

Maurizio Nizzola

CALCOLARE IL VALORE DI IMPRESE E ASSET AZIENDALI

I modelli di valutazione del capitale economico d'impresa, la valutazione dei marchi, dei brevetti e degli intangibile in generale. Casi pratici a confronto



Calcolare il valore di imprese e asset aziendali

by Maurizio Nizzola.

Copyright © 2014 Maurizio Nizzola. Tutti i diritti sono riservati.

Realizzato in Italia.

La prima edizione di questo ebook è datata 23/10/2014

Pubblicato da B2corporate, web collaborative magazine economico aziendale.

Gli ebook targati B2corporate possono essere acquistati per approfondire tematiche di business, per passione e spirito di cultura aziendale o per integrare percorsi formativi.

Questi ebook sono redatti da professionisti di settore con competenze specialistiche e sono il frutto di anni di esperienze sul campo.

La biblioteca B2corporate è in continua evoluzione e aggiungerà periodicamente nuovi libri tematici.

Per ulteriori dettagli e per pubblicare il tuo ebook con il web brand B2corporate, potete contattare: redazione@b2corporate.com

Il layout grafico della copertina e l'impaginazione è a cura di Babitamedia.it

L'autore e il Publisher hanno prestato molta attenzione nella redazione di questo ebook, tuttavia si segnala che le informazioni che contiene sono puramente divulgative e rivestono un tipico ruolo di educational personale.

Lo scopo di questi ebook è quella di diffondere una cultura aziendale basata sull'innovazione, le tecniche di management e strumenti di pianificazione, analisi e monitoraggio del business. Startup e PMI sono il nostro punto di riferimento.

Questi ebook sensibilizzano il lettore a un modus operandi proattivo, analitico e critico, che tuttavia per una migliore implementazione di processi e gestione del cambiamento può richiedere l'intervento di personale specializzato e con esperienza pluriennale.

Pertanto, nè il Publisher, nè l'autore saranno responsabili di danni, spese, costi risultano dall'uso inappropriate delle informazioni contenute in questo ebook.

Codice ISBN: 9788898907168

Maurizio Nizzola

CALCOLARE IL VALORE DI IMPRESE E ASSET AZIENDALI

**I MODELLI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO
D'IMPRESA, LA VALUTAZIONE DEI MARCHI, DEI BREVETTI E
DEGLI INTANGIBLE IN GENERALE. CASI PRATICI A CONFRONTO**

SOMMARIO

1. INTRODUZIONE

2. CAPITALE ECONOMICO E VALUTAZIONE

- 2.a. Caratteri generali
- 2.b. I processi di acquisizione e cessione di azienda
- 2.c. Valore soggettivo e valore oggettivo
- 2.d. Sinergie e possibili errori
- 2.e. Metodologie di valutazione e analisi del rischio

3. I METODI PATRIMONIALI

- 3.a. Cenni introduttivi
- 3.b. I metodi patrimoniali semplici
- 3.c. Gli immobilizzi materiali
- 3.d. La valutazione degli altri asset
- 3.e. Le partecipazioni
- 3.f. Il carico fiscale sulle rivalutazioni
- 3.g. Il metodo patrimoniale complesso
- 3.h. Immobilizzi immateriali particolari: oneri pluriennali e avviamento
- 3.i. Esempio pratico di applicazione del metodo patrimoniale
- 3.j. Aspetti positivi, negativi e criticità dei metodi patrimoniali

4. I METODI APPLICATI AI FLUSSI DI RISULTATO

- 4.a. Aspetti generali

- 4.b. Valore dell'impresa e struttura finanziaria
- 4.c. Il teorema di Modigliani-Miller
- 4.d. Il costo del capitale (*WACC*)
- 4.e. Rischio di credito del capitale di debito
- 4.f. Costo del capitale proprio
- 4.g. Approfondimenti sul coefficiente BETA
- 4.h. Il criterio del tasso – opportunità
- 4.i. Esempio di calcolo del *WACC*

5. IL METODO REDDITUALE

- 5.a. Introduzione al metodo reddituale
- 5.b. Il reddito da capitalizzare
- 5.c. L'operazione di normalizzazione del reddito
- 5.d. Il "fattore *g*" ovvero la previsione di crescita del reddito futuro
- 5.e. L'orizzonte temporale: rendita perpetua o limitata *n* anni
- 5.f. Un esempio di applicazione del metodo reddituale
- 5.g. Aspetti positivi, negativi e criticità del metodo reddituale

6. I METODI MISTI

- 6.a. Introduzione ai procedimenti misti
- 6.b. Il metodo del valore medio
- 6.c. Il metodo con stima autonoma del Goodwill
- 6.d. I metodi misti applicati alle aziende con bassa redditività
- 6.e. Il calcolo del Badwill
- 6.f. I limiti inferiori della valutazione del capitale economico
- 6.g. Esempi di applicazione dei metodi misti

7. IL METODO FINANZIARIO

- 7.a. Introduzione al metodo finanziario

- 7.b. I flussi monetari
- 7.c. L'analisi della metodologia
- 7.d. Criticità relative all'applicazione del metodo
- 7.e. Calcolo del valore finale o "Terminal value"
- 7.f. Esempio di applicazione del metodo finanziario

8. IL METODO ECONOMIC VALUE ADDED - EVA®

- 8.a. Introduzione al metodo EVA®
- 8.b. Il legame tra EVA® e Market Value Added (MVA)
- 8.c. Come si calcola EVA®: applicazioni pratiche del metodo
- 8.d. Esempio di calcolo del capitale economico con EVA®
- 8.e. Confronto DCF e EVA®
- 8.f. Previsione delle spese in capitale - CAPEX

9. IL METODO DIRETTI

- 9.a. Introduzione ai Metodi diretti
- 9.b. L' "Ipotesi di Mercato Efficiente"
- 9.c. Le nuove frontiere: "la finanza frattale"
- 9.d. I metodi basati sui multipli
- 9.e. Il metodo delle società comparabili
- 9.f. Il metodo delle transazioni comparabili
- 9.g. Multipli "equity side" e "asset side"
- 9.h. I Metodi empirici, la "regola del pollice"

10. LE VALUTAZIONI D'IMPRESA IN SITUAZIONI DI CRISI

- 10.a. Come si determina la crisi d'impresa
- 10.b. Come gestire la crisi d'impresa: il risanamento
- 10.c. Valutazione del capitale d'impresa in perdita irreversibile
- 10.d. Il metodo di rivalutazione totale dei cespiti ammortizzabili
- 10.e. Il metodo di rivalutazione controllata dei cespiti

10.f. La stima in assenza di rivalutazione dei cespiti

10.g. La valutazione di un'impresa fallita: esempio di perizia di stima

11. LE VALUTAZIONI DEGLI "INTANGIBLE ASSET"

11.a. La valutazione degli "intangibile": principi e finalità

11.b. Metodi di valutazione degli "intangibile"

