

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Operazioni straordinarie e  
valutazione d'azienda

## **La creazione di valore nel mercato dello streaming musicale**

Prof. Eugenio Pinto

---

RELATORE

Prof. Alberto Incollingo

---

CORRELATORE

717111

---

Francesco Colacicco

Anno Accademico 2020/2021

## INDICE

<b>Introduzione</b> .....	3
<b>Capitolo I</b>	
<b>La creazione di valore delle imprese</b>	
1.1 Il concetto di valore.....	6
1.1.1. L'importanza della creazione di valore per l'impresa.....	9
1.2 La determinazione del capitale economico e la sua evoluzione.....	11
1.3 Aspetti generali della valutazione d'azienda.....	19
1.4 Il concetto di prezzo e valore.....	29
1.5 Le diverse fasi del processo di valutazione.....	32
<b>Capitolo II</b>	
<b>I diversi metodi di stima del capitale economico</b>	
2.1 Il processo valutativo e la base informativa.....	43
2.2 I principali metodi di valutazione.....	48
2.2.1 Il metodo patrimoniale, reddituale, finanziario: vantaggi e svantaggi.....	56
2.3 Il metodo dei multipli vantaggi e limiti.....	68
2.4 L'importanza della determinazione del costo del capitale: analisi dei processi metodologici.....	71
2.4.1 Il rischio e il costo del capitale.....	74
2.5 Il metodo dell'EVA, pregi e difetti.....	77
2.6 Le tecniche di valutazione applicate alle operazioni straordinarie.....	81
2.7 La valutazione delle start-up.....	86
2.7.1 Le iniziative innovative.....	86
2.7.2 I metodi di valutazione e criticità.....	88
2.7.3 Conclusioni.....	89
<b>Capitolo III</b>	
<b>Case Study - la creazione di valore nel settore musicale: il caso Spotify, Apple Music, YouTube e Amazon Music</b>	
3.1 Analisi del settore musicale.....	91
3.1.1 L'evoluzione del settore musicale.....	93

3.1.2	La musica digitale e il modello di business.....	95
3.2	Spotify.....	97
3.2.1	Analisi strategica di Spotify.....	99
3.2.2	I principali key item di Spotify.....	101
3.3	Apple Music.....	104
3.4	YouTube Music.....	106
3.5	Amazon Music.....	107
	<b>Conclusione</b> .....	108
	<b>Bibliografia</b> .....	110
	<b>Sitografia</b> .....	115

## INTRODUZIONE

La determinazione del valore di un'impresa rappresenta una delle tematiche più interessanti dell'economia aziendale. È uno dei principali obiettivi che si prefigge il management aziendale. Nel settore musicale, oggetto di analisi del presente lavoro, si assiste al particolare fenomeno della "distruzione creativa", l'innovazione tecnologica contemporaneamente crea e distrugge valore e rappresenta una minaccia per le aziende che nel settore occupavano una posizione di leadership.

Il concetto di valore è associato alla nozione di capitale economico tanto che nella dottrina economica aziendalista si fa riferimento all'espressione "valore del capitale economico d'impresa".

La creazione di valore rappresenta un obiettivo pienamente coerente con lo sviluppo dei sistemi imprenditoriali, in quanto pone l'attenzione sulla ricerca continua di maggiori capacità competitive e sulla rischiosità delle strategie adottate. Gli sforzi degli aziendalisti si sono concentrati sulla necessità di definire una *Value Creation Theory* che fosse in grado di trovare soluzioni ottimali per le imprese grazie alle quali si individuano le variabili che possono condizionarne la capacità di creare valore. La creazione di valore economico trova i suoi presupposti nell'equilibrio aziendale complessivo: la gestione industriale e quella finanziaria contribuiscono a creare valore quando assicurano all'impresa il contestuale conseguimento e mantenimento dell'equilibrio economico e di quello finanziario. In altri termini, non crea valore un'impresa che, nonostante sia in grado di generare risultati positivi nel tempo, non riesce a remunerare le risorse che in essa sono investite, non è capace quindi di creare un extra-profitto.

