

Valore d'impresa e valore intangibile

Una metodologia per la valutazione
delle aziende: guida alla misurazione
e alla pianificazione del valore

Furio Bartoli
Giuseppe Ossoli



FRANCOANGELI

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a "FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano".



Furio Bartoli
Giuseppe Ossoli

Valore d'impresa e valore intangibile

Una metodologia per la valutazione
delle aziende: guida alla misurazione
e alla pianificazione del valore



FRANCOANGELI

Grafica della copertina: Elena Pellegrini

Copyright © 2009 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni qui sotto previste. All'Utente è concessa una licenza d'uso dell'opera secondo quanto così specificato:

1. L'Utente è autorizzato a memorizzare l'opera sul proprio pc o altro supporto sempre di propria pertinenza attraverso l'operazione di download. Non è consentito conservare alcuna copia dell'opera (o parti di essa) su network dove potrebbe essere utilizzata da più computer contemporaneamente;
2. L'Utente è autorizzato a fare uso esclusivamente a scopo personale (di studio e di ricerca) e non commerciale di detta copia digitale dell'opera. Non è autorizzato ad effettuare stampe dell'opera (o di parti di essa).
Sono esclusi utilizzi direttamente o indirettamente commerciali dell'opera (o di parti di essa);
3. L'Utente non è autorizzato a trasmettere a terzi (con qualsiasi mezzo incluso fax ed e-mail) la riproduzione digitale o cartacea dell'opera (o parte di essa);
4. è vietata la modificazione, la traduzione, l'adattamento totale o parziale dell'opera e/o il loro utilizzo per l'inclusione in miscellanee, raccolte, o comunque opere derivate.

Indice

Introduzione	pag. 15
1. Il valore del capitale economico	» 19
1. La teoria del valore	» 19
2. Gli ambiti professionali della valutazione	» 20
3. L'azienda e il suo capitale economico	» 22
3.1. Capitale di funzionamento (capitale di "bilancio")	» 23
3.2. Capitale di liquidazione	» 24
3.3. Capitale economico	» 24
4. Avviamento e valore economico	» 26
5. La nozione di capitale economico alla luce degli IAS	» 30
6. Caratteristiche del processo valutativo	» 31
7. I metodi di valutazione	» 32
7.1. Approccio basato sui flussi di risultato	» 32
7.2. Approccio basato sulla nozione di "economic profit"	» 33
7.3. Approccio patrimoniale	» 33
7.4. Approccio basato sull'analisi comparata	» 34
8. La nozione di valore	» 34
8.1. Valore economico (W_e)	» 35
8.2. Valore potenziale (W_p)	» 36
8.3. Valore potenziale controllabile (W_{pc})	» 36
8.4. Valore di acquisizione (W_a)	» 37
8.5. <i>Fair market value</i> e prezzo	» 39

9. Le prospettive di valutazione	pag. 41
10. Il processo di valutazione	» 43
2. L'analisi fondamentale	» 47
1. La piattaforma informativa	» 47
2. L'analisi interpretativa	» 48
2.1. L'analisi qualitativa	» 48
2.2. L'analisi quantitativa	» 52
3. La normalizzazione dei dati contabili	» 56
3.1. L'analisi patrimoniale	» 56
3.2. La normalizzazione dei risultati economici	» 57
4. L'analisi strategica	» 59
5. La previsione delle performance aziendali	» 64
5.1. La stima dei tassi di crescita	» 65
5.1.1. Stima del tasso di crescita dell'utile	» 67
5.1.2. Stima del tasso di crescita dei flussi operativi	» 68
5.2. La pianificazione analitica: l'analisi pro forma	» 71
3. L'analisi patrimoniale	» 75
1. L'informazione patrimoniale	» 75
2. Il metodo patrimoniale	» 76
2.1. Considerazioni preliminari	» 76
2.2. La fiscalità potenziale	» 77
2.3. Il metodo	» 78
2.3.1. Il metodo patrimoniale semplice	» 79
2.3.2. Il metodo patrimoniale complesso	» 80
2.4. Considerazioni sul metodo	» 81
3. L'analisi delle poste patrimoniali	» 82
3.1. Immobilizzazioni materiali	» 82
3.2. Immobili civili	» 85
3.3. Beni in <i>leasing</i>	» 86
3.3.1. <i>Leasing</i> operativo	» 86
3.3.2. <i>Leasing</i> finanziario	» 86
3.3.3. <i>Leasing</i> e principi contabili	» 88
3.3.4. I beni in <i>leasing</i> nel processo valutativo	» 88

