

A.M.A. TOULOUSE- 23 OTTOBRE 2015

*I principali metodi
di valutazione d'azienda*

Relatore: Dott. Antonio Ortolani – Studio Ortolani

Milano, Via A. Locatelli n° 4 – tel. 02 66986995

Email: antonio.ortolani@studioortolani.it

Premessa

Poiché l'incontro di oggi è riservato a professionisti con certa e approfondita conoscenza delle tecniche contabili, non tratterò degli elementi specifici e quindi dei singoli conti che meritano una particolare attenzione durante una "due diligence" contabile, dandoli certamente per già conosciuti ed acquisiti. Premesso che in Italia non esiste una riserva di legge in tema di valutazioni a favore di alcun ente o categoria professionale, il mio intervento riguarderà l'esame dei principali metodi comunemente usati per le valutazioni aziendali, onde individuarne limiti, caratteristiche ed opportunità, certo che ogni professionista saprà farne l'uso migliore e più appropriato.

Primo metodo, ormai metodo standard tradizionale ma sovente insufficiente, è quello della stima patrimoniale, e cioè della riclassificazione del patrimonio netto;

- Questo sistema non è, nella generalità dei casi, soddisfacente perché esso fornisce solo una fotografia della situazione a prezzi correnti qualora si provveda a tutte le rivalutazioni, ma non tiene assolutamente conto dei valori prospettici espressi dalla componente reddituale, né dell'avviamento; inoltre, anche sotto l'aspetto della rivalutazione a prezzi correnti, non necessariamente tale rivalutazione è il metodo migliore per individuare o per valorizzare l'azienda.
- È però il sistema più semplice da applicare ed è quello che dà le maggiori garanzie sotto l'aspetto della cautela.

Tale metodo può però essere validamente usato ogni qual volta l'azienda oggetto d'indagine sia fortemente patrimonializzata, con plusvalenze latenti, o con redditività legata più alla natura dei singoli beni che non al coordinamento dei beni nel processo produttivo, ovvero allorché la componente reddituale non sia rilevante, o addirittura non sia significativa o rilevabile.

La formula tipica di questa valorizzazione è la seguente:

$$W = K_1 \text{ ovvero } W = (K_1 + P)$$

ove W è la valutazione ricercata e K_1 il valore del patrimonio netto (K) rettificato, tenendo conto delle plusvalenze latenti (P) al netto dell'eventuale carico fiscale.

Un secondo metodo generalmente accettato è il metodo della stima reddituale pura.

- La stima reddituale passa per la via della capitalizzazione del reddito e tale capitalizzazione può avvenire sulla base della media dei valori storici, o di un valore attuale, che è quello dell'ultimo reddito, oppure dei redditi attesi futuri, quindi con tre differenti ipotesi che portano necessariamente a risultati completamente diversi a seconda dell'andamento del trend di reddito.

É infatti evidente che a fronte di redditi crescenti il risultato dovrà essere inverso rispetto al caso di redditi decrescenti, anche se i valori medi fossero identici, in quanto occorre premiare l'attesa reddituale quale premessa della successiva distinzione tra valori odierni del capitale economico e valore potenziale.

Ovviamente nella individuazione dei redditi si rende necessario depurare i risultati di bilancio da tutte le componenti straordinarie, operando quindi una normalizzazione dei redditi noti.

La formula relativa all'ipotesi più conservativa, in ipotesi di reddito medio storico, è la seguente:

$$W = (K + \frac{Rm}{i})$$

W è la valutazione ricercata

K è il patrimonio netto rettificato

Rm è il reddito medio storico

i è il tasso di capitalizzazione con attenzione alla sola profittabilità del business.

Qualora si operi invece non sul reddito medio storico, ma sul reddito medio futuro (ma si tratta di una prima approssimazione), la formula da usare è sempre la stessa, ma il risultato ottenuto sarà generalmente notevolmente diverso in quanto notevolmente diverso dovrà essere il valore Rm da utilizzare.