11.c. Valutazione del portafoglio brevettuale di un'impresa

11.d. Esempio di applicazione del "metodo del costo di riproduzione"

11.e. Esempio di applicazione del "metodo del premium price"

11.f. Esempio di applicazione del metodo "tassi di royalty comparabili"

11.g. Valutazione degli *intangibles* con il metodo *DCF* e stima del *WACC*

1. INTRODUZIONE

Il tema della valutazione delle imprese è divenuto in periodi relativamente recenti un argomento di grande rilevanza professionale. Le differenti operazioni straordinarie che vengono realizzate nel mondo imprenditoriale ed economico (fusioni, acquisizioni, spin-off, ricapitalizzazioni, ecc.) pongono costantemente la problematica sui criteri da adottare per effettuare una stima obiettiva del valore del capitale economico. Ma prima di addentrarci nei meandri di una dottrina in costante divenire, che appassiona studiosi e ricercatori a livello mondiale, ritengo necessario definire alcuni concetti chiave. Innanzitutto è importante dare un giusto significato ai termini ed ai concetti e stabilire un punto fermo sull'interpretazione dei relativi significati. Quando si introduce il tema della valutazione dell'impresa spesso ci si riferisce in realtà all'azienda, in modo erroneo. Lo stesso GUATRI, in Italia un'autorità indiscussa e un pioniere della ricerca su questa tematica, si riferisce al valore delle aziende. Per sgomberare il campo dai dubbi occorre fornire le seguenti definizioni:

Azienda: rappresenta il complesso di beni, organizzati dall'imprenditore per l'esercizio d'impresa. Organismo elementare del sistema economico, avente lo scopo di soddisfare i bisogni umani attraverso l'attività produttiva (aziende di produzione) o distributiva (aziende commerciali, aziende pubbliche o di pura erogazione). Azienda può, pertanto, essere considerata quale sinonimo di organizzazione economica. Essa implica che fra i beni che la costituiscono si instaurino rapporti di funzionamento e tra le persone rapporti gerarchici (vedi funzioni aziendali, organigramma, organizzazione). Per quanto il termine, nel linguaggio corrente, sia spesso usato quale sinonimo di impresa, vi sono tra azienda e impresa differenze sostanziali: l'azienda non può essere fine a se stessa, presuppone infatti un'attività direttiva, un indirizzo, una personalità rappresentativa dell'impresa e dell'imprenditore.

Impresa: costituisce l'attività economica organizzata dall'imprenditore per la produzione di beni e servizi. E' stata indicata come un'isola di potere economico cosciente; un'area unificata di programmazione. Le definizioni, non prive di incertezza da un punto di vista teorico, in genere mettono in luce il carattere di attività, operando pertanto una netta distinzione nei confronti dell'azienda, che rappresenterebbe l'insieme degli strumenti che permettono all'impresa di esplicare la sua attività. Nell'uso comune ed in modo non corretto, i termini *azienda* e *impresa* tendono ad essere confusi ed utilizzati indifferentemente. Secondo le finalità si distingue un'impresa pubblica dall'impresa privata, secondo la forma giuridica si distinguono le imprese individuali dalle imprese collettive, che assumono tipicamente la forma di società.

La distinzione tra i due concetti non è casuale. L'impresa può essere valutata nel corso della sua attività, quale soggetto giuridico in grado di produrre o meno redditi. Oppure si può dare il caso di un'impresa in liquidazione, in procedura concorsuale e in tal caso non può essere valutata in funzionamento. Essa semplicemente non è valutabile. In tal caso occorrerà valutare gli asset aziendali, nel loro insieme o singolarmente. Anche nel caso di spin-off o di vendita di asset tangibili o intangibili, si parlerà di valore associato alle attività aziendali e non all'impresa.

La valutazione di un'impresa si sostanzia in un processo finalizzato alla stima del suo valore, impiegando uno più modelli differenti. Essa coinvolge operatori professionali, istituzioni finanziarie, imprese e accademici ed ha una rilevanza differente riguardo alle metodologie utilizzate nei diversi paesi o agli obiettivi che ne sono alla base.

Gli obiettivi della valutazione d'impresa

L'obiettivo di un processo di valutazione varia in relazione al contesto in cui si rende necessario definire il valore di un'azienda. Quindi la domanda che ci si pone è quando è opportuno effettuare una valutazione. Particolare rilevanza assume, ad esempio in operazioni di *merger and acquisition* (M&A), nella quotazione sui mercati finanziari (IPO), investimento nel capitale di società non quotate (private equity e venture capital). Una valutazione dell'impresa, inoltre, può essere utile per finalità interne (autovalutazione).

Di seguito vengono discussi i principali aspetti che caratterizzano gli approcci valutativi nei diversi contesti.

Scambi azionari e operazioni di M&A

In situazione di scambi di quote, azioni o nella cessione di attività aziendali, è di fondamentale importanza realizzare la valutazione di ciò che viene scambiato. Nel caso di cessione e contestuale opposta acquisizione di un'impresa, la valutazione è alla base della transazione e deve soddisfare precise esigenze informative. Mentre nel caso di fusioni (*merger*) o scissioni di parti d'azienda, la valutazione assume un carattere formale e ufficiale. La vigente normativa nel nostro paese esige che venga nominato un esperto da parte del tribunale, il quale effettui una perizia di stima per confermare la congruità dei valori relativi all'operazione da realizzare. Ciò per garantire i portatori d'interesse nell'impresa (*stakeholder*), quali i clienti, fornitori, istituti di credito e, in particolare, i soci di minoranza, che potrebbero subire eventi pregiudizievoli nell'operazione. Il coinvolgimento di un perito è resa necessaria anche in presenza di operazioni attinenti le procedure concorsuali. Nella prassi comune nelle operazioni di fusione e acquisizione (M&A), la valutazione fa leva principalmente sul metodo finanziario, cosiddetto Discounted Cash Flow ovvero al metodo dei moltiplicatori di mercato e dei multipli di transazioni comparabili. E in questa situazione si introduce una ripartizione fondamentale tra metodi

indiretti (valore del capitale economico) e metodi diretti (valore di mercato). Per questo tipo di operazioni le valutazioni hanno di regola, almeno nella fase iniziale, una funzione di supporto alla negoziazione tra potenziali acquirenti e venditori. Tuttavia i prezzi effettivamente negoziati nelle trattative hanno una loro giustificazione in ciò che viene definito come “valore strategico” dell’impresa per un particolare acquirente, riguardo alla presenza di un maggior numero di potenziali acquirenti interessati a concludere l’operazione. Il valore strategico dell’acquisizione risulta, nel contempo, idealmente formato sia dal valore dell’impresa target che dalla valorizzazione delle sinergie attese dall’acquirente conseguenti al processo di concentrazione e integrazione dell’azienda, nonché agli altri attributi legati al controllo. Poiché, non appena avrà acquisito il controllo dell’azienda target, l’investitore potrà attivarne la gestione, il valore e, quindi, il prezzo che sarà disposto a riconoscere dipenderà dall’interesse strategico, dai piani futuri da implementare e dalle sinergie ricavabili dall’integrazione di differenti realtà economiche. In tale contesto il “premio di acquisizione”, corrisponde alla differenza positiva di prezzo che l’investitore è disposto a riconoscere rispetto a colui il quale assume solo una partecipazione di minoranza.

