



12. La valutazione delle aziende in perdita - La scelta dei metodi di valutazione

- Profili e problemi valutativi delle aziende in perdita
- Metodi di valutazione applicabili
- Relazioni tra valore economico - capitale di bilancio - valore di mercato delle imprese

Prof. Antonio Tessitore
venerdì 19 aprile 2013



Le componenti del valore (W_P) delle aziende in perdita

$$W_P = f(K; I; C \cdot v^j; R_n \cdot v^i; V_f \cdot v^n; SA)$$

LEGENDA

K = valore corrente del capitale

I = asset intangibili

C = capitali integrativi

R_n = Risultato economico annuo prospettico

n = durata del periodo di risanamento

v^j, v^i, v^n = coefficienti di attualizzazione dei
rispettivi valori

V_f = Valore terminale

SA = *Surplus Asset* (beni non strumentali)

A) Analisi preliminare delle perdite

B) Metodi di valutazione applicabili

C) Valore di liquidazione



A) Analisi preliminare delle perdite

□ I fattori determinanti le perdite passate

- **di sistema:** legati a fenomeni economici, politici e sociali
- **settoriali:** legati ai mercati specifici di collegamento del business
- **aziendali:** riguardanti l'assetto produttivo – distributivo – direzionale – patrimoniale/finanziario

□ La struttura delle perdite

- profilo economico – finanziario - patrimoniale

□ Proiezione futura dei risultati economici

- Piano di risanamento aziendale
- *Budget* (flessibili e scorrevoli) credibili

□ La misura del *badwill* (durata illimitata o limitata?)



B) Metodi di valutazione applicabili

$$W_P = K_P - B$$

W_P = valore dell'azienda in perdita

K_P = capitale solo parzialmente rettificato

B = misura del *badwill*

☞ Metodo misto di valutazione

✍ *Capitalizzazione limitata del sottoreddito*

- Verifica reddituale delle stime patrimoniali
- Rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili

Livello di R

Formula

$$0 < R < Ki$$

$$W_P = K + (R - Ki) a_{n-i}$$

con l'applicazione della tecnica della rivalutazione controllata e verificando che $i \geq i'$

$$R < 0$$

$$W_P = K - \Sigma P \quad \text{in cui } K = \text{rivalutazione controllata del patrimonio}$$

ΣP = perdite attese per i prossimi esercizi (n limitato)
in valore assoluto o attualizzato



C) Valore di liquidazione

➡ Valore nell'ipotesi di cessazione o liquidazione volontaria dell'azienda

Il valore di liquidazione costituisce il limite inferiore per la valutazione di aziende in perdita

Il caso-limite di un “prezzo negativo” dell'azienda trasferita

A SUPPORTO DELLA LEZIONE DEL 19 APRILE 2013

**CASO DI VALUTAZIONE DI UNA
PARTECIPAZIONE TOTALITARIA IN UNA
IMPRESA INDUSTRIALE, CON
INSUFFICIENTE REDDITIVITÀ PER UNA
CONGRUA REMUNERAZIONE DEL
CAPITALE INVESTITO**

Fonte: Giorgio Pellati - Luigi Rinaldi, Il Sole 24 Ore - Milano 2008



Metodi di valutazione a confronto: caratteristiche differenziali

Metodi	Logica	Caratteristiche particolari	Vantaggi	Limiti
Metodi patrimoniali	Il valore dell'azienda deriva principalmente dalla sua struttura patrimoniale	Si suddividono ulteriormente in semplici, complessi di primo grado e di secondo grado (valorizzazione dei beni immateriali)	<ul style="list-style-type: none"> ■ Bassa incidenza di ipotesi soggettive ■ Facilità di applicazione e di controllo 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ipotizzano una completa scindibilità degli elementi del capitale dell'azienda ■ Non premiano la capacità dell'azienda di generare flussi di reddito o di cassa ■ Difficoltà nella stima dei valori immateriali ■ Staticità della valutazione
Metodi reddituali	Il valore dell'azienda dipende dalla capacità di generare risultati economici positivi	<ul style="list-style-type: none"> ■ I redditi possono essere determinati con varie metodologie ■ A seconda delle ipotesi di manifestazione dei redditi futuri si applicano diverse formule matematiche di attualizzazione 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Premiano le aziende efficienti e capaci di generare flussi di reddito ■ Valutazione dinamica della gestione 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Non apprezzano la consistenza patrimoniale della società ■ Alcuni metodi ipotizzano una stabilità e rigidità di mercato e dei redditi nel tempo ■ Scarsa significatività in alcuni settori
Metodi misti	Esprimono il valore dell'azienda in funzione sia del patrimonio che della capacità di generare saggi di remunerazione superiori al normale	Il metodo più diffuso è il U.E.C. Complesso (Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari) che attualizza il sovra/sottoreddito generato dall'azienda secondo la formula della vita limitata	<ul style="list-style-type: none"> ■ Completezza di valutazione (patrimoniale e reddituale) ■ Quantificano il sovra/sottoreddito che l'azienda è in grado di generare 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Risentono dei limiti sia dei metodi patrimoniali che reddituali ■ Possibilità di errore nell'approssimazione dei tassi e nella stima del sovra/sottoreddito
Metodi finanziari	Determinano il valore di un'azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa futuri	<ul style="list-style-type: none"> ■ Si distinguono in metodi levered e unlevered ■ Influenza del terminal value nella valutazione complessiva 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Sono i metodi ritenuti più razionali ■ Evidenziano la capacità dell'azienda di produrre flussi finanziari ■ Valutazione dinamica della gestione 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aumento delle variabili in gioco, ipotesi spesso non realistiche ■ Difficoltà di stima delle ipotesi che influenzano i flussi di cassa ■ I flussi di cassa stimati oltre un certo numero di anni sono meno attendibili
Metodi di mercato	Determinano il valore di un'azienda sulla base del prezzo di mercato di società/transazioni comparabili	<ul style="list-style-type: none"> ■ I multipli si possono suddividere in asset side ed equity side ■ Bisogna prestare attenzione alla differenza tra prezzo e valore ■ Spesso vengono impiegati come metodi di controllo 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Di semplice applicazione e comprensione ■ Esprimono prezzi rappresentativi derivanti da negoziazioni di mercato 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Metodi di dubbia razionalità scientifica ■ Difficoltà nel trovare comparables omogenei ■ I prezzi di borsa registrano possibili distorsioni legate a fenomeni particolari