Analogamente in molti casi può essere utile valutare quella che è la redditività del bene (generalmente l'azienda) rispetto a determinati fattori giudicati significativi, e che nel caso dell'azienda possono essere a volte il fatturato o a volte altri elementi quali il costo del venduto, oppure può essere utile verificare se certi parametri si muovono in modo anomalo rispetto ad altri parametri significativi, quali ad esempio il costo del personale o la rotazione del magazzino.

Sovente succede, soprattutto nelle aziende di servizi, che il fattore patrimoniale sia di entità trascurabile. E' allora necessaria una ulteriore riflessione.

L'elemento importante in questo contesto è il tasso di capitalizzazione in quanto la scelta del corretto tasso di capitalizzazione è il problema centrale nella stima con il metodo reddituale.

La formula che esprime in modo semplificato tale metodo - stima reddituale rettificata - è la seguente: $W = \frac{R}{i}$ ove

W è la valorizzazione ricercata

R è il reddito medio normale atteso

i è il tasso di capitalizzazione con riferimento anche all'insieme dell'investimento richiesto.

Quanto al reddito medio normale atteso teoricamente possono ipotizzarsi tre diverse ipotesi:

- il metodo dei risultati storici, che si basa sulla presunzione di ottenere anche in futuro i medesimi risultati già ottenuti in passato;
- il metodo di proiezione dei risultati storici, che consiste nel simulare i risultati futuri sulla base dei fatti passati integrati con le modifiche indotte dalle principali variabili che si ritiene debbano interagire, quali ad esempio variazioni del costo del lavoro, rigidità dei prezzi di vendita, necessità di investimenti, dinamica degli oneri finanziari, etc.;
- il metodo dei risultati programmati, con riferimento a piani aziendali di breve o medio periodo (massimo 5 anni) qualora la pianificazione aziendale sia molto sviluppata, le variabili del mercato siano poco rilevanti e la posizione dell'azienda nel mercato sia di tipo dominante.
- Ciascuno di tali criteri ha ovviamente pregi e difetti.

Ne consegue che generalmente la soluzione più attendibile è quella dell'interpretazione evolutiva dei dati storici, e cioè dell'analisi del trend di sviluppo dei fatti reddituali da assumersi come costante anche per l'immediato futuro, ma depurata da fatti episodici o da eventi particolari che abbiano influito in modo rilevante sul risultato gestionale.

L'applicazione di tale criterio porta alla proiezione dei valori medi, non dimenticando eventuali vincoli particolari, anche per il futuro.

Tale metodo trova buona applicazione solo in casi particolari, in quanto devono concorrere contemporaneamente i seguenti fattori:

- redditi non solo stabili nel tempo, ma anche individuabili con relativa facilità al netto delle componenti straordinarie, e quindi quale risultato della gestione caratteristica;
- scarsa rilevanza della componente patrimoniale, sia sotto il profilo delle plusvalenze latenti che della rilevanza dei fattori a durata pluriennale;
- stabilità dei flussi reddituali nel tempo, e quindi modesta rilevanza delle fluttuazioni economiche e degli andamenti ciclici dell'economia.

Altro metodo di valutazione generalmente apprezzato è il metodo dell'attualizzazione dei flussi finanziari a breve/medio termine.

Tale metodo è, anche a livello di principi, tra i criteri più complessi e più difficili, e fino a qualche anno fa non ha trovato frequenti applicazioni concrete se non nel mondo anglosassone. Esso è invece usato sovente quale metodo di controllo, così come il metodo reddituale puro, al fine di evidenziare i campi limite di variabilità accettabile, e sempreché ricorrano i presupposti logici per la sua applicazione.

Peraltro il metodo dei flussi finanziari ha il vantaggio di valorizzare le aspettative future di breve periodo e di recepire le varie attese della dinamica di gestione.