Aumenti di capitale

Le valutazioni dell’impresa si rendono necessarie anche nel caso di aumenti di capitale, con emissione di azioni con sovrapprezzo o con obbligazioni convertibili. La determinazione di un sovrapprezzo, così come le condizioni di conversione del prestito obbligazionario in azioni, devono rispecchiare il valore dell’impresa al momento di concludere l’operazione. E’ richiesta, peraltro, una valutazione formale nel caso di aumenti di capitale legati ad operazioni di fusione per incorporazione di un’impresa controllata da parte della sua controllante. In questa circostanza risulta evidente lo scopo cautelativo della valutazione.

Quotazione sui mercati finanziari

La valutazione sottostante ad un'operazione di quotazione in borsa ha l'obiettivo di contribuire a determinare un *pricing* dei titoli da collocare presso gli investitori. Dalla razionalità e, quindi, dalla correttezza adottate nello sviluppo dell'intero processo dipende il successo dell'operazione e il rilancio di immagine della società quotanda nei confronti della comunità finanziaria, nonché di tutti gli altri stakeholder (creditori, clienti, dipendenti, fornitori, ecc.). Anche nel caso di quotazione in Borsa, la valutazione della società si basa tipicamente sul metodo finanziario e dei multipli di mercato. Ma rispetto alle operazioni di M&A, presenta alcune tipiche caratteristiche:

- Assenza di un premio per il controllo, in quanto il processo di quotazione non prevede di regola la cessione totale dell'impresa, ma solo una partecipazione di nuovi soci finanziari anche allo scopo di sostenere un nuovo ciclo di sviluppo.
- Assenza di potenziali sinergie, poiché siamo in presenza di un investimento finanziario e non imprenditoriale.

Nella valutazione di un'azienda in fase di quotazione è molto diffuso anche il metodo dei multipli, in quanto rappresenta uno strumento di confronto sintetico e di facile accessibilità fra società quotate sullo stesso mercato o su mercati differenti. Gli investitori istituzionali sono soliti spesso basarsi, nelle loro scelte di investimento in un'IPO, proprio sul confronto dei multipli della società da quotare con quelli delle principali società comparabili. In particolare, mancando un piano industriale da valutare, per l'investitore l'impiego dei multipli costituisce un modello di valutazione dell'impresa molto agevole.

L'applicazione dei metodi di valutazione permette di identificare il valore a se stante del capitale economico della società in fase di quotazione (*fair value*), al quale viene di regola applicato uno sconto, denominato *IPO discount*. Tale sconto è calcolato in base alle indicazioni che gli istituti incaricati del collocamento ricevono da parte degli investitori istituzionali e trova una sua ragione nel fatto che, in sua assenza, sarebbe preferibile acquistare titoli di una società con simili caratteristiche o analogo profilo di rischio, ma già presente sul mercato. In un'IPO infatti vengono offerti titoli di una società con un'equity story nuova, che si avvale

di un management sostanzialmente sconosciuto alla comunità finanziaria, mentre nel caso di una società già quotata le asimmetrie informative sono ridotte dagli obblighi di comunicazione verso il mercato e dall'attività di research svolta dagli analisti finanziari. L'entità dell'IPO discount deriva dalla capacità dell'impresa di generare risultati futuri positivi, dalla struttura finanziaria, dal modello organizzativo di *governance* e dalla struttura operativa (*track record del management*), ma anche dalla congiuntura del mercato azionario e del settore di appartenenza, dalla concorrenza procurata dalle altre emissioni nel periodo (*scarcity value*), dall'andamento di titoli recentemente quotati in borsa, dall'entità del flottante (*premio o sconto per la contendibilità*), dal contesto economico generale e infine anche dal livello di fiducia degli investitori.

E' buona regola considerare che una valutazione prudente può ripagare di più nel lungo periodo rispetto ad una valutazione ottenuta in condizioni di mercato e di settore particolarmente favorevoli. Atteso che a lungo termine il mercato sconterà puntualmente tutte le aspettative, è importante che la valutazione tralasci di incorporare gli effetti derivanti da condizioni di mercato favorevoli di breve periodo.

Operazioni di Private Equity e Venture Capital

Le analisi effettuate in via preventiva in occasione di transazioni di private equity e venture capital, sono specificamente rivolte a valutare sia l'opportunità dell'investimento, sia la dimensione di capitale proprio da apportare per conseguire determinati livelli di redditività in un arco temporale limitato a pochi anni (normalmente tra 3 e 5). La valutazione dell'impresa, in questo caso, ha come oggetto il presumibile prezzo di realizzo della partecipazione acquisita (exit value) che consente di ottenere un tasso di rendimento (IRR) prefissato. Il tasso di rendimento interno si identifica nell'*hurdle rate* ed è in genere fissato ad un livello di remunerazione del capitale proprio che l'investitore di una *merchant bank* si propone di ottenere.

Quali sono le ragioni che impresa o possono esistere prezzi diversi per la stessa società? Quali sono le determinanti del prezzo finale e quali le leve per calcolare il valore dell'impresa?

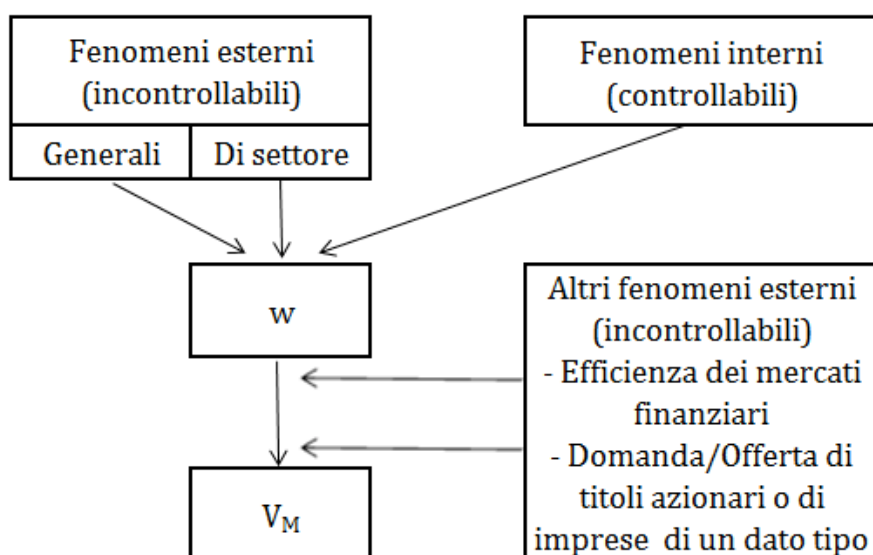
Finalità interne ed altre motivazioni

La valutazione è anche importante di per sé e nell'ambito della stessa impresa quotata o no, trovando le sue ragioni quale supporto alle scelte gestionali. Utilizzando i metodi indiretti la stima del valore del capitale economico dell'impresa risulta estremamente utile nel processo di pianificazione strategica e quale indicatore di valore nel caso di scelta di strategie alternative. Infine qualora alla società venga richiesto di costituire garanzie per vari motivi, è fondamentale effettuare una corretta stima dei valori dati in garanzia, in particolare se trattasi di valori mobiliari.

