

La rivalutazione delle quote societarie con il Discounted Cash Flow

di [Alessandro Scaranello](#)

Pubblicato il 21 Maggio 2024

Entro il 30 giugno è possibile rivalutare le quote di partecipazione societarie detenute, pagando un'imposta sostitutiva del 16%. Come si valuta il valore di una quota di partecipazione? Oggi analizziamo il metodo del Discounted Cash Flow che attualizza i flussi di cassa prospettici.

Alcune premesse sulla rivalutazione delle quote societarie con il Discounted Cash Flow

La legge di bilancio 2024 ha riproposto le disposizioni relative alla rivalutazione di terreni e partecipazioni societarie non quotate. La norma prevede l'applicazione di un'imposta sostitutiva del 16%, con versamento da effettuarsi entro il **30 giugno 2024**, previa redazione della **perizia giurata di stima**. I professionisti incaricati debbono effettuare la valutazione della società interessata scegliendo la metodologia da loro ritenuta più idonea. Il **discounted cash flow (DCF)** è probabilmente il metodo di valutazione più apprezzato ed utilizzato nella pratica internazionale, sui mercati finanziari e nel *Private Equity*. Tuttavia, richiede una base informativa non sempre disponibile, costituita dai **flussi di cassa prospettici**, possibilmente derivanti da un **business plan** che esprima le dinamiche economiche, patrimoniali e finanziarie aziendali prevedibili negli esercizi futuri. E' un metodo molto adatto per valutare *start up* e realtà aziendali in sviluppo, meno adatto per valutare aziende con elevata patrimonializzazione e scarsa movimentazione finanziaria.



La scelta dei flussi di cassa

Il metodo finanziario DCF stima il "valore economico aziendale" sulla base dell'attualizzazione dei flussi

di cassa attesi, cui viene generalmente aggiunta l'attualizzazione del valore residuo aziendale, cioè il valore del complesso aziendale al termine del periodo di attualizzazione dei flussi derivanti dalla previsione esplicita. Se per la stima si utilizzano gli *unlevered cash flow* il valore cui si perviene è di tipo *Asset side*, espressivo quindi dell'*Enterprise Value*; in caso di utilizzo dei *levered cash flow*, invece, si perviene direttamente alla determinazione dell'Equity. Nella versione **Asset side**, la più utilizzata nella prassi, come flussi di cassa vengono assunti gli *unlevered cash flow* così determinati:

Fatturato

- Costi della produzione

= Risultato Operativo (EBIT)

- imposte sull'EBIT

+ Ammortamenti

+ Accantonamenti e altre voci non monetarie

= Flusso di circolante della gestione corrente

+ variazione di capitale circolante netto

+ variazione di capitale fisso (investimenti)

= Flusso di cassa operativo netto

Come già rilevato, in tal modo il valore che si ottiene è quello del Capitale operativo, e per ottenere il valore economico del capitale dell'azienda occorrerà sommare (+-) la **posizione finanziaria netta** esistente alla data della valutazione. Per la scelta dell'orizzonte temporale da assumere ("t"), denominato anche **periodo di previsione esplicita**, in genere si fa riferimento alla durata dei piani pluriennali con cui sono stati calcolati i flussi di cassa prospettici, e che dovrebbero riguardare tutto il periodo di sviluppo e/o ampliamento dell'azienda, sino all'entrata "a regime".

Il tasso di attualizzazione

Per la determinazione del tasso con cui attualizzare gli *unlevered cash flow* in genere viene utilizzato il

w.a.c.c. (weighed average costo of capital), ovvero il “*costo ponderato del capitale investito medio*”, determinato attraverso il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Tale modello stabilisce una relazione fra **rischio e rendimento**. Il CAPM è di fondamentale importanza per la disciplina della valutazione aziendale, perché analizzando il rischio percepito dagli investitori in capitale di rischio, e calcolando il rispettivo rendimento atteso, si comprende qual è il costo che l’impresa deve sostenere per remunerare gli investitori, individuando, parallelamente, il tasso al quale attualizzare i flussi. Il tasso da adottare, infatti, deve almeno essere pari al costo dei capitali che finanziano l’impresa, e in particolare **sia dei capitali di terzi finanziatori** che quelli **forniti dagli azionisti**. Il costo medio ponderato del capitale investito è quindi un tasso rappresentativo del costo delle varie forme di finanziamento delle attività aziendali, mediate in funzione del rispettivo peso sulla struttura finanziaria. Per le imprese di piccole e medie dimensioni è bene considerare se applicare le maggiorazioni previste dall’OIC nel documento “*Impairment e Avviamento*”. Anche i PIV raccomandano l’introduzione di una maggiorazione al tasso di attualizzazione dei risultati attesi (*firm size premium* PIV III.2.3). Poiché in genere il w.a.c.c. assume valori diversi ogni anno, il flusso di cassa di ciascun anno può essere attualizzato al relativo w.a.c.c.: al flusso di cassa del primo anno si applica il w.a.c.c. del primo anno, a quello del secondo anno, il w.a.c.c. medio dei primi due anni $[(w.a.c.c. 1 + w.a.c.c.)/2]$, e così via. Il valore residuo aziendale, può essere attualizzato al w.a.c.c. medio di tutti gli anni considerati. Nella prassi, tuttavia, spesso viene utilizzato un unico w.a.c.c. scelto opportunamente dall’esperto valutatore.