Tra i lati negativi di tale metodo dobbiamo annoverare la scarsa rilevanza della situazione reddituale caratteristica, ovviamente solo nel breve termine, e ciò perché è rilevante principalmente il flusso finanziario, tanto da poter addirittura arrivare al limite, ma non sempre vero, di avere valori interessanti sotto l'aspetto del flusso di liquidità, quale flusso finanziario, pur in presenza di redditi modesti o modestissimi, o addirittura di previsioni non ottimali e in mercati maturi; caso tipico è quanto avvenuto anni fa in alcuni settori quali l'alimentare o la grande distribuzione, più recentemente, in settori più trendy e di grande interesse (attesa di sviluppo) ma non in settori maturi.

Di tale metodo ricordiamo per ora la concezione di prima approssimazione, la cui formula opera solo sul reddito e sul moltiplicatore di incremento:

$$W = (R_1 + i) + (R_2 + i) + \dots + (R_n + i) \text{ ove}$$

W è la valorizzazione ricercata, da attualizzare ad un tasso ritenuto congruo.

R_1, R_2 etc. sono i redditi attesi negli anni futuri tra loro legati dall'incremento i (moltiplicatore del reddito base) e per cui

$$R_2 = (R_1 + i); R_3 = (R_2 + i), \text{ etc. } \dots$$

Operando sulla base dei principi esposti ma introducendo anche i concetti di incrementi patrimoniali, di valore residuo del bene, nonché le analisi del costo e della composizione del capitale impiegato per l'acquisizione dei beni generanti i flussi finanziari, nonché una attenta valutazione dei rendimenti attesi e degli indici di attualizzazione, si perviene ad una più convincente evoluzione teorica del metodo conosciuta come **“Metodo dei flussi di cassa attualizzati (D.C.F. Discounted Cash Flow).”**

Appartiene alla medesima logica valutativa, anche se con una forma meno complessa ed evoluta, il metodo dei risultati attesi futuri, cioè l'attualizzazione dei redditi medi attesi.

Anche questo è un sistema che può presentare non poche varianti ed è di certo interesse.

E' evidentemente speculare rispetto alla stima reddituale, in quanto invece che sul passato si basa sul futuro: invece che capitalizzare attualizza.

Questo metodo ha la caratteristica di rilevare dei valori sperati, e quindi risponde in buona parte a logiche proprie anche del sistema dei flussi.

Inoltre è correlato con le finalità dell'investimento perché allorché si acquisisce ci si aspetta qualcosa nel futuro, e ciò non solo perché di fatto già è esistito qualcosa nel passato, dato che i risultati del passato sono ormai già acquisiti in capo ad altro soggetto rispetto a chi acquista; per contro tale metodo ha lo svantaggio di ignorare le plusvalenze latenti, che però si possono far emergere con la riclassificazione del patrimonio netto.

In via di prima approssimazione la formula relativa è la seguente:

$$W = \frac{(R_1 + R_2 + R_3 \times n)}{3} \times \frac{r}{i} \text{ ove}$$

- R_1, R_2, R_3 sono tre diverse ipotesi di redditi futuri prese a base della valorizzazione
- n è il numero degli anni per i quali si presume duri la capacità di produzione del reddito
- r è l'attesa di sviluppo del reddito nel tempo
- i è il tasso di attualizzazione.

Tra i metodi ormai considerati “classici”

occorre poi considerare il metodo che, a giudizio pressoché generale, e nelle logiche di un mercato normalizzato e non specializzato, permette di meglio contemperare le diverse componenti e, nello stesso tempo, di tener conto delle varie specifiche caratteristiche che ciascun caso valutativo presenta. Ciò consente di classificare tale metodo come il più valido e di generale applicazione nelle situazioni “ordinarie”.

Il metodo in questione è il **metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del goodwill**, mediante la capitalizzazione limitata del profitto medio atteso.

