

Il commercialista telematico

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE **CON PARTICOLARE RIFERIMENTO AL METODO E.V.A.**

§ 1. Premessa

Il problema della valutazione di un complesso aziendale o di parte di esso è sempre stato di notevole importanza. Si procede alla valutazione di un'azienda per una serie di ragioni, le più frequenti sono:

1. fornire informazioni agli investitori e ai finanziatori a vario titolo sulla reale consistenza patrimoniale dell'azienda;
2. valutare l'azienda, sia dal punto di vista reddituale che dal punto di vista patrimoniale, in vista di una sua cessione o acquisizione;
3. redigere il bilancio alla luce dei nuovi principi contabili internazionali che hanno sostituito il "tradizionale" costo storico con il "fair value".

La determinazione del valore da attribuire a un'azienda non è compito facile e spesso bisogna avvalersi dell'ausilio di persone con elevata professionalità che siano in grado di valutare in maniera più che realistica le varie componenti di quella universalità di beni che è l'azienda, vale a dire gli immobili, gli impianti, i macchinari, il software e l'hardware e via discorrendo. Non va trascurato, poi, il valore dell'avviamento cioè il "prezzo" delle qualità positive possedute dall'impresa: la clientela selezionata, i fornitori qualificati, il personale dipendente specializzato e altri fattori che fanno dell'azienda una buona azienda.

Nell'ambito di una cessione aziendale, ad esempio, il valore è determinato da un semplice accordo tra le parti (cedente e cessionario) scaturito dalla convinzione, se non altro di carattere psicologico, che ambedue siano convinti di aver fatto un buon affare. È questa la premessa indispensabile per determinare il valore di un'azienda.

Il risultato finale di una valutazione aziendale dipende da una serie di variabili, esterne ed interne, che possono essere riassunte nello schema che qui di seguito si riporta:

Variabili esterne	Variabili interne
Andamento generale dell'economia	Attitudine dell'azienda a produrre reddito
Andamento generale del settore in cui opera l'azienda da valutare	Assetto organizzativo dell'azienda da valutare e rendimenti attesi

Dall'attenta analisi di questi fattori legati sia a condizioni generali dell'economia di un Paese (variabili esterne), sia a condizioni che riguardano più da vicino la realtà aziendale (variabili interne), scaturisce il valore di un complesso aziendale. Alla definizione di tale valore si arriva seguendo una serie di metodi più o meno noti ma tutti equamente validi e efficaci.

Il commercialista telematico

§ 2. Il metodo reddituale

Partendo dall'assunto che l'azienda è un complesso di beni in grado di produrre reddito, la sua valutazione scaturisce da una duplice analisi: il capitale proprio o, meglio, il capitale complessivamente investito nell'attività aziendale e la sua capacità di produrre redditi nel futuro.

Il metodo reddituale valuta, essenzialmente, i rendimenti attesi di una attività economico-aziendale. Tali rendimenti sono così ottenibili:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove "W" è il valore dell'azienda; "R" è il reddito medio atteso e "i" è il tasso di attualizzazione. Quella qui sopra descritta è la formula matematica della rendita perpetua, infatti si può immaginare l'azienda come un complesso di beni in grado di produrre rendite positive per un tempo indeterminato. Provando a sostituire dei valori numerici alle lettere e ipotizzando che il tasso di attualizzazione sia del 4% e che il reddito medio atteso sia di 50.000 € si otterrà un valore complessivo dell'azienda (W) pari a:

$$W = \frac{50.000}{0,04} = 1.250.000$$

Nel caso in cui si volesse determinare il valore di un'azienda per un periodo di tempo determinato sarà necessario usare la formula delle rendite posticipate per la durata di un certo numero di anni:

$$W = \frac{R (1 + y)^n - 1}{y (1 + y)^n}$$

laddove "W" è il valore dell'azienda; "R" è il reddito medio atteso; "y" è il tasso di attualizzazione; "n" è l'arco temporale, espresso in anni, per il quale si prevede che l'azienda realizzi dei profitti.

