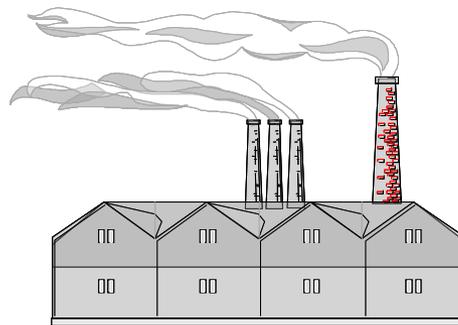


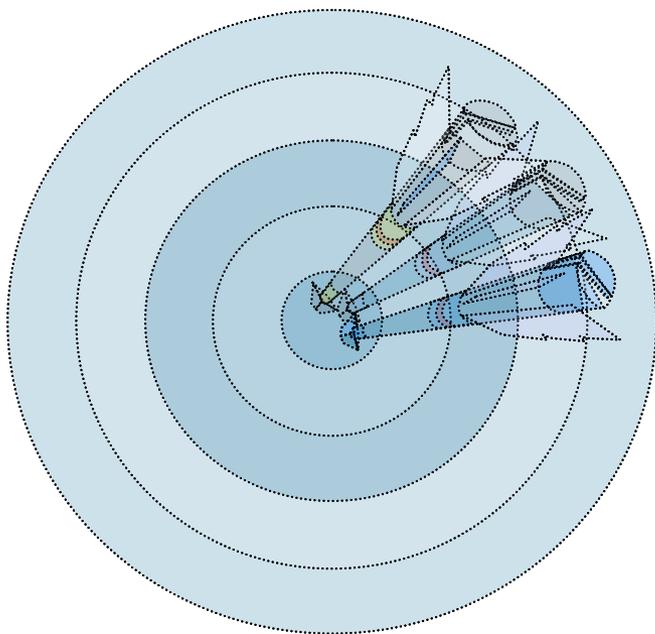
Oggetto della lezione

Il valore economico del capitale e l'avviamento

(sezione 12 del libro di testo)



Obiettivo della lezione



**Imparare a
misurare quanto
vale un'impresa**

Il problema

Contabilità e bilancio esprimono la **consistenza di reddito e capitale...**

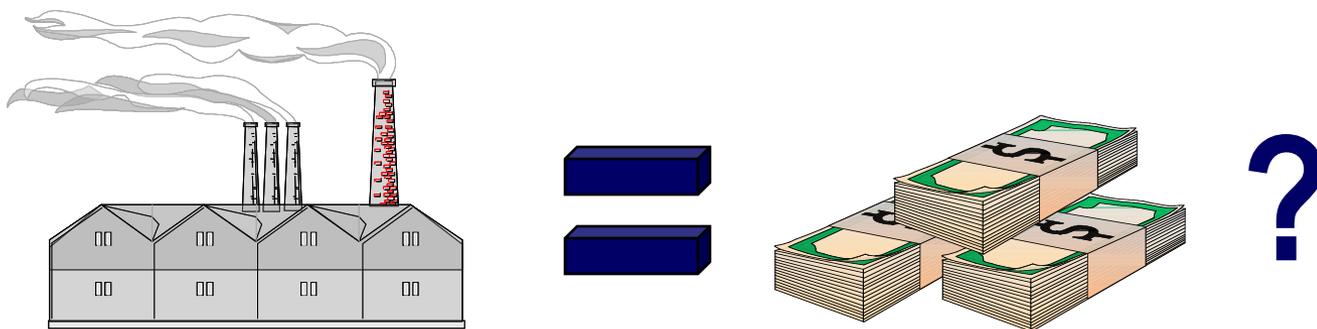
Valore dell'impresa?



No, perché:

- **Utilizzo di principi, tra cui quello prudenziale**
- **Necessità di valutare la capacità di creare reddito**

Derivare il valore di un'azienda



Al pari di qualunque altro bene diverso dal denaro, anche l'impresa non presenta un suo **valore originario**: il valore ad essa attribuibile deve ricavarsi dall'analisi della **somma di denaro necessaria per la sua acquisizione**. È cioè un **valore derivato**.

