



Come calcolare il valore di un'azienda: 5 metodi a confronto

Matteo Tambalo, Angelo Tiziani

20.9.2023

Tempo di lettura: 3'

Le metodologie di stima del valore aziendale possono essere sintetizzate in cinque gruppi: patrimoniale, reddituale, misto patrimoniale-reddituale, finanziario e dei multipli. In cosa consistono?

In occasione dei **processi di passaggio generazionale** e di **ricambio della compagine societaria** a essi connessi talvolta, nell'ambito di operazioni strutturate, accade che in parallelo al trasferimento delle partecipazioni (solitamente gratuito mediante donazione o patto di famiglia) ai discendenti prescelti vi sia anche – in contemporanea o successivamente – l'**apertura del capitale a terzi** (mediante aumenti dedicati o quotazione in borsa) oppure la **cessione di parte delle partecipazioni a soggetti terzi**.

In tali situazioni, l'imprenditore vuole **preventivamente conoscere il valore delle proprie partecipazioni** e quindi della propria realtà aziendale, essendo, di conseguenza, sempre opportuno effettuare una valutazione dell'azienda prima di procedere con la definizione del prezzo.

Le fasi del processo di valutazione aziendale

La valutazione in particolare, come esplicitato all'interno dei principi italiani di valutazione è un documento che contiene un **giudizio sul valore di un'attività** (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) o **una passività** fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che si sviluppa attraverso cinque fasi:

- a) la formazione e l'apprezzamento della base informativa;
- b) l'applicazione dell'analisi fondamentale;
- c) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi di valutazione;
- d) l'apprezzamento dei principali fattori di rischio;

- e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Le metodologie del valore aziendale

Il presente contributo si prefigge l'obiettivo di **analizzare le metodologie di stima principali**, le quali possono essere sintetizzate in cinque gruppi di metodi (patrimoniale, reddituale, misto patrimoniale-reddituale, finanziario e dei multipli), al fine di consentire all'imprenditore di avere una panoramica delle **modalità mediante le quali il valore della sua azienda verrà stimato**, essendo esso, come anticipato, punto di **partenza per la definizione del "prezzo"** da applicarsi nelle diverse situazioni che possono verificarsi nell'ambito dei passaggi generazionali e dei conseguenti ricambi di compagine sociale con, anche, eventualmente, l'ingresso di terzi soggetti (fondi, investitori privati ecc.) ovvero anche riferimento utile in operazioni mediante le quali si faccia ricorso al cosiddetto "patto di famiglia" ove è necessario, come noto, determinare l'ammontare delle "compensazioni" dovute ai legittimari non assegnatari.

Metodo patrimoniale

Tale metodo prevede che il valore dell'impresa corrisponda alla **somma algebrica delle attività e delle passività** della stessa, alle quali vanno altresì sommati o sottratti i **potenziali vantaggi fiscali** derivanti dalle plusvalenze latenti e i **potenziali svantaggi fiscali** derivanti invece dalle minusvalenze latenti. In tale metodo di valutazione è dunque dapprima prevista un'identificazione complessiva delle attività e passività dell'impresa, per poi valutarne l'effettivo valore economico (che potrebbe differire dal valore contabile, dando luogo all'emersione di eventuali plusvalori o minusvalori); di seguito si stimano gli oneri fiscali e i vantaggi fiscali associati alle plusvalenze e minusvalenze fiscali latenti per addivenire infine alla quantificazione del valore patrimoniale dell'impresa. Il metodo patrimoniale **viene utilizzato principalmente nella valutazione delle holding**, imprese che tendenzialmente hanno come unico scopo quello di detenere la proprietà di uno o più beni, spesso immobili o partecipazioni, ma viene utilizzato anche per valutare **imprese industriali** che abbiano al loro interno un attivo composto in misura rilevante da immobilizzazioni sia materiali che immateriali, eventualmente confrontando poi i risultati con altre metodologie.

Metodo reddituale

- Il metodo reddituale considera i **flussi di reddito attesi per una specifica attività**, attualizzati a un tasso che considera puntualmente il profilo di incertezza sulla possibilità di ottenere tali flussi di reddito. Il metodo reddituale può essere impiegato nelle varianti:
 - **asset side**, laddove il reddito è rappresentato dal Nopat, il reddito operativo al netto delle imposte calcolate sullo stesso (non viene dunque considerata la componente finanziaria);
 - **equity side**, laddove si considera invece il reddito netto.