Sostituendo delle cifre alle lettere, nell'ipotesi che si voglia determinare il valore di un'azienda sapendo che il reddito medio atteso per i prossimi cinque anni sia di 50.000 € e che il tasso di attualizzazione sia del 4%, la formula sopra descritta viene così riscritta:

$$W = \frac{50.000(1 + 0,04)^5 - 1}{0,04 (1 + 0,04)^5} = 1.249.979,45$$

Confrontando i risultati delle due formule sopra illustrate si nota che in realtà i valori si discostano di poco, pertanto se l'arco temporale fosse maggiore di quello definito nell'esempio, si otterranno risultati sempre più prossimi a quello ottenuto con la formula della rendita perpetua.

Il commercialista telematico

La formula sopra descritta, pur essendo poco utilizzata nella pratica è, a parere di chi scrive, più precisa perché tiene conto dei cicli economici che investono le attività produttive nel periodo medio-breve (5 anni in questo caso) – come si fa a fare una previsione economica più che attendibile per un arco temporale superiore a cinque anni, tenendo conto delle interdipendenze economiche sempre più strette tra i vari settori produttivi? – non va trascurato, quindi, il fatto che si tratta di rendimenti soggetti all'alea e alle abilità professionali degli operatori all'interno dell'azienda che si intende valutare.

Tuttavia la formula della rendita perpetua, nella pratica comune è preferita a quella della rendita posticipata per una serie di motivi:

1. è difficoltoso prevedere il momento estintivo di un'azienda;
2. l'azienda è, di per sé, destinata a produrre pertanto, non c'è alcun interesse aprioristicamente determinato a volerla estinguere;
3. la formula della rendita perpetua e quella della rendita posticipata, nel lungo termine danno luogo a differenze trascurabili. Gli esempi numerici illustrati sopra già costituiscono un valido esempio.

Il metodo appena illustrato, per chiarezza espositiva, è stato notevolmente semplificato e non tiene conto degli effetti inflazionistici che possono esserci sui rendimenti attesi, ma, lo si ribadisce, tale metodologia non si discosta notevolmente dalla realtà.

§ 3. Il metodo patrimoniale

Questo metodo consiste nel valutare analiticamente ciascuno degli elementi, attivi e passivi, che compongono il capitale dell'azienda.

Per una corretta valutazione col metodo patrimoniale si parte da una situazione contabile ben definita in cui compaiono tutti gli elementi del capitale aziendale che si intende valutare e, successivamente, si procede alla valutazione delle singole voci. Di solito gli elementi del passivo restano invariati anche dopo la valutazione, mentre quelli dell'attivo, in particolare le immobilizzazioni materiali e l'attivo circolante, subiscono delle modifiche. Un semplice esempio potrà essere di ausilio:

l'azienda "Alfa" presenta, a una certa data, la seguente situazione contabile patrimoniale

Attività	Importo €	Passività	Importo €
<i>Immobilizzazioni</i>		<i>Debiti a breve termine</i>	
Fabbricati	150.000	Debiti v/fornitori	80.000
Impianti	200.000	<i>Fondi ammortamento</i>	
Attrezzature	40.000	F. amm.to Fabbricati	50.000
<i>Attivo circolante</i>		F. amm.to Impianti	110.000
Magazzino	90.000	F. amm.to Attrezzature	35.000
Crediti v/clienti	160.000	<i>Fondi rischi e oneri</i>	
- Disponibilità	50.000	Fondo TFR	40.000
		Fondo svalut. crediti	5.000
		Totale passivo	320.000
		Capitale Netto Contabile	370.000
Totale attivo	690.000	Totale a pareggio	690.000

Il commercialista telematico

Alcune di queste voci vengono "rettificate" per una corretta valutazione nel modo seguente:

fabbricati valutati 150.000 €; impianti valutati 80.000 €; magazzino valutato 85.000 €; stralciati crediti ritenuti inesigibili per 5.000 €; le altre voci restano invariate.