Secondo la nota formula:

$$W = K_1 + [a_n - i_2 \cdot (R - i_1 K_2)]$$

$$W = K_1 + [a_{n-i_2} \cdot (R - i_1 K_2)]$$

K_1 è il patrimonio netto rettificato alla data di riferimento della perizia

K_2 è il patrimonio netto rettificato K_1 ma al netto del risultato del periodo

a_{n-i_2} è l'attualizzazione per n anni ad un tasso prefissato e ritenuto normale in quel settore per il reddito medio, al netto della remunerazione per il capitale investito, in condizioni di rischio imprenditoriale normale e non specifico.

$$W = K_1 + [a_n - i_2 \cdot (R - i_1 K_2)]$$

Ove infatti:

n è il periodo di anni per i quali si presume la produttività di reddito da parte del complesso aziendale normalmente rinnovato,

i_1 è il tasso di redditività normale di settore con cui attualizzare i redditi attesi negli n anni futuri,

R è il reddito medio normalizzato degli ultimi esercizi significativi della azienda da valutare.

i_2 è il tasso di rendimento del capitale, per investimenti alternativi a rischio modesto equivalente, ma non necessariamente a rischio minimo/flat.

In tal caso $(R - i_1 K_2)$ rappresenta il particolare rendimento di quella specifica azienda al netto del rendimento ordinario a basso rischio del capitale di fatto investito in quella attività, senza considerare quindi anche il rischio di settore.

Qualora invece il tasso i_2 non rappresentasse il tasso di rendimento per un investimento “alternativo a basso rischio” del capitale investito, ma bensì il tasso medio di rendimento del capitale investito in quel settore, incluso quindi il rischio di settore, $(R - i_1 K_2)$ esprimerebbe la diversa e specifica capacità di reddito di quella azienda rispetto alla media del settore.

Ne consegue che tale risultante può essere anche negativa, e qualora ciò accadesse, verrebbe individuato un posizionamento dell'azienda al di sotto della redditività media del settore, e quindi l'inesistenza di una componente meritevole di particolare apprezzamento, e cioè del sovrareddito.

Nella prima versione della presente formula un analogo fatto segnalerebbe invece l'esistenza di un badwill.

Nella accezione più usata di tale formula: la prima con i_1 espressione della redditività di un investimento di capitale a rischio modesto, il rischio di settore è espresso dall'indice i_2 .

Il valore di i_2 , in questa impostazione richiede quindi che esso rappresenti l'espressione di una accettabile remunerazione del capitale investito, tenendo conto anche del rischio di impresa e della peculiarità del settore.

Nella seconda impostazione invece, avendo già ricompreso il rischio di impresa nella determinazione del tasso i_1 , l'indice i_2 dovrà esprimere solo il tasso di rendimento del capitale per investimenti caratterizzati da un basso coefficiente di rischio, comunque riferito a quello specifico settore.

Per contro si può fin da ora rilevare come tale metodo sia particolarmente valido al fine di consentire sia l'apprezzamento delle rettifiche patrimoniali che la valorizzazione dell'avviamento in visione di medio periodo.

Le due diverse impostazioni possono portare a valutazioni significativamente diverse per la stessa azienda. Ciò è logico e normale in quanto esse rispondono a due obiettivi differenti: la valutazione "normale" la prima; la ricerca di specificità rispetto al settore la seconda, per cui la prima informazione è quella da privilegiare mentre la seconda è complementare su specifici aspetti e può fornire utili "warmings".

Da ultimo occorre ricordare i metodi che la più recente dottrina propone: il metodo delle società comparabili (basato sull'utilizzo e le rettifiche dei valori di società di cui siano noti i valori per transazioni in acquisto e in vendita) ovvero il metodo delle transazioni comparabili (ambedue conosciuti anche come metodo dei moltiplicatori) e il metodo dei valori intangibili, nonché le tecniche proprie del Discounted Cash Flow.