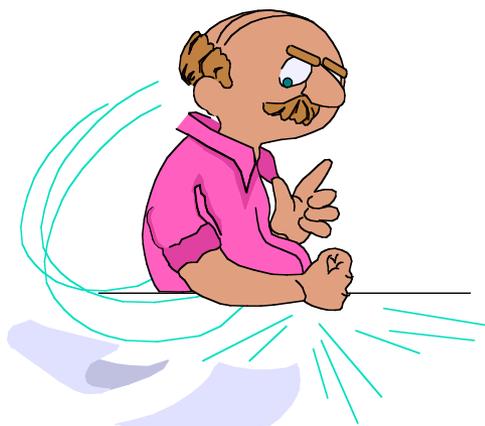
Il valore economico del capitale (W)

E' il valore della **combinazione sistemica di tutti gli elementi che formano l'azienda** (siano essi esplicitati o meno in bilancio)

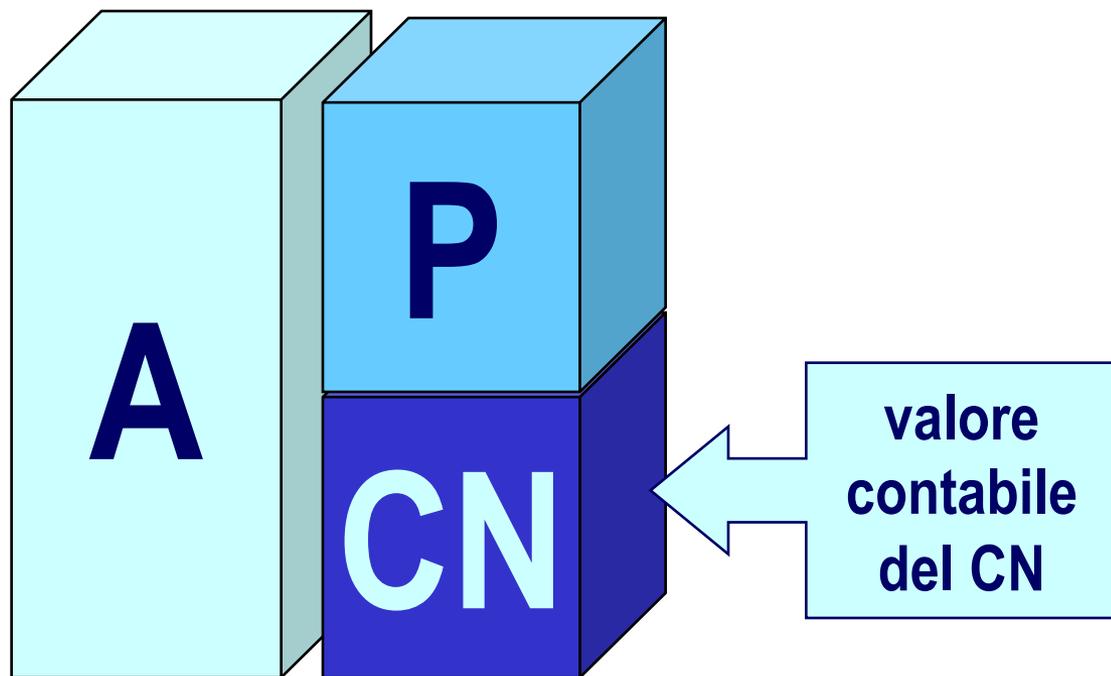
Il metodo di determinazione deve essere:

- razionale**
- dimostrabile**
- neutrale**

Un primo valore di riferimento



**il CN
espresso
in bilancio**



Tuttavia...



...il CN di bilancio
può non esprimere **il
reale valore** delle risorse
proprie dell'impresa!

Infatti...