2. CAPITALE ECONOMICO E VALUTAZIONE

2.a. Caratteri generali

Una fondamentale distinzione in tema di valutazione d'impresa riguarda la distinzione tra *capitale economico* e *valore di mercato del capitale*. Si definisce capitale economico (W) quella particolare configurazione del capitale d'impresa che si intende determinare quando si valuta il sistema aziendale nel suo complesso. A questa nozione si contrappone quella di valore di mercato del capitale (V_m), sostanzialmente di più agevole misurazione rispetto al precedente. Va però sottolineato che mentre la massimizzazione di valore del capitale economico rappresenta una fondamentale strategia del management aziendale, in quanto legato in gran parte a fattori interni che caratterizzano l'impegno e l'abilità di quest'ultimo, l'incremento di valore di mercato dipende maggiormente da fattori esterni incontrollabili.



L. Guatri, La valutazione delle aziende, pag. 3, EGEA 1990

Il capitale economico ha un suo fondamento oggettivo e scientifico. Esso è riferibile ad una valutazione che abbia le seguenti caratteristiche:

- *Generalità*: ossia neutralità rispetto agli effetti casuali prodotti dalla domanda e offerta di mercato e asetticità rispetto all'interesse e alla forza delle parti interessate all'acquisto o alla vendita. Questo concetto si contrappone alla definizione di "valore soggettivo", per cui il valore dell'impresa è strettamente legato al vantaggio del suo acquisto o della sua cessione.
- *Razionale*: il valore deve essere determinato sulla base di un processo logico, chiaro e condivisibile.
- *Dimostrabile*: la valutazione deve esprimere un modello oggettivo e condivisibile; quindi con un elevato grado di credibilità.
- *Stabile*: la valutazione deve essere effettuata a prescindere dalla situazione contingente e provvisoria. Rifuggendo, quindi, da particolari situazioni economiche del mercato che possano esaltare o deprimere il valore dell'impresa.

2.b. I processi di acquisizione e cessione di azienda

La cessione dell'impresa

Salvo le altre motivazioni individuate nel precedente capitolo di introduzione, la valutazione fa parte di una serie di adempimenti e formalità relativi alle operazioni di cessione e acquisizione dell'impresa. Il processo di cessione d'azienda, in particolare, risulta alquanto impegnativo, poiché coinvolge diversi attori parti rappresenta un costo se non altro per il tempo che dovrà dedicare la parte venditrice per concludere la trattativa, non trascurando quegli aspetti di tipo psicologico e motivazionale, che hanno una specifica valenza nel caso di aziende di stampo familiare. Quando viene presa la decisione di cedere un'azienda (o un'impresa) occorre considerare gli aspetti motivazionali che ne sono alla base, in quanto ricadono sia nella quantificazione del valore e, quindi, nel prezzo di vendita, sia soprattutto nella scelta del tipo di procedimento di

vendita da adottare. L'esempio può essere dato dalle PMI, nelle quali il socio-imprenditore rappresenta il fulcro decisionale, coinvolto sia a livello economico quale investitore nel capitale di rischio, sia anche a livello gestionale nella società. In queste situazioni le vendite delle aziende possono avere motivazioni strettamente economiche e strategiche, alle quali si intrecciano aspetti psicologici ed emotivi di grande importanza nel processo.

Di seguito si elencano le più diffuse ragioni che determinano la volontà di cedere un'azienda:

- Motivi di carattere strategico, particolarmente importanti nella cessione di rami d'azienda o di società controllate da grandi gruppi (presa di coscienza della difficoltà di affrontare la concorrenza, dismissione di aree d'affari marginali o di scarso interesse per il core business, possibilità di creare alleanze cedendo parte del capitale della propria impresa).
- Ragioni economiche e finanziarie (fabbisogno di liquidità o carenza di risorse per sostenere l'attività della società o un progetto di sviluppo, ricevimento di una vantaggiosa proposta d'acquisto, ecc.).
- Circostanze di carattere personale legate all'imprenditore o alla famiglia (mancanza di eredi diretti o mancanza di idoneità o volontà da parte degli stessi a proseguire l'attività familiare);
- Situazioni conflittuali tra i soci, quali contrasti o divergenze sulla gestione della società.

L'acquisizione dell'impresa

La crescita rappresenta un obiettivo strategico e irrinunciabile, comune a qualunque tipo d'impresa e le acquisizioni possono essere considerate un'eccellente mezzo in grado di accelerare i tempi di tale crescita. Si tratta, al di là di ogni ottimistica visione, di un processo alquanto rischioso per chi acquista.

Molti sono infatti gli esempi di acquisizioni che hanno prodotto risultati negativi, a causa di un'operazione poco ponderata o di un prezzo eccessivamente elevato. Spesso questa evoluzione in negativo è legata soprattutto all'obiettivo di crescere in termini dimensionali, senza valutare accuratamente i reali aspetti sinergici dell'acquisizione. Altro errore è basare l'acquisizione esclusivamente sulla diversificazione del rischio o approfittare di un'offerta apparentemente conveniente, che in realtà non sarà tale. Bisognerebbe, infine, evitare le società più redditizie, in quanto vengono proposte a prezzi molto elevati e ciò rende difficile per il compratore un ulteriore incremento di redditività e flussi di cassa. Gli esempi riportati evidenziano la necessità di effettuare accurate analisi sulla convenienza ad acquisire un'azienda. La valutazione del capitale economico il più possibile realistica ed attendibile è un aspetto determinante, in quanto offre un indicatore della congruità del prezzo richiesto e di quello proposto.

2.c. Valore soggettivo e valore oggettivo

Le tecniche tradizionali di valutazione cercano il valore "oggettivo" di un'impresa o di un'azienda. Sul mercato però le imprese vengono cedute a prezzi che rispecchiano percezioni soggettive. Come si formano tali valutazioni? A quali errori si espongono? Con quali strumenti possono essere razionalizzate?

