

# La valutazione d'azienda - parte II: il metodo finanziario e i metodi misti

di [Commercialista Telematico](#)

Pubblicato il 18 Gennaio 2006

Approfondiamo la valutazione d'azienda con il metodo finanziario e con i metodi misti. (a cura di Umberto Fruttero)

## Valutazione d'azienda con i metodi misti

Nella precedente trattazione [La valutazione d'azienda: il metodo patrimoniale e il metodo reddituale](#) si è avuto modo di analizzare, pur sinteticamente, i metodi patrimoniale e reddituale; strettamente legato a tali concezioni valutative è un terzo criterio, ossia, quello misto, anche se sarebbe più corretto parlare al plurale, in quanto, la dottrina aziendalistica, propone **due differenti algoritmi**:



a) Metodo del valore medio

b) Metodo della stima autonoma dell'avviamento

### Metodo del valore medio

Il “ metodo del valore medio” è di semplice rappresentazione ed è dato dalla seguente formula:

$$W = (K + R/i)/2$$

La modalità di determinazione delle variabili K (patrimonio netto rettificato), R (reddito medio prospettico normalizzato) sono state indicate nella prima parte, per cui ad essa si rimanda.

La variabile “i” rappresenta il tasso di remunerazione del capitale ed è dato dal rendimento medio del settore in cui l’azienda opera (i valori oscillano da un minimo del circa 4/6% per le aziende assicurative a circa 10/15% per aziende teatrali o cinematografiche; comunque il dato potrà essere acquisito con l’osservazione statistica del mercato di riferimento o tramite consultazione di riviste e/o siti specializzati).

Qui è sufficiente evidenziare il fatto che, a differenza dei metodi precedentemente esaminati, questo criterio, “cerca” di contemperare le due componenti che, sino ad ora, sono state tenute separate, ossia quella patrimoniale e quella reddituale.

Ciò che si intende ottenere, tramite l’utilizzo di questo modello valutativo, è di comprendere, nel valore dell’azienda, anche l’avviamento.

In proposito la teoria maggiormente sostenuta, da dottrina e giurisprudenza, è quella secondo cui l’avviamento consiste nella capacità dell’azienda di produrre profitti (teoria dell’Ascarelli).

Nella formula di cui sopra non viene esplicitamente indicato il valore dell’avviamento, esso è, infatti, valutato implicitamente, tramite la valorizzazione di “R”.

E’ stato, tuttavia, rilevato (A.Panepinto) che in caso di reddito medio prospettico uguale o prossimo allo zero, il valore economico della azienda sarebbe dato dalla metà del valore di “K”, il che porterebbe, evidentemente, a un risultato non sufficientemente rappresentativo della realtà aziendale.

### **Metodo della stima autonoma dell’avviamento**

Sicuramente, dotato di maggiore significatività, è invece il “metodo della stima autonoma dell’avviamento”, il che comporta la valorizzazione di tale grandezza, tramite l’ausilio della seguente formula, relativa alla valutazione di una azienda con durata limitata nel tempo (3/5 anni):

---

$A = (R - Ki) a$ _____	
n	i'

R = reddito medio prospettico normalizzato

K = patrimonio netto rettificato

i = tasso di rendimento del patrimonio

i' = tasso di attualizzazione del sovra – reddito

n = anni di durata dell'avviamento

I valori di R e K sono noti; "i" rappresenta il tasso di remunerazione del patrimonio investito e coincide con rendimento medio del settore in cui l'azienda opera (tesi preferita dalla dottrina); tuttavia è ammissibile utilizzare il tasso calcolato per il metodo reddituale che può, empiricamente, corrispondere alla sommatoria del tasso di rendimento dei titoli di stato a medio – lungo termine, maggiorato del premio per il rischio; "i'" rappresenta, invece, "il compenso finanziario dovuto al trascorrere del tempo" e corrisponde al tasso privo di rischio (al netto della componente inflazionistica, se i redditi che hanno condotto al valore "R", sono stati assunti in termini reali).

In conclusione la **formula** del metodo della stima autonoma dell'avviamento è:

$$W = K + A$$

In cui A può essere rappresentato come  $= (R - K_i) \cdot \left[ \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right]$

Nel caso in cui si intenda valutare un'azienda a durata illimitata la formula è la seguente:

$$W = K + (R - K_i) / i'$$

## La valutazione d'azienda col metodo finanziario

Tale categoria metodologica si sostanzia nella individuazione del valore della azienda in funzione della capacità della stessa di produrre flussi di cassa.

Se tali flussi di liquidità saranno assunti al lordo degli oneri finanziari allora il criterio valutativo di tipo finanziario viene definito "unlevered" (più utilizzato); nel caso in cui, invece, i flussi di cui sopra siano assunti al netto dell'incidenza degli oneri finanziari, allora il metodo finanziario assume la denominazione di "levered".