*...i valori del capitale espressi in bilancio sono
profondamente influenzati dai **criteri di
valutazione di funzionamento e non considerano
molte immateriali non oggetto di scambio***

Affinché il CN esprima il valore economico del capitale:

1) La correzione di valori esistenti

2) L'aggiunta di valori non espressi dal sistema contabile

1) Le correzioni da apportare ad A e P

- **Immobili** Valore di mercato
- **Impianti e macchinari** Costo di sostituzione/riproduzione
- **Crediti** Esigibilità
- **Rimanenze di magazzino** Valori correnti

- **Fondi rischi ed oneri** Aggiornamento delle circostanze

2) Le integrazioni

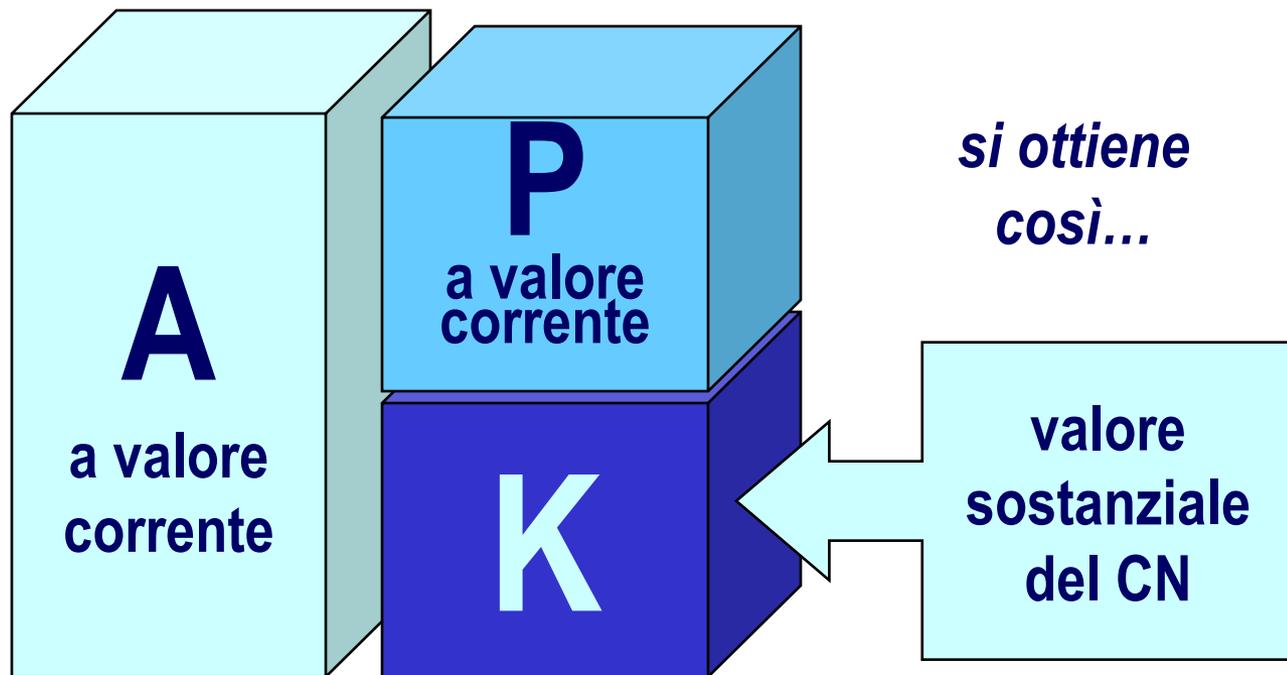
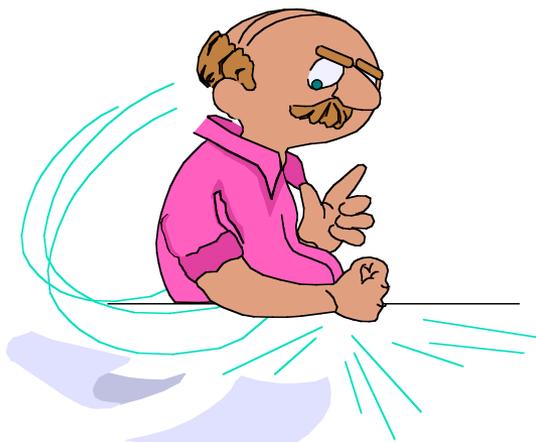
Immateriali non palesate in bilancio, ad esempio:

- marchi internamente generati
- know how aziendale
- portafoglio clienti
- capitale intellettuale

Si possono distinguere in:

- **immateriali di marketing**
- **immateriali di tecnologia**

Dunque...