La valutazione tradizionale oggettiva guarda al patrimonio ed al reddito, mentre quella soggettiva, da parte dell'acquirente, guarda al complesso delle attività aziendali, all'avviamento, all'immagine, al marchio. La differenza tra valutazione oggettiva e soggettiva, per il compratore si può esprimere così:

$$W_a = W_o + S \quad P \leq W_a$$

dove W_a è il valore per l'acquirente, ossia il massimo prezzo d'acquisto giustificabile. W_o è il valore di stima "oggettiva", P è il prezzo, S sono le sinergie e creazioni di valore.

L'elemento S che fa tutta la differenza, si ottiene attualizzando una somma algebrica di fattori positivi (risparmi di struttura, maggiori vendite, aumento dei margini, ecc.) e negativi (maggiori costi strutturali, maggiore imposizione fiscale, incompatibilità fra i prodotti dell'acquirente e del cedente, ecc.) Acquirenti diversi potranno accettare prezzi differenti in funzione di differenti programmi. Includendo il punto di vista del venditore, si ottiene:

$$W_a \geq P \geq W_v; \quad W_a \geq W_o + S \geq W_v$$

W_v , ossia la valutazione del venditore, ha come limite inferiore il vantaggio economico alternativo derivante dall'impiego diverso delle risorse finanziarie a parità di rischio.

Si osservi inoltre la differenza tra ottica finanziaria e ottica industriale: nella prima le sinergie hanno di regola scarso peso e la valutazione d'acquisto può coincidere di più con la valutazione oggettiva ($W_a = W_o$). Bisogna però considerare il ruolo della situazione negoziale. Il prezzo d'acquisto può essere più o meno lontano dalle valutazioni dei due soggetti in conseguenza di fattori come la competizione tra più acquirenti o l'urgenza di concludere. L'esempio di una transazione avvenuta qualche tempo fa può essere maggiormente esplicativo. In tale circostanza il leader di un certo mercato industriale si proponeva di acquisire i concorrenti n. 2 e 3 allo scopo di ridurre la pressione competitiva. Dopo l'accordo preliminare con uno dei due candidati, il processo negoziale con l'altro venne a trovarsi innaturalmente accelerato, col risultato di determinare un prezzo d'acquisto più alto del normale. Si parla infatti di "valore di presidio" o "valore di rarità" di un'azienda quando l'acquisizione è l'unico modo per raggiungere obiettivi strategici o impedire ad altri di raggiungerli.

Anche in questo caso il prezzo va giustificato in termini di ritorni marginali attesi, ma in un orizzonte temporale più vasto.

2.d. Sinergie e possibili errori

Le fonti potenziali di sinergie si possono classificare come segue, in ordine decrescente di probabilità di realizzazione:

- ✓ Condivisione di risorse (utilizzo comune di forze di vendita o di capacità produttiva).
- ✓ Trasferimento di skill funzionali (es. di marketing).
- ✓ Trasferimento di skill di general management (MBO planning, ecc.).
- ✓ Trasferimento di risorse finanziarie.

Ecco ad esempio una tabella di frequenti sinergie da condivisione di risorse:

	ACQUIRENTE	CEDENTE
DISTRIBUZIONE	nazionale multicanale internazionale italiana	regionale/locale monocanale nazionale estera
IMMAGINE	elevata/trasferibile	media
TIPO DI MARCHIO	marchio "ombrello"	marchio di prodotto
CAPACITA' PRODUTTIVA	mancante	presente
TECNOLOGIA	trasferibile	mancante
AMMINISTRAZIONE & SERVIZI GENERALI	condivisibili	condivisibili
REGISTRAZIONE BREVETTI E MARCHI	maggiormente utilizzati nel network internazionale	presenti

Un esempio di eccellente trasferimento di skill funzionali si ebbe in passato nel caso dell'acquisizione da parte della Philip Morris di un grande produttore di birra, la Heublen, negli USA.

La società americana produttrice di sigarette riuscì in breve a fare della birra un prodotto di largo consumo, utilizzando il proprio consolidato know-how nella pubblicità, nel marketing e nella distribuzione. Un esempio di sinergie di tipo finanziario fu all'epoca l'acquisizione della Buitoni da parte del gruppo De Benedetti; qui il "turnaround" della società fu basato sul trasferimento di credibilità finanziaria conseguente al passaggio di proprietà.

Importante è il ruolo della pianificazione strategica, che può individuare il candidato ideale e valutare la probabilità di sinergie nel conteso industriale specifico. Uno strumento è la "curva di esperienza", che ipotizza una relazione inversa fra costo unitario e scala della produzione e consente di dimensionare la creazione di valore che avviene acquisendo quote di mercato. Ad esempio, l'integrazione delle produzioni permette di fare un progresso sulla curva di esperienza, pervenendo ad un nuovo costo unitario. Tale risparmio è traducibile in un flusso di cassa aggiuntivo per l'acquirente. E' sempre più importante applicare questo concetto alle varie fasi della catena del valore e non solo al costo di produzione. Nella stima delle sinergie si possono commettere vari tipi di errori. Già il trasferimento di competenze manageriali è di per sé aleatorio. Una delle trappole più frequenti, specie nel caso di grandi organizzazioni, che hanno una forte specializzazione di ruoli, è la non identità fra lo "sponsor" del progetto e chi è responsabilizzato sui risultati post-acquisition. Altra stima per eccesso è legata al timing: in molti casi (specie in quelli di trasferimento di know-how funzionale) si osservano a breve effetti negativi nell'integrazione mentre i vantaggi durevoli si osservano in seguito.

Non mancano esempi di acquisizioni in cui le sinergie previste non vengono realizzate. Le ragioni più frequenti sono:

- ✓ Difficoltà di integrazione di culture aziendali.

- ✓ Differenti fattore chiave di successo nelle acquisizioni verticali.
- ✓ Privilegiare l'efficienza all'efficacia. E' il caso in cui i risparmi di costo derivanti dall'integrazione di risorse risultano inferiori ai vantaggi in termini di marketing derivanti da una gestione con posizionamento autonomo sul mercato (es.: casi di integrazione di forze di vendita in mercati segmentati).