Creare valore nell' *approccio europeo* significa accrescere la dimensione del capitale economico dell'impresa, mentre nel mondo anglosassone l'obiettivo dell'impresa è rappresentato dall'incremento del valore dei titoli azionari quotati. La differente impostazione è in gran parte legata ai diversi contesti ambientali: il mondo anglosassone è caratterizzato da un numero elevato di imprese quotate; nell'esperienza dei Paesi europei, invece, le società quotate sono relativamente poco numerose, con controlli di maggioranza quasi sempre solidi e duraturi.

Il valore dell'azienda è rappresentato dal suo "capitale economico", grandezza che comprende tutti gli elementi per contribuire alla futura creazione di ricchezza, in grado di approssimare al meglio il valore di scambio della stessa. Allora il "valore economico" è inteso come quel valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale economico di una società o di un'azienda. Rappresentando una stima di una realtà complessa e articolata, determinata in modo

sostanzialmente razionale e dimostrabile. Per la determinazione del capitale economico si ricorre a diversi metodi: il metodo patrimoniale, quello reddituale, il metodo finanziario, i metodi misti e il metodo dei multipli. Ancora oggi, in ambito di valutazione d'azienda, si è alla ricerca di un metodo olistico in grado di cogliere il dinamismo temporale, di cui si caratterizza una realtà aziendale e superare la dimensione statica. La valutazione d'azienda dovrebbe avere, quindi, la capacità di comprendere e tradurre il collegamento che unisce il valore dell'impresa con le prospettive gestionali future, senza escludere le scelte strategiche messe in atto. Il valore di un'impresa deve tener conto del rischio connesso alla stima dei flussi futuri, per loro natura incerti e variabili. Per ottenere un giudizio riguardo il complesso aziendale in base alle caratteristiche che questo presenta, è possibile integrare i vari metodi rendendoli complementari. Affinché un metodo possa definirsi tale, deve necessariamente soddisfare dei criteri indispensabili, tra i quali vi sono la *razionalità*, *dimostrabilità*, *neutralità* e *stabilità*. La dottrina economico-aziendale ha individuato varie metodologie per compiere la valutazione d'azienda, e una delle principali classificazioni porta a distinguere: i metodi **diretti** (definiti anche metodi di mercato) basati su moltiplicatori empirici, i cosiddetti multipli; i metodi **indiretti**, di cui ne fanno parte il metodo patrimoniale, reddituale, misto patrimoniale-reddituale e quello finanziario. La valutazione d'azienda ha ricoperto un ruolo sempre più importante, essendo uno dei principali strumenti volti alla creazione di valore e rappresenta uno dei mezzi più utili in ambito di operazioni sul capitale, che hanno natura straordinaria: trasformazioni, fusioni, scissioni, cessioni d'azienda e liquidazioni. Le finalità per cui è richiesto l'intervento di un soggetto valutatore sono tra loro divergenti, in quanto le operazioni straordinarie talvolta sono finalizzate a modificare la struttura o la forma giuridica del complesso aziendale adottato per lo svolgimento dell'attività; altre volte riguardano il trasferimento della titolarità della società stessa; infine sono necessarie per liquidazioni aziendali, nel caso in cui si debba estinguere l'impresa e cessare l'attività. Anche la valutazione delle start-up rappresenta una tematica tanto interessante quanto complessa, data la presenza di particolari elementi da tenere in considerazione. Alle start-up possono essere applicate varie metodologie: a) i metodi basati sui flussi finanziari futuri; b) metodi basati sulla comparazione con i valori di mercato ed i relativi multipli; c) metodi qualitativi. Quello delle start-up è un ambito che presenta molte difficoltà e rischi: sono poche le entità in grado di generare dividendi e recuperare l'investimento inizialmente sostenuto. Spetta al management adottare dei criteri di valutazione in grado di identificare un valore che possa

supportare i costi sostenuti. Per fronteggiare i limiti e le difficoltà che questa categoria aziendale presenta, si rende necessaria l'adozione di metodologie di natura qualitativa o di mercato.

