di tale riduzione di valore risulterà direttamente proporzionale al tasso di crescita utilizzato per la capitalizzazione del flusso di cassa individuato ai fini del calcolo del valore terminale, per un'intensità dipendente dalla differenza, se positiva, tra tali indici di durata riferiti al circolante.

³³ Assumendo un valore della variazione del capitale circolante netto pari a zero ed un livello di ammortamento pari agli investimenti in capitale fisso, il valore dell'*Enterprise Value* societario risulterebbe pari ad € 1.920.463, mentre l'*Equity* risulterebbe pari ad € 1.620.463.