3.4. Partecipazioni	pag. 89
3.5. Attività finanziarie e titoli	» 90
3.6. Rimanenze di magazzino	» 91
3.7. Crediti	» 94
3.8. Patrimonio netto	» 95
3.9. Debiti	» 96
3.10. Debiti finanziari	» 97
3.11. Fondi per rischi e oneri (passività potenziali)	» 98
3.12. Trattamento di fine rapporto	» 98
4. Gli intangibili	» 99
1. Il patrimonio invisibile	» 99
2. Le immobilizzazioni immateriali secondo OIC 24	» 100
3. La classificazione degli intangibili	» 102
3.1. Il criterio del costo	» 103
3.1.1. Il metodo del costo storico	» 103
3.1.2. Il metodo del costo storico aggiornato	» 104
3.1.3. Il metodo del costo di riproduzione	» 105
4. Il criterio dei risultati differenziali	» 105
5. I metodi comparativi	» 106
5.1. Il metodo dei tassi di <i>royalty</i>	» 106
5.2. Il metodo dei differenziali di multiplo sulle vendite	» 107
5. Il costo del capitale	» 109
1. Il costo delle fonti di finanziamento	» 109
2. Il costo del capitale netto	» 112
2.1. Il <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	» 112
2.1.1. Il tasso privo di rischio (<i>risk-free rate</i>)	» 113
2.1.2. Il premio per il rischio di mercato (<i>Equity Risk Premium</i>)	» 115
2.1.3. Il beta	» 117
2.1.4. Fattori determinanti del beta	» 119
2.1.5. <i>Beta levered e beta unlevered</i>	» 120

2.1.6.	Il metodo della regressione (<i>regression beta</i>)	pag. 122
2.1.7.	Il metodo <i>bottom-up</i>	» 124
2.2.	Metodologia basata sulla performance di mercato	» 126
2.3.	Metodologia basata sulla performance contabile	» 127
2.4.	<i>Dividend Discount Model</i>	» 128
3.	Il costo del capitale di debito	» 131
4.	Considerazioni operative per la stima dei tassi	» 133
5.	Relazione tra costo del capitale e valore d'impresa	» 137
6.	Il principio di coerenza tra flussi e tassi	» 138
6.	Il modello reddituale	» 141
1.	Inquadramento del modello reddituale	» 141
1.1.	Normalizzazione dei flussi contabili	» 141
1.2.	Orizzonte temporale dei flussi prospettici	» 142
1.3.	Lo scenario di valutazione	» 143
1.4.	Tasso di attualizzazione	» 144
2.	La condizione di invarianza del capitale proprio	» 144
3.	Il valore del capitale economico (W_e)	» 144
3.1.	I procedimenti sintetici	» 145
3.1.1.	Il modello della rendita perpetua	» 146
3.1.2.	Il modello della rendita temporanea	» 147
3.1.3.	Il modello della rendita perpetua crescente	» 147
3.2.	I procedimenti analitici	» 148
3.2.1.	Il modello di previsione analitica	» 148
3.2.2.	Il modello di previsione analitica con valore terminale	» 148
4.	I valori potenziali (W_p)	» 149
4.1.	L'approccio della crescita attesa	» 151
4.2.	L'approccio delle opzioni innovative	» 152
4.3.	Valori economici e valori potenziali	» 153
5.	Il valore potenziale controllabile (W_{pc})	» 154
6.	Il modello reddituale nella prospettiva <i>asset-side</i>	» 157