Il terminal value

Il valore residuo aziendale (**terminal value**) andrebbe calcolato solo se si ritiene che la realtà aziendale, al termine del periodo di previsione esplicita, raggiunga effettivamente una fase “*inerziale*”, in cui si stabilizzano redditi, flussi, investimenti, ammortamenti. Tale valore residuo viene in genere determinato attualizzando la **rendita (perpetua o limitata** ad un certo numero di anni) dei flussi monetari o dei redditi (reddito netto o **N.o.p.a.t.**) che si ritiene l’azienda sia ancora in grado di produrre dopo il periodo di previsione esplicita. In assenza della stima di tali flussi o redditi, in genere si fa riferimento al valore che essi assumono all’anno “t”, o alla media di tutti gli anni considerati, in ogni caso previa opportuna **normalizzazione**. Occorre, inoltre, valutare se applicare a tali flussi un **fattore di crescita (g)**. Come **tasso di attualizzazione** del terminal value si continua in genere ad utilizzare lo stesso utilizzato per attualizzare i flussi di cassa relativi al periodo di previsione esplicita.

La valutazione delle quote societarie

Se oggetto della valutazione non è l’intero complesso aziendale, ma una quota di maggioranza o di

minoranza della compagine sociale, il professionista potrebbe porsi la domanda se prevedere un adeguato **premio**, o uno **sconto**, da applicarsi sulla valutazione della quota di partecipazione, in base al grado di controllo e di liquidità della stessa. Tuttavia, tali aggiustamenti **non sono dovuti** per le perizie giurate di stima finalizzate a rivalutare il valore di carico fiscale della partecipazione. L'[art. 5 comma 1 L. 28/12/2001 n. 448](#) prevede, infatti, che la stima della quota di partecipazione venga determinata quale frazione del patrimonio netto della Società alla data di riferimento. La valutazione, quindi, deve riguardare l'intera azienda e non le singole quote o titoli che compongono il capitale. Al valore della quota si perviene applicando, al valore complessivo così determinato, la percentuale di partecipazione al capitale sociale, senza tener conto di premi di maggioranza e/o sconti di minoranza.

NdR: potrebbe interessarti anche... [La valutazione di aziende e quote societarie con il metodo reddituale L'importanza dei Principi Italiani di Valutazione \(PIV\) nelle perizie di rivalutazione delle quote societarie](#)

Alessandro Scaranello Martedì 21 maggio 2024

Software Valutazione Aziendale (con relazione)

di Net Consulting - Commercialista Telematico

Software per stimare il valore di aziende e quote di partecipazione. E' anche possibile valutare il costo e la convenienza della rivalutazione della quota. Il programma è adatto sia per CTU (perizie giurate, trasformazioni, fusioni etc.) che per perizie di parte. Costantemente aggiornato sia a livello normativo che metodologico. Versione 2023.

Valutazione Aziendale è il software della gamma Top Value per **stimare in modo professionale il valore di aziende e quote di partecipazione**, utilizzando e confrontando i diversi **Metodi di Valutazione**, di natura sia economica che finanziaria, conformi ai *Principi Italiani di Valutazione (PIV)*:

- Metodo patrimoniale puro
 - Metodo reddituale
- Metodo misto patrimoniale-reddituale
- Metodo finanziario D.C.F.



- Metodo dei Multipli
- Metodo E.V.A.

Il programma è adatto sia **per CTU** (perizie giurate, trasformazioni, fusioni etc.) che **per perizie di parte**.

[**SCOPRI DI PIU' >**](#)