Tale metodo viene utilizzato nel caso di **individuazione del valore di imprese che hanno raggiunto una condizione di sostanziale equilibrio** e per le quali, nell'immediato futuro, non è prevedibile l'implementazione di investimenti impattanti.

Metodo finanziario

Mediante l'utilizzo del metodo finanziario il valore dell'impresa è dato da:

- flussi di cassa attesi, per l'attività oggetto di analisi, in uno specifico orizzonte temporale;
- valore terminale, dato dai flussi di cassa attesi oltre il periodo di previsione analitica;
- tasso di attualizzazione dei flussi che ne consideri il rischio di conseguimento.

Anche nel metodo finanziario vi sono la **variante asset side** (flussi finanziari a disposizione di tutti i finanziatori) e la **variante equity side** (flussi finanziari a disposizione dei soli azionisti).

Il metodo finanziario **viene utilizzato prevalentemente quando l'attività dell'impresa si trova in un momento di evoluzione o involuzione**, laddove dunque si è in presenza di flussi attesi futuri dipendenti dalla mole di investimenti che verranno effettuati e dall'evoluzione prevedibile del mercato di riferimento.

La **variante asset side** viene preferita in particolare laddove si è in presenza di imprese che gestiscono una pluralità di attività oppure laddove vi è la presenza di beni non strumentali: in entrambi i casi la metodologia asset side è consigliabile in quanto distingue i flussi di cassa associati alle differenti fattispecie; nelle altre casistiche si può utilizzare invece la **variante equity side**. Per l'utilizzo di tale metodo è necessario disporre di un piano, fornito dal management della società valutata, avente un orizzonte di 3-5 anni.

Metodo misto patrimoniale-reddituale

In base a tale metodo, **il valore dell'impresa è dato dalla somma di:**

- il valore patrimoniale dell'impresa stimato con il metodo patrimoniale e, dunque, rettificato degli eventuali plusvalori e minusvalori;
- il valore attuale dei sovraredditi o sottoredditi attesi.

I sovraredditi e i sottoredditi sono calcolati ponendo a confronto il reddito netto atteso con il reddito netto che esprime il rendimento congruo delle risorse investite nell'impresa. Tale metodo, diffuso nella prassi valutativa, viene impiegato in quanto permette di esplicitare la capacità dell'impresa di creare valore attraverso l'impiego delle risorse a sua disposizione. Vengono difatti considerati sia i valori patrimoniali che la redditività dell'attività svolta.

Metodo dei multipli

Il metodo dei multipli consente di stimare il valore di un'impresa considerando i prezzi negoziati nel mercato relativi ad imprese comparabili. In particolare, i multipli sono un rapporto tra:

- un prezzo individuato nel mercato, a numeratore;
- una specifica grandezza aziendale, a denominatore, rappresentata generalmente da una misura di performance economica (es. Ebitda, Ebit, utile, ricavi) o dalla consistenza patrimoniale (es. patrimonio netto, capitale investito netto).

Ai fini della costruzione del multiplo, grande importanza comporta **l'identificazione di un gruppo specifico di imprese comparabili** per attività svolta, dimensioni, modello di business, livello di indebitamento rispetto all'impresa target. Considerando l'aspetto della confrontabilità del campione di imprese analizzate, così come le modalità di determinazione dei moltiplicatori, è un metodo che nasconde diverse insidie; pertanto, risulta utilizzabile solamente nel caso di una base informativa adeguatamente approfondita.

Una volta individuato il valore dell'impresa attraverso la disamina dei diversi metodi valutativi, eventualmente anche utilizzando più di uno di essi raffrontandone le risultanze e vedendo anche qual è il valore medio fra essi, è possibile procedere con la determinazione e negoziazione del prezzo per la vendita o comunque avere il valore di riferimento per le operazioni enunciate in premessa e le conseguenti considerazioni e negoziazioni.

(Articolo scritto in collaborazione con Angelo Tiziani, dottore commercialista collaboratore dello Studio Rigbini e Associati)