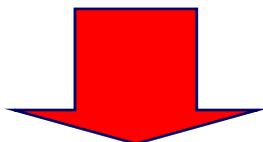


...bisogna esprimere le **A** e le **P** al loro **valore corrente**, integrando anche eventuali elementi immateriali non palesati

si ottiene così...

Abbiamo trovato ciò che cercavamo ?

No, poiché K è soltanto un'informazione patrimoniale che niente dice sulla capacità dell'azienda di produrre reddito in futuro

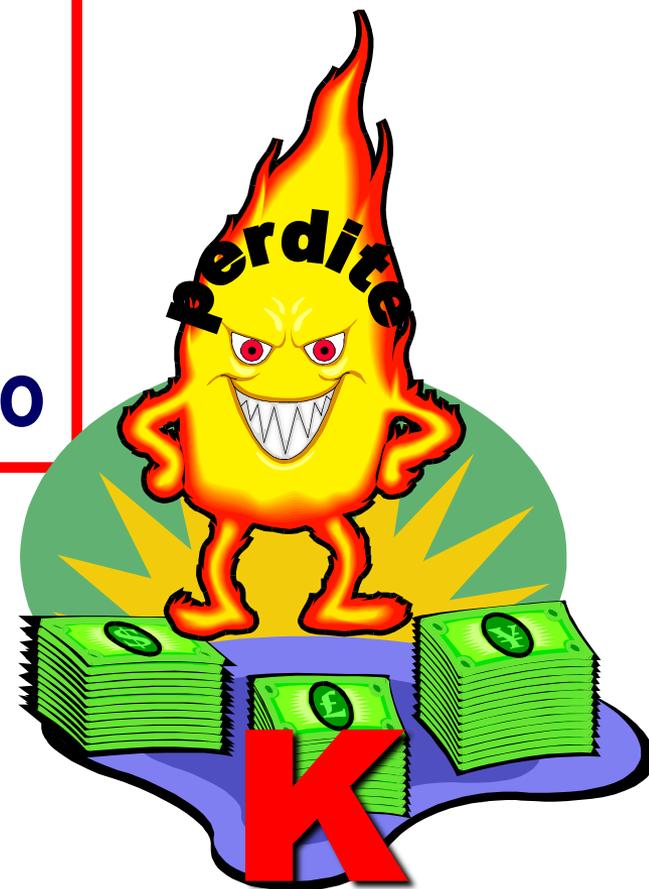


...infatti, qualsiasi imprenditore sa che la sua impresa vale in ragione del reddito che è in grado di produrre!

Infatti...

Un **K** anche cospicuo,
ma relativo ad un'impresa
che subisce forti **perdite**,
è destinato ad andare in fumo

*...con buona pace
dell'acquirente!*



Entra allora in gioco l'avviamento...

L'avviamento (A) è la capacità dell'azienda di produrre in futuro redditi superiori alle aspettative "normali" del soggetto economico...

... in altri termini si tratta di andare oltre l'equilibrio economico oggettivo!

- **Un valore di reddito futuro (R)**
- **Il tasso di remunerazione atteso (i)**



Ma come determinare il reddito futuro (R)?

R deve essere:

- **prospettico**
- **normalizzato**
- **medio**

...bisogna cioè cercare di prevedere il futuro in maniera razionale!



La scomposizione di “*i*” ...

Poiché “*i*” vuole identificare il tasso di rendimento che fa apparire congruo l’investimento nell’impresa...



oneri figurativi

Avviamento positivo

Laddove il rapporto fra reddito futuro (**R**) e capitale netto sostanziale (**K**) comporti una redditività maggiore del tasso di remunerazione (**i**), l'impresa presenta condizioni di **avviamento positivo**

$$\begin{aligned} (R / K) &> i \\ (R > K * i) \end{aligned}$$



Il VEC è allora dato dalla formula:

$$W = K + A$$

Questo è il cosiddetto

metodo misto patrimoniale-reddituale



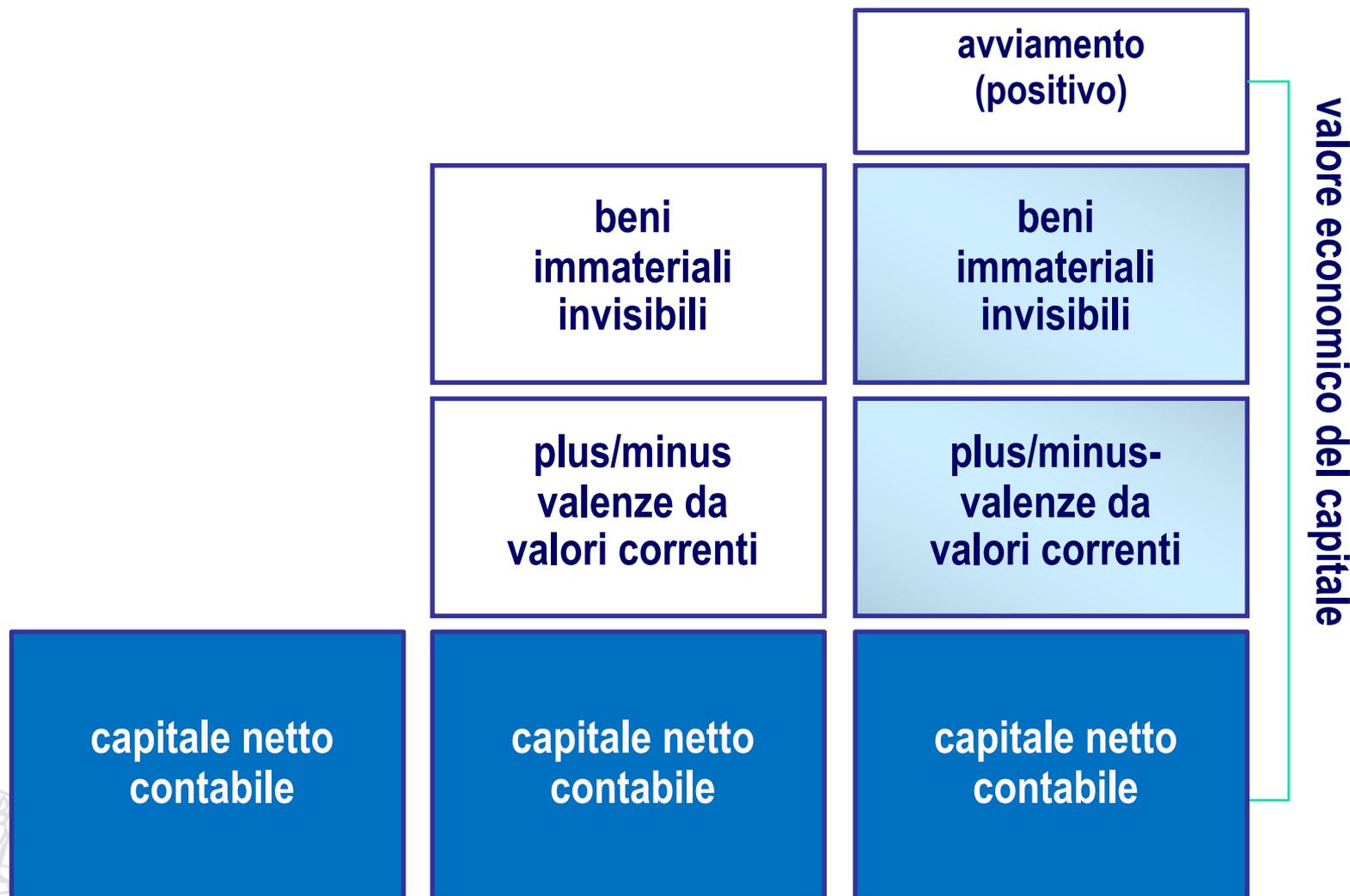
NB: l'avviamento non è altro che una riserva occulta di valore che si palesa nel momento della valutazione e/o della compravendita di un complesso aziendale.

Se iscritto in bilancio (immob. immateriali) vuol dire che l'azienda ha aggregato un altro complesso aziendale

CN

K

W



Resta da chiarire come si determina A...