2.e. Metodologie di valutazione e analisi del rischio

Come in precedenza detto, il valore di un'impresa o di un'azienda dipende da una serie di variabili: alcune a carattere oggettivo e quindi quantificabili in modo attendibile e verificabili, altre soggettive in quanto legate a stime e previsioni future. Considerando più l'impresa che l'azienda, ossia più un'entità in funzionamento, che un coacervo di beni a disposizione, possiamo riferire il valore del capitale economico come il valore attualizzato dei flussi di reddito che essa sarà in grado di generare nel futuro (flussi reddituali e finanziari). Ciò significa che il valore dell'impresa è da leggersi "in prospettiva" e deve essere ponderato sulla base del rischio legato al grado di incertezza e aleatorietà insito nella stima dei flussi futuri. Tale incertezza normalmente aumenta con l'allungarsi dell'orizzonte temporale preso in considerazione e, quindi, la rischiosità dei flussi di reddito è, infatti, direttamente proporzionale al tasso di sconto applicato nell'attualizzazione di tali flussi: maggior rischio equivale, pertanto, ad un maggiore tasso da applicare. Semplificando, a parità di risultati attesi, un'impresa più rischiosa, in quanto caratterizzata da flussi futuri meno prevedibili, vale meno

"in prospettiva" di un'impresa per la quale una stima dei risultati attesi sia più certa. In quest'ultimo caso il minor grado di rischio può essere legato alla notorietà e alla forza del marchio, alla leadership di mercato, alla titolarità di brevetti e tecnologie non facilmente sostituibili, alla presenza in un settore

protetto da più elevate barriere all'ingresso nei confronti di nuovi concorrenti, ecc.).

Ma pur considerando l'attività di "forecast" indubbiamente importante nella valutazione, non si può prescindere dall'analisi fondamentale dell'andamento storico dei risultati aziendali, al fine di ottenere una situazione certa e fare un punto fermo sullo stato attuale dell'impresa. Quindi impiegare elementi oggettivi e verificare l'attendibilità delle previsioni future in base all'estrapolazione dell'andamento passato.

Scendendo in dettagli tecnici, a seconda delle caratteristiche dell'azienda, del contesto in cui questa opera e delle finalità della valutazione, possono essere utilizzati diversi criteri di valutazione, eventualmente integrabili in via complementare tra loro:

metodi indiretti: metodo patrimoniale, modello reddituale, modello misto patrimoniale-reddituale, modello finanziario;

metodi diretti: metodi che si basano sulla teoria dei moltiplicatori di mercato (i cosiddetti multipli).

I metodi indiretti, a loro volta, si dividono nei metodi patrimoniali e in quelli legati ai flussi di risultato (metodo misto, reddituale, finanziario, EVA®)

Il metodo patrimoniale

Questo metodo considera il valore dell'impresa rappresentato dal suo patrimonio netto rettificato, calcolato quale differenza tra i valori correnti delle poste attive e passive dello Stato Patrimoniale, determinati alla data della valutazione. Vi sono tre alternative di questi metodi, ciascuna delle quali considera tipologie diverse di *asset*:

- 1) *Il metodo patrimoniale semplice*: stima il capitale netto rettificato facendo riferimento ai soli beni contabilizzati, secondo le norme previste per la redazione del bilancio civilistico.
- 2) *Il metodo patrimoniale complesso di primo grado*: comprende nelle attività anche i beni immateriali non contabilizzati, ma dotati di un effettivo o supposto valore di mercato (marchi, licenze, ecc.).
- 3) *Il metodo patrimoniale complesso di secondo grado*: comprende anche i beni immateriali non contabilizzati e non dotati di un autonomo valore di mercato, che tuttavia si ritiene che concorrano a determinare il valore complessivo dell'impresa (es.: qualità del management).

La scelta del metodo è spesso legata alla natura delle attività della società da valutare. E conseguentemente delle relative componenti contabili ed extracontabili. Indicando con A' il valore corrente delle attività, con P' il valore corrente delle passività (comprese le passività potenziali, quali i debiti di imposta su plusvalenze contabilmente inesprese) e con K il valore del capitale netto rettificato si ottiene:

$$K = A' - P'$$

Il metodo reddituale

Questo metodo permette di esprimere il valore di un'impresa in funzione dei redditi che essa è in grado e sarà in grado di produrre. Formalmente, il valore dell'impresa è dato da:

$$W = f(R)$$

dove:

W = valore dell'azienda

R = reddito generabile dalla "normale" gestione.

La funzione consiste nell'attualizzazione del valore R formato dalla somma dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa. L'orizzonte temporale di riferimento influisce sulla funzione, in quanto può presentarsi di durata indefinita ovvero limitata nel tempo.

Occorre inoltre determinare le componenti coinvolte nel calcolo del valore attuale:

- il reddito da attualizzare (R);
- il numero di anni in cui si manifestano i redditi (n);
- il tasso di attualizzazione (i).

Il metodo finanziario (DCF)

Il metodo finanziario o “*discounted cash flow*” o “*metodo del valore attuale netto*” (*present value*) è ritenuto dalle correnti teorie aziendalistiche, il più accreditato metodo di stima del capitale economico d’impresa. Per applicare questo metodo occorre seguire tre *step* successivi:

1. *Stima dei flussi di cassa.*

I flussi di cassa incrementali possono essere stimati costruendo un vero e proprio business-plan analitico, partendo dai ricavi, deducendo costi fissi e variabili e considerando il circolante e gli investimenti. Il flusso di cassa può essere ricostruito “dal basso” sommando al reddito netto gli ammortamenti e gli altri costi non monetari (es. le indennità di fine rapporto), gli oneri finanziari e gli investimenti marginali e sottraendo gli incrementi in circolante. Il risultato è il cosiddetto “free cash flow”, ossia ciò che si può prelevare dall’impresa senza comprometterne il corretto sviluppo.

2. *Definizione del tasso di attualizzazione*

Si tratta del tasso minimo di ritorno richiesto dagli azionisti dell’impresa acquirente; questo tasso minimo che gli investimenti devono produrre deve essere almeno uguale a quello che gli azionisti acquirenti si attendono da un investimento alternativo a parità di rischio. Se però l’acquisizione modifica sostanzialmente il profilo di rischio dell’impresa acquirente, bisogna

3. *Determinazione dell’arco temporale.*

Per prevedere i flussi di cassa incrementali bisogna scegliere la durata del periodo di previsione e stimare il valore residuo alla fine di tale periodo. Normalmente si cerca di effettuare una stima puntuale fino a che abbia significato farla (di norma tra 5 e 10 anni). Il valore terminale alla fine del periodo di previsione può essere stabilito con vari criteri, più o meno conservativi.

Il metodo misto

Questo metodo correla il valore d'impresa sia al valore effettivo del suo patrimonio, sia alla capacità di generare flussi futuri. L'approccio utilizza quindi contemporaneamente il metodo patrimoniale (semplice o complesso) ed il metodo basato sui flussi di risultato (finanziario o reddituale).

La soluzione più diffusa in ambito operativo e professionale è quella del metodo misto patrimoniale-reddituale, secondo il quale il valore dell'azienda si ottiene sommando due elementi:

1. Il patrimonio netto rettificato.
2. il sovra-reddito attualizzato, che quantifica l'avviamento o "*goodwill*", ovvero la capacità dell'impresa di generare una redditività incrementale rispetto al rendimento normale di settore.