Nel settore musicale, nello streaming in particolare, sono profondamente mutati i modelli di business, in quanto la rivoluzione digitale ha profondamente innovato i players e le dinamiche del settore. I nuovi modelli si basano principalmente sullo streaming gratuito e downloading, sempre gratuito, di file musicali ma come contropartita l'utente dovrà visionare dei filmati pubblicitari. Spotify ha apportato nel settore musicale la cosiddetta "*disruptive innovation*", distruzione creatrice, concetto elaborato da Schumpeter, basato sull'assunto che una società quando apporta l'innovazione in un determinato settore, induce tutte le altre ad adeguarsi allo scopo di rimanere sul mercato. La distruzione creativa è alimentata dall'innovazione tecnologica che consente alle imprese di lanciare sul mercato nuovi prodotti o nuovi modelli di business in grado di soddisfare sempre meglio i bisogni della clientela.

# CAPITOLO I

## LA CREAZIONE DI VALORE NELLE IMPRESE

### 1.1 IL CONCETTO DI VALORE

La determinazione del valore di un'impresa rappresenta da sempre uno dei principali obiettivi che si prefigge il management aziendale ed è allo stesso tempo una delle tematiche più interessanti dell'economia aziendale.

Il concetto di valore è associato alla nozione di capitale economico tanto che nella dottrina economica aziendalista si fa riferimento all'espressione "valore del capitale economico d'impresa"<sup>1</sup>. Nel linguaggio comune l'idea di valore è associabile al sacrificio che si è in grado di sopportare per ottenere un determinato bene.

Nel campo economico, invece, la nozione di valore, come poc'anzi indicato, è riferibile all'analisi e alla determinazione del valore economico dell'azienda.

Il concetto di valore ha subito nel tempo un'evoluzione, dovuta ai mutamenti del contesto storico e filosofico che ha indotto i vari economisti ad adottare un approccio multidisciplinare.

Nella realtà aziendalistica si fa riferimento al concetto di "creazione del valore" che oramai rappresenta l'obiettivo che il soggetto economico deve perseguire per assicurare all'impresa sopravvivenza e sviluppo; l'impresa deve creare valore tenendo conto della necessità di massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio.

La creazione di valore rappresenta un obiettivo pienamente coerente con lo sviluppo dei sistemi imprenditoriali, in quanto pone l'attenzione sulla ricerca continua di maggiori capacità competitive e sulla rischiosità delle strategie adottate. Si raccorda, e talora ricomprende, gli altri moderni principi

---

<sup>1</sup> E. Comuzzi; F. Zanin, La valutazione delle aziende, dei gruppi e delle parti aziendali. Giuffrè, Milano 2018

di *strategic management*; consente l'impostazione razionale e la soluzione di problemi sostanziali relativi alla gestione operativa aziendale<sup>2</sup>.

Il concetto di "impresa-valore" si è sviluppato negli anni grazie al contributo delle diverse scuole di pensiero che compongono la dottrina aziendale italiana. Gli sforzi degli aziendalisti si sono concentrati sulla necessità di definire una *Value Creation Theory*<sup>3</sup> che fosse in grado di trovare soluzioni ottimali per le imprese grazie alle quali si individuano le variabili, sia endogene che esogene che possono condizionarne la capacità di creare valore<sup>4</sup>.

Tra le variabili esogene, vengono considerate non soltanto le caratteristiche del contesto competitivo, con il quale l'impresa interagisce direttamente ma, più in generale, le logiche e le strutture dei sovrasistemi che compongono l'ambiente economico nel quale il sistema azienda opera.

I comportamenti e gli assetti strutturali dei mercati finanziari condizionano in maniera rilevante la creazione del valore. Nei Paesi anglosassoni, l'organo di governo definisce le strategie e le politiche aziendali facendo riferimento ai loro effetti sul valore di mercato del capitale, espresso tipicamente dalle quotazioni di borsa. In un mercato efficiente, infatti, le quotazioni di borsa sono ritenute capaci di esprimere prezzi significativi in quanto incorporano i loro valori intrinseci ossia le aspettative degli investitori.

Nei Paesi dell'Europa continentale, invece, si fa riferimento al valore economico del capitale aziendale poiché i mercati finanziari non sono efficienti, permane, infatti, asimmetria informativa<sup>5</sup>. In presenza di mercati poco efficienti i prezzi dei titoli dovrebbero essere sensibili, prevalentemente, alle prospettive economico-finanziarie di medio-lungo termine e alle condizioni di rischiosità delle imprese. In tale ambito si fa riferimento agli stessi elementi che determinano il valore, in particolare si fa riferimento al rapporto che, in un dato periodo, intercorre tra variazioni dei prezzi e valore creato, tale indicatore prende il nome di coefficiente di diffusione del valore.