Il valore di **A** è dato dalla **trasformazione dei sovraredditi futuri in un valore di capitale attuale**

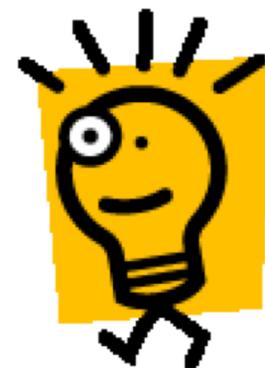
$$\text{Sovrareddito (S)} = R - (K \cdot i)$$

A questo punto S deve essere **attualizzato!**

Infatti, la differenza $R - (K \cdot i)$ è relativa a ciascuno degli anni futuri della nostra previsione...

L'attualizzazione può avvenire per un periodo di tempo:

- **illimitato**
- **limitato**



Le formule di matematica finanziaria

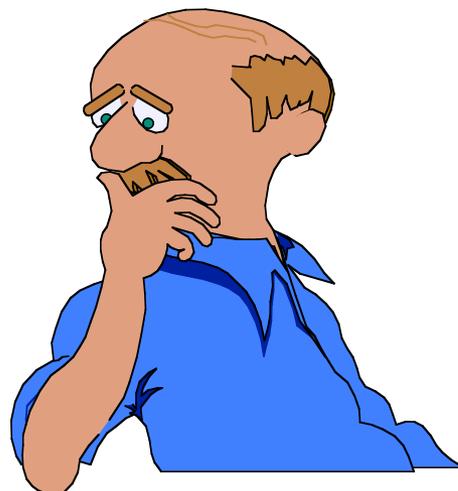
Tempo illimitato: $W = K + \frac{(R - Ki)}{i}$

Tempo limitato: $W = K + (R - Ki) * \frac{(1+i)^n - 1}{i (1+i)^n}$

Ovviamente se $R < K_i$...

...siamo di fronte ad un **disavviamento**
(badwill) che rende il W inferiore al K !

Ciò accade quando le prospettive di reddito
sono inferiori ai livelli di reddito normale.



Il metodo reddituale puro

In alternativa al metodo misto patrimoniale reddituale, si può utilizzare quello reddituale puro, **che consiste nel valutare l'azienda sulla base della capacità di generare redditi futuri (R) prescindendo dall'attuale dote patrimoniale (K)**



Metodo reddituale: le formule

Tempo illimitato: $W = \frac{R}{i}$

Tempo limitato: $W = R * \frac{(1+i)^n - 1}{i (1+i)^n}$

Anche in questo caso R deve essere:

- **prospettico**
- **normalizzato**
- **medio**

E si deve tenere conto di tutti (o quasi) gli OF!



I due metodi conducono a risultati diversi!

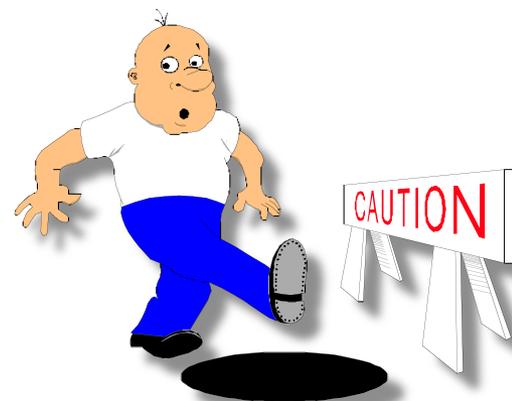
Metodo reddituale puro e metodo misto conducono a risultati diversi per molte ragioni:

- *In un caso si attualizza S , nell'altro R*
- *In un caso si tiene conto della dote patrimoniale rivalutata (K), nell'altra si prescinde da questa grandezza*
- *Secondo alcuni autori i tassi di attualizzazione dovrebbero essere diversi per R e per S*

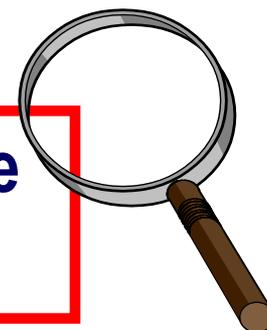
Ciò non è un limite, ma un'opportunità che consente al valutatore di ottenere diversi "range" di valore dai quali estrapolare il risultato ritenuto più obiettivo!