Quanto al metodo dei valori intangibili

esso si basa sulla possibilità di apprezzare e valutare elementi non esprimibili in termini di bilancio o numerari, quali il valore dell'organizzazione, delle capacità del personale e soprattutto del gruppo di management, l'esistenza di particolari capacità idonee a garantire la continuità di reddito nel tempo e simili, elementi tutti non determinabili se non quale espressione di valore di insieme e generalmente ben rappresentati dai prezzi di scambio ai quali avvengono le transazioni sui mercati, non necessariamente regolamentati ma generalmente omogenei per settori, anche per società di non rilevanti dimensioni, come avviene nelle realtà economiche più dinamiche quale ad esempio, il mercato "anglosassone".

Alla base di tutti tali metodi è posto il concetto secondo il quale l'effettivo valore di una azienda non deriva dalla sua capacità di produrre reddito misurata dai valori contabili espressivi di una realtà statica, rettificati ed interpretati secondo le aspettative, bensì dalle sua capacità di produrre sia flussi finanziari che flussi di reddito misurata dai prezzi espressi dal mercato per l'acquisto o la vendita di azioni di tale società (meglio se rilevati in mercati che sottostanno ad una qualche regolamentazione), ovvero di società aventi caratteristiche analoghe ed operanti in settori simili e per le quali tali dati siano noti.

E' pertanto sempre necessario disporre dei dati relativi ai prezzi espressi dal mercato, e quindi disporre di una serie di indici per poter "comparare", eventualmente rettificandoli secondo le peculiarità indagate, (principalmente EBIT ed EBITDA) le diverse transazioni, ovvero per poter comparare e rendere quanto più omogenee le società per le quali tali dati sono disponibili con la società per la quale si ricerca la valutazione.

E' ovvio che qualora tali dati siano disponibili, tali metodi sono i più affidabili in quanto, al di là delle costruzioni teoriche, esprimono prezzi effettivamente rilevati sui mercati per transazioni certe, e quindi valori certamente affidabili.

Tali metodi valutativi si collegano anche allo sviluppo ultimo della teoria dei flussi e si basano sui concetti di “società comparabili” e di “transazioni comparabili” al fine di determinare il “prezzo probabile”; la determinazione della valutazione ricercata necessita quindi di una serie di indici (invero non sempre disponibili, ma oggi più facilmente rintracciabili rispetto a qualche anno fa) di una analisi comparativa delle realtà aziendali dalle quali tali indici sono stati tratti rispetto a quella realtà aziendale alla quale tali indici devono essere applicati.

Infine è bene esaminare “la tecnica dei Flussi di cassa attualizzati” (D.C.F. Discounted Cash Flow)

che utilizza, nella sua accezione più completa, numerosi elementi, invero non sempre tutti indispensabili. I principali di tali elementi, seguendo la terminologia anglosassone, sono i seguenti:

DCF: *Flussi finanziari attualizzati (Discounted free cash flow)*

E: *Utile netto*

EBIT: *Utile prima di interessi passivi ed imposte sul reddito*

EBITDA: *Utile prima di interessi passivi, imposte sul reddito, ammortamenti per beni materiali e immateriali; un valore quindi abbastanza vicino al M.O.L.*

MOL: *Margine operativo lordo: valore della produzione meno oneri diretti di produzione (voci 6, 7, 8, 9, 11, 14 art. 2424 C.C.) e quindi prima di ammortamenti, accantonamenti, proventi ed oneri finanziari, proventi ed oneri straordinari, imposte*

FCF o CF:	<i>Flusso di cassa liberato (cash flow o free cash flow)</i>
V:	<i>Vendite nette annue</i>
BV:	<i>Valore di libro - book value</i>
Valore equity:	<i>Valore dell'azienda al netto del debito finanziario e quindi sovente, nella logica di tale metodo, eguale al prezzo probabile del patrimonio netto</i>
EVA:	<i>Valore economico (Economic value added)</i> $EVA = NOPAT - [WACC \times C] =$ <i>Net Operating Profit After Tax - (Weighted Average Cost of Capital x C)</i>
CAP	<i>Competitive Advantage Period = periodo di riferimento con EVA positivo</i>
C:	<i>Capitale investito = capitale circolante netto + attivo fisso netto - eccesso di cassa - passività non onerose (TFR)</i>