Ne consegue che il valore del capitale netto rettificato è di 400.000 € infatti:

Attività	Importo €	Passività	Importo €
<i>Immobilizzazioni</i>		<i>Debiti a breve termine</i>	
Fabbricati	150.000	Debiti v/fornitori	80.000
Impianti	80.000		
Attrezzature	5.000		
<i>Attivo circolante</i>			
Magazzino	85.000		
Crediti v/clienti	150.000	<i>Fondi rischi e oneri</i>	
- Disponibilità	50.000	Fondo TFR	40.000
		Totale passivo	120.000
		Capitale Netto Rettificato	400.000
Totale attivo	520.000	Totale a pareggio	520.000

I dati esposti nella tabella non evidenziano alcuni valori (fondi di ammortamento e fondo svalutazione crediti) in quanto i valori in essa contenuti sono già al netto delle relative poste rettificative. La differenza che emerge tra il capitale netto rettificato (400.000 €) e il capitale netto contabile (370.000 €) è di 30.000 € che costituisce un ulteriore elemento positivo nella valutazione complessiva dell'azienda, pertanto può essere iscritto in bilancio come "avviamento".

§ 4. Il metodo misto (reddituale-patrimoniale)

Un'alternativa ai metodi sopra illustrati, può essere rappresentata dall'adozione di un sistema misto nella valutazione delle aziende che concilia gli aspetti positivi del metodo reddituale e di quello patrimoniale. Il metodo misto infatti, presenta le seguenti caratteristiche:

- elabora un'analisi del patrimonio aziendale;
- considera non secondari gli aspetti legati alla capacità dell'azienda di produrre redditi in futuro.

In definitiva il metodo misto viene preso in considerazione soprattutto in sede di contrattazione di un complesso aziendale in funzione di una sua, eventuale, cessione.

Esempio:

un'azienda è valutata col metodo reddituale 250.000 €, mentre col metodo patrimoniale il suo valore è di 310.000 €. In sede di contrattazione per una eventuale cessione dell'azienda il suo valore può essere determinato con una semplice media aritmetica tra i due valori:

$$\frac{250.000 + 310.000}{2} = 280.000 \text{ (valore attribuito all'azienda)}$$

Il commercialista telematico

Il valore che scaturisce dalla formula sopra riportata può essere maggiore o minore rispetto al capitale netto contabile, nel primo caso si avrà un avviamento positivo (goodwill), nel secondo caso, per le aziende scarsamente redditizie o in perdita, si avrà un avviamento negativo (badwill). In altri termini ciò significa che il metodo misto pone in modo prioritario l'accento sulla determinazione dell'avviamento aziendale. Quest'ultimo metodo è essenzialmente empirico e tiene conto sia del patrimonio netto rettificato sia di un parametro identificabile nella redditività dell'azienda.

§ 5. Il metodo E.V.A.

I metodi finora illustrati non tengono conto dell'operato e delle capacità manageriali di coloro che consentono all'azienda di conseguire risultati positivi. *L'Economic Value Added* (E.V.A.), che in italiano può essere tradotto come "valore economico aggiunto", si muove proprio in questa direzione. L'E.V.A. è, in buona sostanza, un indicatore in grado di valutare il buon andamento delle scelte aziendali nonché, in sede di analisi di bilancio, stabilire il maggior valore creato nell'azienda in virtù delle scelte aziendali. Dai dati esposti in bilancio e in particolare nel Conto Economico, non si evince il valore creato nell'azienda, è necessario, perciò, ricorrere a degli strumenti extracontabili. Questo metodo di valutazione, di origine anglo-sassone, è stato elaborato circa quindici anni fa ed è subito diventato di attualità traendo origine dal fatto che qualunque attività economica deve essere in grado di coprire i cosiddetti "oneri figurativi" vale a dire quei costi che non figurano in bilancio ma che l'azienda sostiene per lo svolgimento dell'attività. Essi sono:

1. stipendio direzionale cioè la remunerazione per il lavoro svolto all'interno dell'azienda dal titolare dell'impresa (basti pensare a una ditta individuale);
2. rendimento del capitale investito cioè se il capitale investito per l'esercizio dell'attività sia più o meno remunerativo rispetto a investimenti alternativi (investimento in titoli del debito pubblico ad esempio). Se il rendimento è maggiore rispetto a altri investimenti alternativi si potrà dire che l'attività è redditizia altrimenti l'investimento nell'attività economica sarà più che altro un onere.