Si faccia però attenzione...

...il VEC rappresenta soltanto un punto di partenza nella contrattazione tra venditore e acquirente per la compravendita di un complesso aziendale funzionante...



...poiché l'effettivo prezzo di vendita dipende anche dalla **forza contrattuale delle parti...**



Il caso “Montagna”: vendo o non vendo?

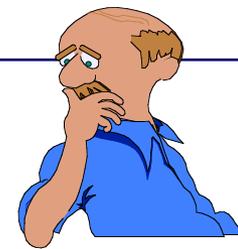
Il sig. Renzo Montagna è titolare dell’azienda “Climber” specializzata nella produzione di materiale sportivo in goretex per il trekking e l’outdoor.

Negli anni ‘90 è stato uno dei precursori nella commercializzazione su scala internazionale di questo nuovo materiale, tuttavia oggi l’ambiente competitivo è profondamente mutato.

Stanco di rischiare i suoi soldi in un’attività troppo esposta alla concorrenza di multinazionali di articoli sportivi, sta valutando se cedere l’impresa alla Ferrino SpA che ha offerto 500.000 €.

*Il sig. Montagna sa che il valore contabile del capitale netto è 400.000 € e che, anche riportando gli elementi di A e P a valori correnti, non si superano i **450.000 € di valore sostanziale del capitale netto**.*

A prima vista l’offerta di Ferrino SpA sembrerebbe “un buon affare” ma, per non correre rischi, il sig. Montagna decide di chiedere un parere a suo figlio Alberto, giovane economista aziendale...



Il caso “Montagna” ...

Il dott. Alberto Montagna valuta attentamente il problema tenendo in considerazione le performance economiche passate, la situazione attuale del mercato e le prospettive future del business. Le sue considerazioni sono così sintetizzabili:

- **il reddito prospettico medio normale annuo è ragionevolmente stimabile in 61.000 €**
- **i titoli di stato a lungo termine rendono oggi circa il 3% su base annua**
- **la propensione al rischio di suo padre è pari al 4%**
- **lo stipendio direzionale è stimabile in un ulteriore 1% su base annua**
- **i fattori critici di successo della “Climber” sono destinati a cedere la loro utilità per un periodo limitato di tempo pari a 15 anni**

Sulla base dei dati esposti, il dott. Montagna effettua una stima del “valore economico del capitale” per comprendere se accettare o meno la proposta di Ferrino SpA...

La soluzione con metodo misto

$$W = 450.000 + \left[(61.000 - 450.000 \cdot 0,08) \frac{(1,08)^{15} - 1}{0,08(1,08)^{15}} \right]$$

$$W = 663.987 \text{ €}$$

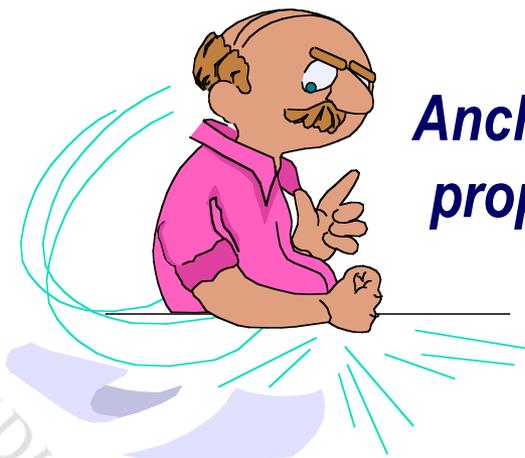


*Con questo metodo l'offerta
non è affatto conveniente!*

La soluzione con metodo reddituale puro

$$W = 61.000 \times \frac{(1,08)^{15}-1}{0,08 (1,08)^{15}}$$

$$W = 522.128 \text{ €}$$



Anche con questo metodo la proposta non è accettabile!

Le parole chiave



Valore sostanziale del capitale netto (K)

Reddito prospettico medio normale

Oneri figurativi

Tasso normale di remunerazione

Valore economico del capitale

Prezzo di vendita di un complesso

aziendale funzionante