---

<sup>2</sup> Golinelli G.M., 2000, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*, vol. II, La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza, Cedam, Padova, p. XIII

<sup>3</sup> Palomba G., 1996, *Valore e Tempo*, Strategie & Finanza, Aracne, Roma, cap. VII.

<sup>4</sup> Guatri L., 1991, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano

<sup>5</sup> COLOMBI F., 1989, *Strategie & Finanza. Modelli interpretativi e funzioni direzionali per i comportamenti finanziari d'azienda*, Etas Libri, Milano; GUATRI L., 1991, op.



Nella versione europea della *Value Creation Theory* si integrano le fasi di creazione e diffusione del valore, diventando momenti complementari nel governo e nella gestione d'impresa. La "creazione di valore" rappresenta un obiettivo fondamentale per l'azione di governo e consente la sopravvivenza e lo sviluppo dell'impresa; in tale contesto l'impresa deve essere capace di generare valore per tutti i soggetti che, a vario titolo, partecipano o sono interessati alle sue vicende. Esso è funzione non solo dei suoi risultati economico finanziari futuri, ma anche di quelli competitivi e sociali di cui ciascuna categoria di stakeholders, in diversa misura, potrà beneficiare.

Il governo d'impresa deve, quindi, esplicitarsi attraverso decisioni di ordine strategico capaci di delineare il maggior potenziale di creazione di valore sistemico. Infatti, l'effettiva creazione di valore dipenderà dalla qualità e dall'efficienza della gestione operativa; è fondamentale, pertanto che l'azienda si avvalga di un buon governo strategico. La strategia costituisce la piattaforma del potenziale di creazione di valore, mentre alla gestione spetta trarne il massimo.

L'azione di governo deve concretizzarsi nell'impostazione di strategie e politiche che indirizzino la gestione aziendale verso scelte e decisioni coerenti con la ricerca della massima valorizzazione delle risorse che, a vari livelli, compongono la struttura aziendale.

La creazione di valore per la proprietà non può che avvenire in concomitanza con la creazione di valore per tutti gli altri interlocutori aziendali. Proprio la creazione di valore economico segna il punto di raccordo tra gli aspetti economici e quelli finanziari della gestione, collegando il circuito della produzione e degli investimenti con quello dei finanziamenti.

La gestione economico-tecnica mira all'equilibrato svolgimento dei movimenti reali dovuti ad operazioni di approvvigionamento, di produzione e scambio.

La gestione finanziaria è invece attenta all'equilibrata composizione dei flussi di entrate e di uscite monetarie generati dal complesso delle operazioni aziendali; realizza le modifiche alla dimensione finanziaria della struttura aziendale. Modifiche necessarie affinché l'impresa operi mantenendo una corrispondenza sincronica tra durata degli impieghi ed esigibilità dei finanziamenti ovvero tra fabbisogni finanziari e risorse monetarie disponibili.

La creazione di valore economico trova i suoi presupposti nell'equilibrio aziendale complessivo, pertanto la gestione industriale e quella finanziaria contribuiscono a creare valore quando assicurano all'impresa il contestuale conseguimento e mantenimento dell'equilibrio economico e di quello finanziario. Soltanto grazie ad essi, infatti, la gestione si caratterizzerà per livelli di redditività

e di equilibrio finanziario tali da permettere la congrua remunerazione delle risorse impiegate nelle coordinazioni produttive che l'impresa pone in atto.

### 1.1.1 L'IMPORTANZA DELLA CREAZIONE DI VALORE PER L'IMPRESA

La teoria di creazione del valore ha comportato un aumento di interesse sempre più crescente per i metodi e finalità di valutazione delle aziende; come sottolineato in precedenza, esso costituisce dal punto di vista economico uno degli obiettivi primari che l'impresa deve raggiungere sostituendo l'altro obiettivo ossia quello della produzione di reddito.