Il metodo EVA®

Un metodo di valutazione di particolare interesse, che offre una diversa rappresentazione del valore rispetto al DCF è l'EVA® (Economic Value Added).

Si tratta di una metodologia di determinazione delle performance d'azienda correlata all'obiettivo di massimizzazione del valore degli azionisti; viene utilizzata per misurare il valore creato, ossia il "profitto che residua dopo aver dedotto il costo del capitale utilizzato per generare quel profitto".

L'Economic Value Added si fonda sull'assunto per cui un'azienda crea valore laddove i profitti sono superiori al costo complessivo delle fonti di finanziamento.

La misura del valore generato o distrutto annualmente dall'azienda è data dal profitto operativo al netto delle imposte, (NOPAT), dedotto un costo figurativo espressivo della remunerazione del capitale investito.

Dove:

NOTPAT (Net Operating Profit After Tax) = risultato operativo netto d'imposta;

WACC (Weighted Average Capital Cost) = costo medio ponderato del capitale investito;

CE (Capital Employed) = capitale investito netto, risultante dall'ultimo bilancio.

La formula è la seguente:

$$EVA = NOTPAT - (WACC \times CE)$$

L'analisi del rischio

Per valutare il rischio legato alle valutazioni del capitale economico dell'impresa riferite ad operazioni di acquisizione esistono diversi criteri, che di solito vengono applicati parallelamente per determinare con maggiore approssimazione il grado di affidabilità delle previsioni e delle stime fatte.

Ecco alcuni di questi metodi:

- *Il payback*, che è il periodo di pareggio nel quale l'investimento iniziale si ripaga ed esprime il rischio associato alla previsione. Tale misura espressa in numero di anni o mesi, può essere più o meno attualizzata; l'investimento risulta multiplo del reddito o del "free cash flow".
- *Il valore del patrimonio netto rettificato* è invece una misura di quanto l'avviamento della società sia "coperto" dall'ativo patrimoniale ed è, quindi, una misura del *down side risk*, rilevante nel caso la società venga posta in liquidazione.

- *L'analisi di sensitività* rappresenta la metodologia più valida per apprezzare l'incertezza ed il rischio della valutazione. Applicando un meccanismo di simulazione si analizzano i risultati attesi in presenza di variazioni significative delle ipotesi di base riportate nel *business plan* dell'impresa (es.: prezzo medio, costi materie prime). Questa è la parte cruciale dell'analisi, perché sovente nelle ipotesi sottostanti al sistema di business o al modo in cui vengono prodotti ricavi e costi della società, vi sono le insidie più significative nella valutazione dell'investimento. Un tasso interno di rendimento molto elevato su previsioni oltre i 5 anni è certamente molto meno rassicurante di un investimento ad un tasso più moderato e con un payback più breve.
- *Le teorie del CAPM (Capital Asset Pricing Model)* rappresentano un modo efficace per determinare il premio di rischio. Tuttavia esse non sono sempre di agevole utilizzo, in quanto fanno uso di un concetto, quello di variabilità del rendimento di una determinata attività finanziaria rispetto al rendimento di mercato. Infatti per poterle applicare è necessario disporre di informazioni ottenibili solo in mercati "quasi perfetti" (es.: mercato americano) o da società specializzate (si rimanda al software appositamente realizzato dalla società Easy Share Finance S.r.l., denominato "Ready Beta Sector", che svolge questa specifica funzione).

Vogliamo concludere questo paragrafo dicendo che i valori ottenibili per lo stesso oggetto, impresa o azienda, sono molto diversi e dipendono dal punto di osservazione: finanziario, industriale o di un gruppo minoritario all'interno della stessa società. La vasta gamma di tecniche di valutazione serve da supporto all'intuizione nel rappresentare sinteticamente le variabili che hanno un impatto più sensibile sulla decisione di investimento. La sofisticazione eccessiva delle tecniche di valutazione, può sovente essere di maggior ostacolo nella maggior parte dei contesti aziendali, dove nel processo decisionale sono più i generalisti dei tecnici finanziari a fare la parte del leone. E' tuttavia importante concentrare

Calcolare il valore di Imprese e Asset Aziendali

gli sforzi su un'analisi strategica approfondita, sulla strutturazione contrattuale e sulle variabili organizzative.

3. I METODI PATRIMONIALI

3.a. Cenni introduttivi

I metodi patrimoniali si fondano sul principio secondo cui il valore dell'azienda è rappresentato dal suo patrimonio netto rettificato, calcolato come differenza tra i valori correnti delle poste di attivo e passivo dello Stato Patrimoniale, espressi alla data della valutazione. Sostanzialmente il principio su cui si basano è quello dell' "evidenza" degli specifici elementi attivi costituenti il patrimonio aziendale, considerate nel contempo anche le voci del passivo. Tutte le voci del passivo sono prese in considerazione, mentre quelle dell'attivo possono suddividersi in tre classi che, rappresentano tre diverse modalità operative di rappresentazione della valutazione, tali sono:

1. *Voci contabilizzate*: sono costituite da tutti i beni materiali, oltre a taluni beni immateriali di utilità pluriennale, quali ad esempio, per le imprese industriali, i costi di R. & S.
2. *Voci immateriali non contabilizzate*: ossia *asset* che non risultano contabilizzati, ma che presentano un valore di mercato.
3. *Altre voci immateriali*, non contabilizzate e senza valore di mercato.

Conseguentemente la determinazione del valore del capitale economico dell'impresa potrà realizzarsi con metodologie differenti tra loro e precisamente:

A. Metodi patrimoniali semplici

Noti e diffusi nella realtà operativa di tutte le imprese, sono finalizzati alla individuazione del "capitale netto rettificato" (comprendente solo gli elementi attivi del sopracitato gruppo 1).

B. Metodi patrimoniali complessi

Comprendono la valorizzazione specifica di alcuni beni immateriali, utilizzando particolari procedimenti e si suddividono ulteriormente in due categorie:

A.1 *Metodi patrimoniali complessi analitici*: comprendono anche i beni immateriali non capitalizzati, purché con valore di mercato (voci attive di cui ai precedenti punti 1 e 2). La loro valutazione, tuttavia, deve essere motivata e documentata.

A.2 *Metodi patrimoniali complessi empirici*: comprendono anche i beni immateriali di cui al precedente punto 3. Si tratta sostanzialmente di beni immateriali la cui valorizzazione si basa su parametri e formule dedotti dai comportamenti negoziali degli operatori sul mercato.