7. Considerazioni sul modello reddituale	pag. 159
8. Il reddito economico permanente	» 159
7. Il modello patrimoniale-reddituale	» 161
1. Inquadramento del modello misto	» 161
2. Il modello con stima autonoma del <i>goodwill</i>	» 161
2.1. Formula del reddito medio differenziale	» 162
2.2. Formula dei redditi differenziali analitici	» 163
2.3. <i>Excess Earning Method</i>	» 164
3. Applicazioni del modello patrimoniale-reddituale	» 164
3.1. La verifica reddituale delle stime patrimoniali	» 164
3.2. La valutazione delle aziende in perdita	» 165
3.3. La stima del <i>badwill</i>	» 166
8. Il modello finanziario	» 169
1. Il principio di attualizzazione dei flussi di cassa	» 169
2. I flussi di liquidità	» 171
2.1. Logica economica e logica monetaria	» 171
2.2. La nozione di liquidità	» 173
2.3. Lo stato patrimoniale “gestionale”	» 174
2.3.1. La riclassificazione dell’attivo	» 175
2.3.2. La riclassificazione del passivo	» 177
2.3.3. Lo stato patrimoniale “gestionale”	» 178
2.4. I flussi di liquidità elementari	» 180
2.5. L’area della gestione caratteristica corrente	» 184
2.5.1. L’autofinanziamento	» 186
2.5.2. Il flusso di liquidità del circolante commerciale	» 187
2.5.3. Il flusso di cassa operativo	» 190
2.5.4. Il ciclo monetario	» 191
2.6. L’area delle attività di investimento	» 194
2.7. L’area delle attività finanziarie	» 195
2.8. L’area delle operazioni sul capitale	» 195
2.9. L’area della gestione accessoria	» 195
2.10. Il rendiconto finanziario	» 195

3.	I flussi di liquidità nel contesto delle valutazioni	pag. 197
3.1.	I <i>Free Cash Flow from Operations</i> (FCFO)	» 197
3.2.	I <i>Free Cash Flow to Equity</i> (FCFE)	» 199
4.	I diversi approcci del modello finanziario	» 202
4.1.	Il modello DCF (<i>Discounted Cash Flow</i>)	» 203
4.2.	Il modello APV (<i>Adjusted Present Value</i>)	» 204
4.3.	Considerazioni sui modelli DCF e APV	» 207
5.	I procedimenti sintetici	» 208
5.1.	Scenario <i>steady state</i>	» 208
5.1.1.	Scenario <i>steady state</i> (modello APV)	» 209
5.1.2.	Scenario <i>steady state</i> (modello DCF)	» 210
5.2.	Scenario <i>steady growth</i> (crescita perpetua costante)	» 211
5.2.1.	Il modello della crescita costante per imprese <i>unlevered</i>	» 214
5.2.2.	Il modello della crescita costante per imprese <i>levered</i>	» 218
6.	Il procedimento analitico con <i>terminal value</i>	» 219
9.	Il metodo dell'<i>Economic Value Added</i> (EVA)	» 225
1.	La misurazione del valore	» 225
2.	L' <i>Economic Value Added</i>	» 227
3.	La scomposizione dell'EVA	» 230
3.1.	Il <i>current operation value</i> (COV)	» 231
3.2.	Il <i>future growth value</i> (FVG)	» 231
10.	Il metodo dei multipli di mercato	» 233
1.	Il metodo	» 233
2.	Caratteristiche dei multipli	» 234
3.	La definizione del campione di riferimento	» 235
4.	La scelta dei multipli significativi	» 237
4.1.	Il multiplo <i>Price/Earnings</i> (P/E)	» 238
4.2.	Il multiplo EV/EBIT	» 240
4.3.	Il multiplo EV/EBITDA	» 241

Appendice. Richiami di matematica finanziaria	pag. 243
1. Il valore finanziario del tempo	» 243
2. Attualizzazione e capitalizzazione dei flussi	» 245
3. Rendite	» 246
4. Rendite crescenti	» 246
5. Rendite perpetue	» 246
6. Rendite perpetue crescenti	» 247
Bibliografia	» 249
Autori	» 251

A Emanuele, Giulia e Veronica

Introduzione

Da alcuni anni l'analisi del valore può essere considerata uno strumento essenziale nell'ambito dei processi direzionali, rappresentando un naturale *trade union* tra strategia, finanza e organizzazione. Oggi, infatti, una delle maggiori responsabilità del management consiste nell'impostare un'adeguata *pianificazione del valore*, misurando e valutando l'impatto delle decisioni strategiche, operative e di investimento sul valore d'impresa. In questa prospettiva ogni decisione, sia essa correlata alle opzioni strategiche (spesso da realizzarsi attraverso operazioni straordinarie), alle scelte d'investimento, alla struttura finanziaria, piuttosto che alla politica dei dividendi, viene assunta tenendo conto del contributo marginale alla creazione di valore.