Il risultato d'esercizio, pertanto, non è più l'unico obiettivo che l'impresa deve perseguire ma, partendo dai dati contabili, si deve procedere ad una valutazione dell'azienda in un'ottica futura. La teoria di creazione del valore, infatti, afferma che un'impresa può aumentare il proprio valore solamente nel momento in cui il risultato di esercizio è positivo, dopo aver provveduto a remunerare tutte le fonti di finanziamento.<sup>6</sup>

In altri termini, non crea valore un'impresa che, nonostante sia in grado di generare risultati positivi nel tempo, non riesce a remunerare le risorse che in essa sono investite e, dunque, tenendo conto dei vari livelli di rischio, non è capace di creare un extra-profitto.

La teoria della creazione di valore si è affermata agli inizi degli anni '80, nei paesi anglosassoni e si è successivamente diffusa anche in Europa, sebbene nelle due realtà abbiano assunto significati diversi.

Creare valore, infatti, nell' *approccio europeo* significa accrescere la dimensione del capitale economico dell'impresa, mentre nel mondo anglosassone, afferisce ad un concetto borsistico ossia al valore di quotazione di borsa. Nello specifico, secondo tale approccio, l'obiettivo dell'impresa è rappresentato dall'incremento del valore dei titoli azionari quotati.

La differente impostazione è in gran parte legata ai diversi contesti ambientali: il mondo anglosassone è caratterizzato da un numero elevato di imprese quotate, molte di queste *public companies*, cioè società quotate in borsa a proprietà diffusa, da mercati finanziari caratterizzati da un

---

<sup>6</sup> G. Donna, La creazione di valore nella gestione dell'impresa, Carocci, Roma 1999.

buon livello di efficienza, e da continui scambi dinamici nel mercato dei capitali anche per quote di controllo<sup>7</sup>.

Nell'esperienza dei Paesi europei, invece, le società quotate sono relativamente poco numerose, le *public companies* sono pressoché inesistenti, con controlli di maggioranza quasi sempre solidi e duraturi; gli scambi di pacchetti di controllo non sono frequenti<sup>8</sup>. In tale contesto il maggior valore, che l'impresa crea, deve necessariamente trasferirsi sui prezzi dei titoli azionari, cioè deve passare attraverso il suo valore di mercato, questo perché possa essere misurato e percepito dai risparmiatori.

Creare e diffondere il valore economico dell'impresa sono fenomeni complementari. La distinzione tra creazione e diffusione del valore è tipica della cultura europea. È meno rilevante nei paesi anglosassoni dove i due fenomeni generalmente tendono a coincidere.

Il momento di diffusione del valore interessa tanto gli investitori finanziari quanto gli investitori di tipo imprenditoriale. Gli investitori finanziari, che acquistano, vendono e amministrano grosse quantità di titoli azionari, hanno interesse a che il valore creato si traduca in un maggior prezzo del titolo azionario, in modo da avere la possibilità effettiva di godere del vantaggio derivante dal processo di creazione del valore. Interesse che riguarda anche i piccoli azionisti-risparmiatori.

Il possessore di un'azione sa che la remunerazione conseguita dal suo capitale in un certo periodo, è data dalla somma dei dividendi ricevuti e della variazione subita dal valore dell'azione posseduta. Questo significa che un dividendo esiguo, o al limite nullo, può corrispondere a un reddito anche assai elevato, se nel frattempo il capitale ha visto aumentare il suo valore in misura significativa.

Al contrario, un elevato dividendo può corrispondere a una perdita se nel frattempo il capitale ha perso valore in misura superiore.

Spesso nei Paesi in cui il mercato di borsa non è particolarmente efficiente, il vantaggio rimane circoscritto al capitale economico, per cui il valore creato dall'impresa rappresenta un vantaggio incerto e ipotetico.

Anche per gli imprenditori-investitori, cioè coloro che detengono il controllo dell'impresa, i vantaggi derivanti dalla diffusione del valore sono legati oltre che all'incremento della quotazione di borsa, con miglioramento dell'immagine e della fiducia, anche e soprattutto a specifiche ragioni

---

<sup>7</sup> G. Donna, La creazione di valore nella gestione dell'impresa, op. cit.