NOPAT:	<i>Net Operating Profit After Tax, utile netto operativo dopo le imposte</i>
WACC	<i>Costo Medio Ponderato del Capitale (Weighted Average Cost of Capital), concettualmente dato da: $(R_f + P) \times MP + [C \times (1 - t) \times D]$</i>
Dove:	
RF	<i>Tasso Risk Free: rendimento netto titoli di Stato a x anni</i>
P	<i>Premio per il rischio</i>
D	<i>Capitale investito finanziato da debito (del periodo in esame)</i>
MP	<i>Capitale investito finanziato da Equity (del periodo in esame)</i>
t	<i>Tax Rate sugli oneri finanziari</i>
g	<i>Tasso di crescita annua FCF dal periodo successivo a quello in esame</i>
C	<i>Costo medio del debito</i>

Il costo medio ponderato del capitale è sovente espresso come segue:

$$\text{CMPC} = \text{WACC} = R_e \cdot [E/(E+D)] + \{ [R_d \cdot (1-t)] \cdot [D/(E+D)] \} \text{ dove}$$

R_e = cost of equity, ovvero costo del capitale

E = mezzi propri

R_d = costo del debito

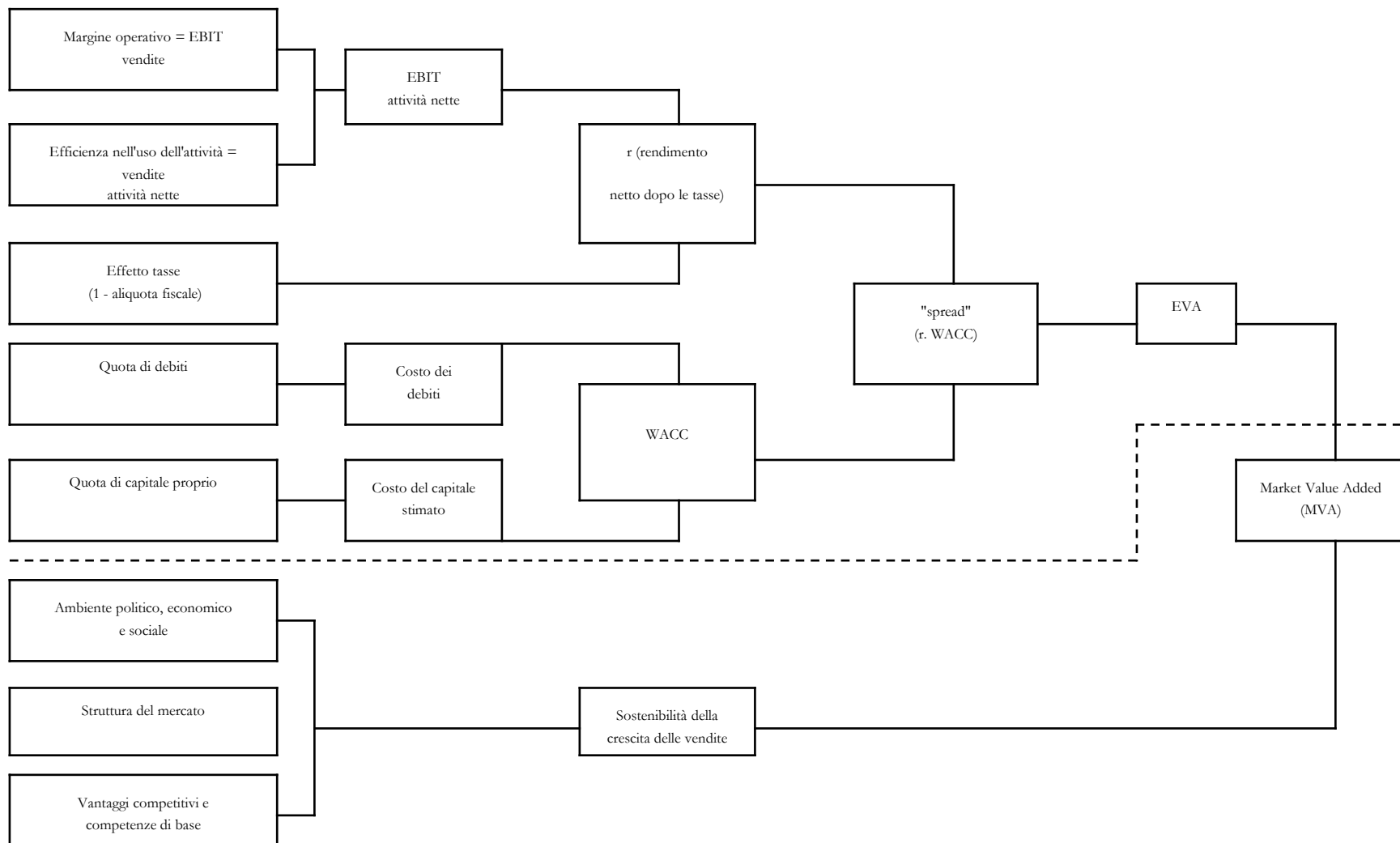
D = indebitamento

t = aliquota fiscale

Il valore di “equity”, e cioè la valutazione dell’azienda, è generalmente dato dall’EVA, eventualmente integrato nelle formule più evolute e complesse da correttori di mercato (e allora diviene M.V.A.: Market Value Added), ed è cioè composto dal totale dei “free cash flow” generati nel periodo ed attualizzati, più il valore residuo a scadenza, esso pure attualizzato, del capitale investito, valori la cui determinazione richiede l’utilizzo del WACC.

A tali due componenti devono essere aggiunti, qualora esistenti, i valori delle attività non coinvolte nella produzione del NOPAT, ovvero altre componenti particolari nella stessa non considerate.