Concentrando l'attenzione sulla valutazione col metodo E.V.A. applicata a imprese di dimensioni medio-grandi, tale metodo muove i suoi passi dall'analisi della remunerazione di tutto il capitale investito (capitale di rischio e capitale di debito) nell'azienda servendosi di determinate operazioni. Il costo del capitale di debito è facilmente determinabile in quanto è rappresentato dagli oneri finanziari sostenuti nell'esercizio dall'azienda per pagare il danaro preso in prestito da una banca (ad esempio) e si determina, in termini percentuali, nel seguente modo:

oneri finanziari dell'esercizio
----- %
capitale di debito

Più difficile è conoscere il costo del capitale di rischio rappresentato dal valore delle azioni in possesso dei soci-azionisti, semplificando il più possibile l'argomento, si può affermare che il costo del capitale di rischio è determinato dal rendimento che i soci-azionisti otterrebbero se quella stessa somma di denaro anziché impiegarla nell'attività economica fosse impiegata in investimenti a bassissimo rischio (titoli del debito pubblico a esempio), poichè la specifica attività imprenditoriale presenta un maggior rischio, lo si può compensare con una maggiorazione di 3 punti percentuali rispetto agli investimenti caratterizzati da un basso rischio. Esempio: se gli investimenti a basso rischio hanno un rendimento del 4%, mentre il rischio per l'attività imprenditoriale esercitata è compensato

Il commercialista telematico

con una maggiorazione del 3% in più rispetto ai rendimenti a basso rischio, si può affermare che il costo del capitale di rischio è, per l'azienda, pari al 7% (3% + 4%). Occorre ora fare una media delle remunerazioni del capitale di rischio e del capitale di debito per conoscere il costo (medio) del capitale complessivamente investito nell'azienda. Da tutto ciò premesso si desume che il costo medio del capitale complessivamente investito è pari al risultato della seguente formula:

$$\text{costo medio del capitale di rischio} \times \frac{\text{capitale proprio}}{\text{totale impieghi}} + \frac{\text{oneri finanziari}}{\text{capitale di debito}} \times \frac{\text{capitale di debito}}{\text{totale impieghi}}$$

Esempio:

capitale di debito: € 800.000; capitale di rischio (che coincide col capitale proprio) € 1.000.000; tasso di rendimento degli investimenti a basso rischio 4%, maggiorazione legata al rischio dell'attività imprenditoriale 3% (costo del capitale di rischio 4% + 3% = 7%); oneri finanziari dell'esercizio € 75.000. riferendosi alla formula si otterrà un costo medio del capitale complessivamente investito pari a:

$$7\% \times \frac{1.000.000}{1.800.000} + \frac{75.000}{800.000} \times \frac{800.000}{1.800.000} = 7,97\%$$

il risultato così ottenuto indica che il capitale complessivamente investito ha un costo del 7,97%, pertanto per produrre valore l'azienda deve avere un tasso di rendimento superiore a tale cifra. Una più attenta analisi di questo dato porta a considerare che l'azienda per produrre valore deve avere un rendimento, o meglio un reddito operativo, superiore al 7,97% altrimenti anziché creare valore lo distrugge, il metodo E.V.A., infatti, tende ad accertare proprio il fenomeno in cui l'azienda pur producendo degli utili (come mostra il bilancio) in realtà ha un rendimento del capitale investito, determinabile attraverso l'indice dell'analisi di bilancio R.O.I. – *Return On Investment* –, inferiore al costo medio del capitale complessivamente investito.