Fonte: V. Conca, 2010



Relazioni tra W - C_B - W_M

(in ipotetiche condizioni di equilibrio)


W = capitale economico

C_B = capitale di bilancio

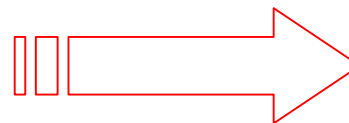
W_M = valore di mercato

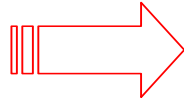
▲ Relazione $W \leftrightarrow C_B$

$$W = \frac{R_n}{i} \quad \text{ROE} = \frac{R_n}{C_B}$$


$$\frac{W}{C_B} = \frac{R_n}{C_B} \cdot \frac{1}{i} = \frac{\text{ROE}}{i}$$

DA CUI





$$W = \frac{ROE}{i} \cdot C_B$$

ROE	W / C_B
$= i$	$= 1$
$> i$	> 1
$< i$	< 1

$$\text{profitto} \Rightarrow ROE - i$$



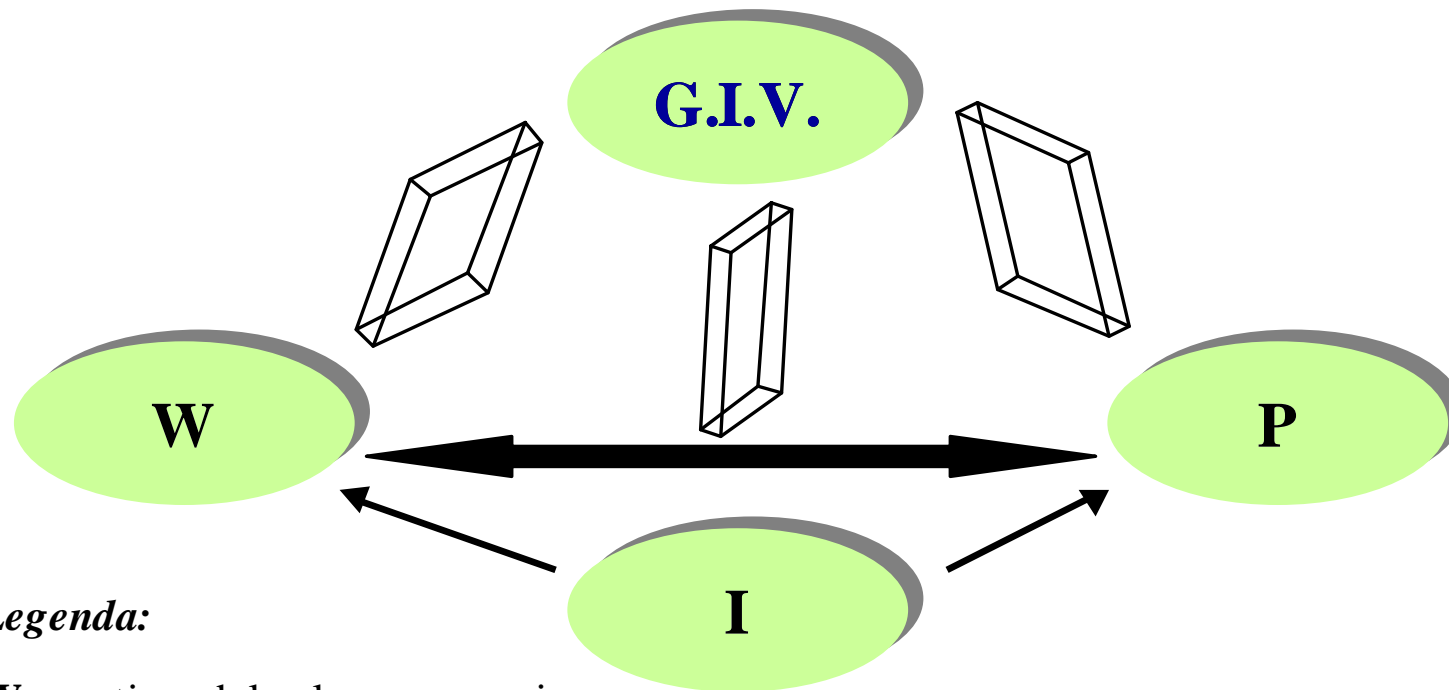
fondamento economico del valore del C di impresa

▲ RELAZIONE $W \leftrightarrow W_M$

☞ nei mercati finanziari perfetti

$$W \equiv W_M$$

IL GIUDIZIO INTEGRATO DI VALUTAZIONE DELLE IMPRESE



Legenda:

W = stima del valore economico

I = base informativa

P = prezzi comparabili

Fonte: L. Guatri, 2000