Tale procedimento può essere graficamente rappresentato come segue:



In termini discorsivi il procedimento semplificato di calcolo dell'EVA può essere illustrato anche così:

- 1) Si determina, per un numero di anni ritenuto congruo, e formante il CAP (periodo di riferimento con EVA positivo, ragionevolmente limitato nel tempo, di solito 5 anni) il valore, per ciascun anno, del FCF (free cash flow) secondo lo schema:

Utile prima di interessi passivi ed imposte (per le sole componenti tipiche ed esclusi i proventi di eventuali assets non strumentali)	(EBIT)
meno imposte	- imposte
più ammortamenti	+ ammortamenti
meno investimenti	- investimenti
più o meno variazioni del capitale netto (per fatti non riconducibili alla gestione tipica e rilevanti)	<u>± CCN</u>
	=FCF

Può essere assunto un periodo di CAP anche più lungo allorché sia possibile comporre piani economici attendibili; in realtà comunque, anche in questi casi, dopo un certo numero di anni solo alcuni valori potranno essere determinati con sufficiente analiticità mentre per gli altri valori si potrà procedere solo per stima.

Si attualizza ciascun FCF così determinato

- 3) Si sommano i valori di FCF attualizzati
- 4) Si determina il valore residuo del capitale al termine del periodo di CAP, nonché il valore di eventuali assets non strumentali per l'attività tipica

5) Si attualizzano tali valori, generalmente applicando al FCF dell'ultimo periodo di CAP il tasso del WACC depurato del tasso di crescita stimato post CAP.