3.b. I metodi patrimoniali semplici

Nella pratica, i metodi patrimoniali semplici, risultano i più utilizzati e diffusi in tutte le categorie di imprese. Essi, nella fase iniziale di valutazione dell'impresa, sono indirizzati alla quantificazione del "Capitale netto di bilancio" o *Net asset value* (NAV), rilevato da una situazione patrimoniale contabile. Il netto determinato comprende anche l'utile dell'esercizio, purché non sia stata decisa la sua distribuzione sotto forma di dividendi. Da questo valore contabile si procede ad effettuare le seguenti ulteriori operazioni:

- a) Analisi e revisione delle voci contabili attive e passive, onde verificarne la consistenza (es.: adeguata contabilizzazione di crediti e debiti, degli accantonamenti, ecc.).
- b) Ricalcolare in base a valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari (titoli, partecipazioni, immobilizzazioni tecniche, giacenze di magazzino), esprimendo in tal modo le plusvalenze e/o le minusvalenze derivanti da queste operazioni.

Riguardo al punto a) è di fondamentale importanza effettuare un'approfondita revisione contabile da parte di professionisti o di società specializzate. Tale revisione è diretta a verificare e confortare la corretta contabilizzazione di tutti gli elementi patrimoniali, in dettaglio:

- Tutte le attività e le passività dovranno essere state contabilizzate.
- Le poste attive devono essere collegate a documenti inventariali certi.
- I crediti siano realmente esigibili ed espressi in base alle reali possibilità di recupero.
- Gli accantonamenti del passivo rispecchino quanto realmente o con buona probabilità maturato (fondi rischi, fondi per spese future, riserve tecniche, ecc.).

- I valori di ratei e risconti siano determinati analiticamente e comprovati.
- Siano correttamente valutati i rischi insiti nei conti d'ordine o non espressi del tutto (garanzie a favore di terzi, effetti scontati, fidejussioni, rischi di regresso, ecc.).
- Annullare o ricalcolare eventuali riserve improprie.
- Valutazione sulla congruità dell'accantonamento TFR.

Queste operazioni potranno essere omesse o quantomeno ridotte nel caso di bilanci già certificati da società di revisione

Dalle operazioni condotte in sede di revisione contabile potrà emergere una serie di rettifiche positive o negative, in particolare attinenti:

- *La valutazione dei crediti*: è frequentemente utilizzata la prassi di applicare la normativa fiscale riguardo gli accantonamenti per rischi su crediti. Tale modalità di calcolo può rivelarsi insufficiente l'effettivo rischio di credito, pertanto si deve fare una stima del possibile valore di recupero dei crediti. Questa operazione risulta particolarmente delicata e importante in particolare per il sistema bancario, per il quale con l'attuale crisi economica, determina forti rischi di inesigibilità o sofferenza nei valori esposti all'attivo (stress test del sistema bancario). Vanno segnalati anche i crediti verso società consociate, che si trovino in situazioni di palese difficoltà; tali crediti andranno valutati considerando questo aspetto.
- *La verifica di congruità dei fondi*, in particolare quelli attinenti il trattamento di fine rapporto del personale e altri equivalenti (fondi di quiescenza). Si tratta di convalidare i procedimenti adottati ed i calcoli effettuati.
- *Verifica delle riserve tecniche delle compagnie d'assicurazione*, di fondamentale importanza per le imprese che operano nei vari rami

assicurativi (vita, auto, danni), in quanto la rilevanza degli importi in gioco può comportare differenze notevoli in valore assoluto. Le riserve tecniche indicano qualsiasi riserva di denaro gestito dalla compagnia assicuratrice per far fronte ai sinistri avvenuti e che non si sono verificati. Si distinguono in riserva matematica in base ai premi puri; riserva spese di gestione; riserva per sovra premi sanitari e professionali; riserve premi e sinistri per le assicurazioni complementari. Gli attivi di cui l'azienda deve disporre per far fronte a tali riserve devono essere idonei sia da un punto di vista qualitativo, che quantitativo.

3.c. Gli immobilizzi materiali

Questa tipologia di asset è normalmente presente in ogni categoria di imprese, anche se assume un'importanza più rilevante nel caso del settore industriale. Per la valutazione degli immobilizzi tecnici si può far riferimento ai valori di mercato, ma poiché ci si riferisce sempre a beni correntemente utilizzati, non sempre si dispone di questo dato. In alternativa si possono adottare criteri alternativi quali “costo di rimpiazzo a nuovo” o il “costo di ricostruzione”. Questi concetti esprimono il costo derivante dall'acquisto o dalla costruzione di fabbricati, macchinari, impianti e attrezzature, basati su tecnologie e materiali correnti, atti a sostituire il bene utilizzato producendo analoga utilità. Definito il costo “a nuovo” sarà necessario operare una serie di abbattimenti di valore per individuare:

- *Il deperimento fisico*: che esprime la perdita di valore prodotta dall'utilizzo del bene. Questo concetto può essere calcolato in modo oggettivo applicando un valore percentuale riferito alla vita tecnica residua del bene (coefficiente di deperimento).

- *L'obsolescenza funzionale*: che si riferisce alla perdita di valore conseguente a specifici fattori riferiti al singolo cespite. Viene anche suddivisa in “eccesso di investimento” che riflette un minor valore del cespite a causa di innovazioni tecnologiche e di materiali che compaiono in cespiti simili e in “obsolescenza operativa”, riferita ad un minor valore conseguente all'incremento dei livelli produttivi e/o dalla riduzione dei costi operativi ottenibili con un nuovo cespite.
- *L'obsolescenza economica*: che rappresenta una perdita di valore del cespite dovuta a fattori esterni all'impresa (localizzazione, sottoutilizzo della capacità produttiva dell'impianto, ecc.). La stima in questa circostanza avverrà capitalizzando i costi in eccesso.

Immobili civili

Mentre per la generalità delle imprese la frequenza di stima di questi asset risulta limitata, nel caso delle compagnie di assicurazione e delle società immobiliari assume particolare importanza. Per questa seconda categoria gli immobili possono dividersi tra quelli oggetto d'investimento e quelli destinati alla vendita, nel primo caso la stima può risultare complessa. I criteri adottati per la valutazione di questi cespiti sono tre:

- a) Il costo di ricostruzione*: è costituito dal valore corrente dell'area e del costo di costruzione di un immobile con caratteristiche analoghe a quello oggetto di stima. Il valore “a nuovo” espresso dovrà essere corretto in base allo stato di conservazione dell'edificio o di altri fattori di obsolescenza.
- b) Il valore di mercato*: fa riferimento ad una scala di valori per beni analoghi, entro la quale va collocato l'immobile da stimare. I prezzi di riferimenti

Calcolare il valore di Imprese e Asset Aziendali

impiegati nella determinazione della scala devono basarsi su criteri rigorosi e, pertanto, devono essere numerosi, attendibili e recenti.

c) *Il valore di capitalizzazione del reddito*: ottenuto applicando al reddito netto o lordo prodotto dal cespite la formula della rendita perpetua ($V=R/i$).

Relativamente invece agli immobili destinati alla vendita la stima deve essere necessariamente effettuata in base ai prezzi di mercato.