Tali premesse giustificano la crescente attenzione dedicata alle metodologie per la misurazione e la pianificazione del valore, con l'obiettivo di superare gli ormai angusti limiti dei tradizionali modelli valutativi, secondo i quali la stima del valore economico d'impresa viene per lo più ricondotta alla mera applicazione di un metodo e, in ultima analisi, all'applicazione di una formula quantitativa. Secondo tale approccio un semplice modello di calcolo avrebbe la sorprendente capacità di interpretare una realtà complessa come quella dell'impresa analizzata, attribuendo a una formula il potere di sintetizzare un giudizio di valore rappresentativo della ragion d'essere dell'impresa stessa, della sua storia, delle sue performance e, aspetto ancor più critico, delle sue prospettive di sviluppo. In altri casi, solo apparentemente più accurati, viene fatto ricorso a più formule valutative, arrivando a esprimere un giudizio di valore quale media aritmetica dei risultati elaborati dai singoli metodi proposti dalla letteratura aziendalistica. Gli appena evidenziati limiti metodologici solo in parte giustificano la molteplicità di approcci e comportamenti valutativi, in ordine ai quali non esiste consenso di opinioni. Questo perché, nella realtà, nessun modello e nessuna formula, presi singolarmente, possono catturare e interpretare tutti i *driver* di creazione del valore aziendale.

Nelle pagine seguenti avremo modo di evidenziare come i modelli di valutazione assoluti risentono, in misura più o meno rilevante, della discrezionalità dell'analista. Questo aspetto risulta ancor più evidente proprio nell'applicazione dei modelli oggi più accreditati, basati sull'attualizzazione dei flussi di risultato attesi. È risaputo, infatti, che la credibilità e la dimostrabilità dei flussi prospettici è generalmente limitata ai 3-5 anni del cosiddetto periodo di *previsione analitica*; oltre questo orizzonte di pianificazione, l'incertezza dei flussi aumenta man mano che questi si allontanano nel tempo. Inoltre si ha evidenza che, in molti settori, la stima del valore del capitale economico è in massima parte riconducibile proprio ai flussi di medio-lungo periodo, catturati ed espressi, come vedremo, attraverso il cosiddetto *valore terminale*. Queste considerazioni anticipano, in ambito valutativo, l'importanza di un accurato processo di pianificazione strategica e di un piano industriale formalizzato, al fine di ridurre l'incertezza che, gioco forza, caratterizza i flussi di risultato prospettici. Il ruolo giocato dai flussi di risultato attesi ci porta immediatamente ad anticipare l'importanza dei tassi, sia del tasso di attualizzazione (che interessa i flussi all'interno del periodo di previsione analitica), sia del tasso di capitalizzazione (che interessa il valore terminale). Molto spesso, infatti, i tassi vengono applicati in modo automatico, combinando in una semplice formula matematica alcuni valori tabellari, senza preoccuparsi di verificarne la coerenza con le condizioni al contorno proprie di un'accurata analisi fondamentale. Al contrario, avremo modo di constatare come il costo del capitale non sia una misura oggettiva fornita dal mercato finanziario o da banche dati specializzate, bensì il risultato di stime articolate e complesse, condizionate in massima parte dalle ipotesi e dalle scelte operate dall'analista. Tali indirizzi di metodo, tuttavia, vengono spesso disattesi nella pratica professionale, dove prevale il convincimento che i tassi correnti sul mercato finanziario, i coefficienti *beta* e poche variabili dell'impresa analizzata siano sufficienti a calcolare "automaticamente" e in modo "oggettivo" i tassi di attualizzazione, prescindendo da un'accurata piattaforma informativa, dalla particolare configurazione dei flussi da attualizzare, dall'orizzonte temporale di riferimento e dal metodo di valutazione adottato.