La sommatoria dei valori sub 3 e sub 4, considerato anche il valore del patrimonio netto dell'ultimo periodo chiuso prima del momento di stima (in quanto ricompreso nel valore di cui ai punti precedenti solo per la parte non "consumata"), rappresenta l'EVA, e cioè il valore attribuibile all'azienda, schematicamente così rappresentato:

$$EVA = \sum F \text{ (sommatoria Flussi)} + VR \text{ (Valore Residuo attualizzato)} - PFN \text{ (Posizione Finanziaria Netta)} + SA \text{ (Surplus Assets non funzionali all'attività tipica)}.$$

Appare subito evidente il primo limite teorico di tale metodo, qualsiasi sia la versione scelta: e cioè una certa possibile arbitrarietà qualora gli indici che devono essere desunti dal mercato, e particolarmente quelli formanti il WACC, non siano disponibili con riferimento a casi numerosi, concordanti o riferiti a realtà assimilabili, ovvero, ma limitatamente al metodo delle transazioni comparabili, con riferimento a transazioni frequenti. Una tale situazione, ancora oggi abbastanza comune, è causa di elevata aleatorietà dei risultati, dipendente da un peso ancora troppo rilevante delle valutazioni soggettive rispetto alle informazioni oggettive disponibili.

Quanto all'utilizzo degli indici, ciò limita in concreto l'applicabilità di tale metodo alle sole ipotesi assistite da pluralità di transazioni simili in mercati trasparenti e regolamentati, quali ad esempio i mercati telematici o i mercati paralleli e in genere le borse dei paesi anglosassoni.

Un ulteriore limite risiede nella notevole complessità e nella non oggettiva determinabilità di alcuni moltiplicatori, in quanto soggetti a rettifiche di natura valutativa.

Per contro tale metodo, con conseguente ricerca e determinazione dei valori dell'EBIT, del costo del capitale, del costo del debito al servizio dell'azienda, e quindi del WACC, viene scelto quale metodo di riferimento sempre più di frequente, e soprattutto allorché la caratteristica principale da valutare sia, seppur tramite l'analisi di una determinata realtà aziendale, la capacità di produrre flussi di reddito di una determinata entità economica, e quindi, quale obiettivo e valore rilevante, il pay-out possibile oltre all'accrescimento di valore in termini assoluti.

La ragione di tale favore deve probabilmente essere ricercata nel fatto che tale metodo è considerato in genere come una delle espressioni più avanzate della teoria del valore particolarmente apprezzata nel mondo anglosassone, e infatti gode di molto appeal, soprattutto nei mercati che privilegiano l'aspetto finanziario.

Inoltre per tale via è possibile attribuire un valore alla entità economica oggetto di valutazione non tanto sulla base dei valori patrimoniali, quanto invece sulla base di valori ricavabili dal mercato e relativi ai rendimenti finanziari, ai flussi di reddito quando determinabili con ragionevole attendibilità e al costo del denaro, così apprezzando quei “valori intangibili” che tale metodo di valutazione riesce a cogliere e ad esprimere.

Peraltro, qualora tale metodo fosse ricondotto alla sua espressione più semplice e qualora i valori dei redditi futuri, e quindi i flussi di cassa, fossero determinabili in modo obiettivo e fondatamente attendibile in congiunture economiche sostanzialmente stabili, non vi è dubbio che questo metodo sarebbe in grado di attribuire un valore fondatamente condivisibile al complesso aziendale oggetto di valutazione anche quale “valore espresso dal mercato”.

Conclusioni

Anche i metodi più complessi ed evoluti fanno riferimento, seppure considerandoli in modo diverso, ai valori centrali di ogni valutazione: la capacità attesa di produrre reddito e la struttura economico/patrimoniale della azienda da valutare.

Queste sono anche le componenti base sia del metodo misto con stima autonoma del goodwill che dell'EVA. Ad esse deve sempre fare riferimento il perito nella sua valutazione e nulla potrà mai sostituire la sua sensibilità, professionalità ed esperienza nell'individuare e nell'appurare le situazioni specifiche, positive o negative, di ciascuna realtà aziendale.