Precisando che l'indice di bilancio R.O.I. è dato dal rapporto tra il reddito operativo e il totale degli impieghi, il "valore economico aggiunto" – E.V.A. *Economic Value Added* – è dato dalla seguente sottrazione:

$$\begin{array}{r} \text{Reddito operativo} \\ - \text{Costo medio del capitale complessivamente investito} \\ \hline = \text{E.V.A. (Economic Value Added)} \end{array}$$

Pertanto nella determinazione del valore di un'azienda col metodo E.V.A. bisogna tener conto dei seguenti fattori:

1. il valore del patrimonio netto rettificato;
2. il reddito operativo;
3. il costo medio del capitale complessivamente investito;
4. le attività finanziarie e le passività finanziarie.

I fattori di cui al punto 4 sono da prendere in considerazione perché rappresentano i mezzi con cui vengono "remunerati", da un lato, il capitale di rischio (attività finanziarie) che coincide con quello proprio dell'azienda e rappresenta un fattore incrementativo del valore aziendale, dall'altro, il capitale di debito (passività finanziarie) che, invece, figura come un elemento negativo del valore dell'azienda. In definitiva il valore di un'azienda col metodo E.V.A. si determina così:

Il commercialista telematico

Patrimonio netto rettificato

- + Reddito operativo (in termini assoluti)
- Costo medio del capitale complessivamente investito (in termini assoluti)
- Passività finanziarie
- + Attività finanziarie

= valore dell'azienda

Sostituendo dei valori alla formula sopra esposta il concetto apparirà più chiaro:

Patrimonio netto rettificato	€ 800.000
+ Reddito operativo (in termini assoluti)	€ 50.000
- Costo medio del capitale complessivamente investito (in termini assoluti)	€ 25.000
- Passività finanziarie	€ 60.000
+ Attività finanziarie	€ 80.000
<hr/>	
= valore dell'azienda	€ 845.000

Volendo considerare la valutazione di un complesso aziendale col metodo E.V.A., non più per un singolo esercizio, bensì per un orizzonte temporale più ampio, bisognerà apportare una modifica alla somma algebrica sopra riportata introducendo la formula per il calcolo delle rendite attualizzate. Perciò prendendo a riferimento il reddito operativo (€ 50.000 come nell'esempio prima illustrato) e considerandolo come una sorta di reddito medio atteso per i prossimi cinque anni ad un tasso di attualizzazione del 7% (ad esempio) si avrà che:

$$50.000 \times \frac{(1 + 0,07)^5 - 1}{0,07 \times (1 + 0,07)^5} = 202.465$$

In questo ultimo caso il valore dell'azienda dipenderà da quelle che sono le aspettative future sul reddito che potrà produrre nonché dal fatto che le attività e passività finanziarie restino costanti nel tempo, ipotesi che, per la concreta attuazione, richiede uno sforzo manageriale davvero notevole, ma si rende necessario per conoscere il vero valore della azienda e della sua capacità di produrre valore nel tempo. Esempificando l'argomento:

Patrimonio netto rettificato	€ 800.000
+ Reddito operativo per i prossimi cinque anni (in termini assoluti)	€ 202.465
- Costo medio del capitale complessivamente investito (in termini assoluti)	€ 25.000
- Passività finanziarie	€ 60.000
+ Attività finanziarie	€ 80.000
<hr/>	
= valore dell'azienda	€ 997.465

In conclusione si può affermare che il metodo E.V.A. per la valutazione delle aziende, pur nella sua complessità, si segnala per la sua esattezza nella attitudine a individuare quelle aziende che creano ricchezza. Tale metodo nasce dal fatto che l'economia di questi ultimi tempi si caratterizza per una serie infinita di incertezze e di rendimenti piuttosto limitati (proprio per le incertezze). Chi scrive ipotizza che il futuro delle aziende non è quello di

Il commercialista telematico

creare profitti, in termini assoluti, più elevati possibili, ma dipenda dalla capacità di restare sul mercato e di creare ricchezza. Questo modesto lavoro ha voluto provare a semplificare un problema di prepotente attualità.

Settembre 2006

Nicola Gravina