A rendere ancor più affascinante (e complesso) lo scenario valutativo concorrono gli asset *intangibili*. In questi ultimi anni, infatti, è maturata la consapevolezza che il valore delle imprese è determinato in massima parte proprio dalla dotazione di risorse immateriali. Una celebre indagine dalla *New York University* sul valore contabile dei beni materiali (*tangible asset*) rispetto al valore di mercato delle imprese industriali americane ha rilevato dati sorprendenti. Nel 1982 il valore netto contabile dell'impresa manifattu-

riera americana era imputabile per il 62% ai beni materiali; nel 2000 questa percentuale era scesa al 10-15%, a dimostrazione del sempre crescente valore dei beni immateriali sui beni materiali. Un'altra celebre indagine condotta nel 2002 dal *Cap Gemini Ernst & Young Center for Business Innovation* ha rilevato che almeno il 35% del valore d'impresa oggi è riconducibile agli elementi immateriali. Se, da un lato, gli intangibili vengono ormai considerati i veri *driver* del processo di creazione del valore, capaci di garantire un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo, dall'altro lato va rilevata la difficoltà degli attuali sistemi contabili e dei modelli valutativi di misurarne il valore su basi consensuali e coerenti con gli attuali principi contabili. Questo si traduce in un'incompleta rappresentazione patrimoniale degli *asset immateriali*. Queste considerazioni preliminari evidenziano come molti elementi di criticità dei tradizionali metodi valutativi siano riconducibili a un'incompleta piattaforma informativa e a carenze dell'impianto metodologico, non giustificate dalla complessità e dalla multidisciplinarietà dei metodi. Da qui la necessità di abbandonare il tradizionale approccio valutativo (basato prevalentemente sull'applicazione di un modello assoluto, sviluppato attorno a un nucleo informativo spesso limitato) a favore di un articolato processo valutativo, dove metodi assoluti e relativi si integrano e si rafforzano vicendevolmente in un unico quadro analitico coerente, supportati da un completa piattaforma informativa e da un'accurata analisi fondamentale. In questa prospettiva nei prossimi capitoli cercheremo di sviluppare una cornice metodologica propria di un accurato processo valutativo, fortemente ancorato ad alcuni pilastri:

- la piattaforma informativa;
- l'analisi fondamentale;
- lo sviluppo integrato dei modelli assoluti e relativi.

L'obiettivo è quello di garantire credibilità, correttezza e dimostrabilità al processo valutativo e ai suoi risultati.

1. La teoria del valore

La nozione di *valore* rappresenta l'elemento portante su cui poggiano i moderni impianti teorici della strategia e della finanza d'impresa. Oggi, infatti, una delle maggiori responsabilità delle direzioni aziendali (e delle direzioni finanziarie in particolare) consiste nell'impostare un'adeguata *pianificazione del valore*, misurando e valutando l'impatto delle decisioni strategiche, operative e di investimento sul valore d'impresa. In tal modo ogni decisione correlata alle opzioni strategiche, alle scelte d'investimento, alla struttura finanziaria, piuttosto che alla politica dei dividendi, viene assunta tenendo conto del suo contributo marginale alla creazione di valore.

Ne scaturisce un allineamento tra strategia, finanza e organizzazione, laddove una disciplina trae forza e consenso dall'altra. Validare una strategia nella prospettiva del valore è ormai considerato l'approccio più corretto per orientare la condotta aziendale. Ciò significa che è possibile prevedere, in termini di valore, l'impatto di strategie d'investimento alternative, come l'ingresso in nuovi mercati, il lancio di nuovi prodotti o lo sviluppo di sinergie attraverso *joint venture*. Analoghe considerazioni valgono nel caso in cui si voglia stimare l'effetto di importanti operazioni finanziarie sul profilo di valore aziendale (ricapitalizzazioni, riacquisto di azioni proprie, fusioni, acquisizioni ecc.). E non si può dimenticare che l'analisi del valore consente di indagare le potenzialità di miglioramento delle attività operative esistenti, valutando se un centro aziendale o un'unità di business sta creando o distruggendo valore e quali sono le eventuali leve operative su cui agire per migliorarne l'efficienza operativa. In tal modo il management è responsabilizzato nello sfruttare ogni momento decisionale e ogni opportunità di investimento per ottimizzare il valore del progetto imprenditoriale. Tale approccio, tra l'altro, ha il pregio di consentire un allineamento tra gli obiettivi degli azionisti e del management, spesso divergenti e conflittuali,