L'equazione rappresentativa del metodo finanziario, è data da:

$$? \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t} + \frac{V_r}{(1+i)^n}$$

In cui:

? = sommatoria per "t" che va da 1 a "n";

$FC_t$  = flusso di cassa disponibile al tempo t (t = 1, 2, 3...n); i = tasso di attualizzazione;

$V_r$  = valore residuo dell'azienda

Dovrà essere determinato il valore di FC per ognuno degli anni del periodo temporale di riferimento, che la prassi attesta in un massimo di 5 anni.

Il valutatore dovrà, quindi, predisporre una serie di bilanci previsionali; essi avranno la funzione di fornire i dati necessari al fine di calcolare il flusso di cassa atteso per ciascuno dei periodi assunti a base per la valutazione.

La **formula di riferimento per il calcolo del flusso da cassa** (con il metodo *unlevered*) è la seguente:

Utile netto d'esercizio (fatturato-costi operativi)

+ oneri finanziari

- proventi finanziari

+ imposte dell'esercizio

= reddito lordo

- imposte ricalcolate

= reddito operativo

+ ammortamenti

+/- accantonamenti (FTR) e altri fondi

+/- incrementi/decrementi capitale fisso

+/- incrementi/decrementi capitale circolante

+/- incrementi/decrementi debiti m.l.termine

= **flusso di cassa (FCt) o "free cash flow"**

Una volta determinati i flussi di cassa attesi, sarà necessario stabilire il valore da attribuire al tasso di attualizzazione.

Nel caso che il metodo finanziario adottato sia “levered” il tasso impiegato sarà dato dalla somma del tasso privo di rischio (titoli di Stato pluriennali) e del premio per il rischio (C.A.P.M.).

Nel caso si propenda per il criterio “unlevered” (generalmente il più adottato) il tasso di attualizzazione è dato dal costo medio ponderato del capitale (il c.d. WACC, *Weighted Average Cost of Capital*) il quale può essere rappresentato dalla seguente formula:

$$i = [ (t1+ r)m ] + (d [p(1-z)])$$

in cui:

t1 = tasso di rendimento per gli investimenti privi di rischio;

r = premio per il rischio;

m = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito;

p = tasso che l'azienda può ottenere sul mercato finanziario;

z = aliquota dell'imposta marginale;

d = percentuale dei debiti finanziari sul totale del capitale investito;

Infine, l' ultima incognita della **formula** del metodo finanziario è rappresentata dal “**valore residuo aziendale**”, il quale potrà essere determinato secondo una delle seguenti modalità:

1. **capitale netto di liquidazione** (differenza tra attivo e passivo patrimoniale, come risulta dal bilancio finale di liquidazione);

2. **stima reddituale** (attualizzazione del reddito medio degli ultimi 3/5 anni);
3. **valore finanziario** (stima del valore patrimoniale aziendale rettificato dei flussi di finanziamento e di investimento);

**Leggi anche:**

[La valutazione d'azienda \(parte III\): il metodo dei multipli](#)

[La valutazione delle aziende alla luce dei nuovi Principi Italiani di Valutazione](#)

a cura di Umberto Fruttero

18 Gennaio 2006

**Bibliografia**

- 1) Appunti del seminario formativo su "Valutazione d'azienda" presso Ordine Dottori Commercialisti di Roma, intervento del Prof. Tiziano Onesti;
- 2) "Metodologie e determinazioni quantitative d'azienda" appunti del Prof. Giuseppe Grossi dell'Università degli studi di Siena;
- 3) "Il C.A.P.M.", lezione 7<sup>a</sup> di Econometria dei Mercati Finanziari, Prof. Gianni Amisano dell'Università degli studi di Brescia;
- 4) Studio sulla "Situazione patrimoniale, economica e finanziaria dei Consorzi Agrari" effettuato nel 1954 dal dott. Umberto Fruttero;
- 5) "La valutazione del capitale economico dell'impresa" (E.Fusa/G.Guatri);

- 6) “La valutazione d’azienda” in Settimana Fiscale (L.Butti/C.Girardi);
- 7) “Ragioneria applicata e professionale” (Astolfi/Negri)
- 8) “Trattato sulla valutazione delle aziende” (Guatri/Bini);
- 9) “La valutazione d’azienda” (D.Balducci);
- 10) “ Le operazioni straordinarie”, cap.7 “Il Manuale del Commercialista” (A.Panepinto);
- 11) “Valutazione di aziende: metodi finanziari” in Guida alla Contabilità & Bilancio (A.Cioccarelli);