<sup>8</sup> L. Guatri, La teoria di creazione del valore. Una via europea, Egea, Milano 1991

tecniche: possibile riduzione del costo del capitale proprio, quando vengono emesse nuove azioni con elevato sovrapprezzo, in quanto un rilevante capital gain rende meno importante la misura del dividendo per gli azionisti di minoranza<sup>9</sup>.

Si possono infine riscontrare vantaggi dalla diffusione del valore anche per gli imprenditori che detengono l'intero capitale sociale, è questo il mondo delle PMI<sup>10</sup>. Questi hanno tutto l'interesse a comunicare all'esterno l'informazione relativa al valore creato, per attirare eventuali acquirenti dell'azienda, per promuovere la fiducia di terzi finanziatori e in definitiva migliorare significativamente l'immagine aziendale.

Un diverso approccio innovativo alla teoria del valore è quello comunicazionale, fondato sull'organizzazione ottimale e sulla comunicazione. I due elementi sono i punti cardine per conoscere tutte le dinamiche dell'impresa, il suo funzionamento per giungere alla misurazione del valore<sup>11</sup>.

In quest'ottica, particolare attenzione viene posta alla struttura dell'impresa e all'organizzazione intesa come rete di relazioni capace di collegare l'intera struttura: il valore non viene visto come una semplice quantità economica ma come l'entità che emerge dall'organizzazione del sistema impresa. La diffusione della conoscenza comporta la condivisione delle qualità aziendali fondamentali che si sviluppano nell'impresa.

In definitiva, la comunicazione è fondamentale nel processo di creazione e di diffusione del valore per ogni realtà aziendale.

## 1.2 LA DETERMINAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO E LA SUA EVOLUZIONE

La valutazione di azienda "moderna" si è consolidata con il criterio reddituale puro ( $W = R/i$ ), secondo cui veniva affermato che il valore fosse in realtà conseguenza della capacità di creazione di reddito dell'impresa e non il risultato degli elementi patrimoniali che aveva al suo interno. Insieme

---

<sup>9</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese. Giappichelli, Torino, 2017.

<sup>10</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

<sup>11</sup> M. Vincenzini, Un approccio comunicazionale alla teoria dell'impresa di intermediazione finanziaria, in "Bancaria" 2001.

a questo criterio, si è affermata anche l'espressione di valore di capitale economico, la quale è contrapposta a quella di valore contabile<sup>12</sup>. Con la formula del criterio reddituale puro, il valore d'impresa non è altro che funzione della capacità del reddito attuale: la qualità della valutazione dipende dalla misura del reddito normale proiettato in perpetuo.

Per meglio acquisire il significato dell'espressione "capitale economico" è utile descrivere le varie nozioni di capitale di impresa.

Sotto l'ipotesi della **continuità aziendale**, si definisce il "capitale di funzionamento", altresì chiamato capitale di bilancio, definito come quell'ammontare di ricchezza che viene messa a disposizione dell'impresa al fine di poter svolgere la futura gestione di quest'ultima<sup>13</sup>. Questa grandezza trova la sua rappresentazione all'interno del bilancio di esercizio nello stato patrimoniale e scaturisce dalla differenza tra l'attivo e il passivo di bilancio. Il risultato che ne viene fuori è per sua natura astratto, unico ed inscindibile. La sua determinazione è limitata dai vincoli e dai principi che disciplinano la redazione del documento di bilancio.

In ipotesi di **cessazione dell'attività aziendale** e la conseguente liquidazione del suo patrimonio, si giunge alla determinazione di "capitale di liquidazione", quale somma di valori riferiti ai singoli beni che costituiscono il complesso aziendale, al netto dei debiti ancora da pagare. In questa particolare situazione, vengono meno quelle relazioni di complementarità e interdipendenza tra i beni costituendo l'azienda: in tale ipotesi non si fa più riferimento all'azienda come investimento, pertanto la destinazione economica dei singoli beni viene modificata come oggetti di scambio, valutati sulla base del loro presunto valore di realizzo sul mercato.

La dottrina fa, inoltre, riferimento al concetto di capitale economico che è determinato solo in determinati momenti della vita dell'impresa ossia quando l'azienda è coinvolta in **operazioni straordinarie** quali cessione delle quote sociali, cessione d'azienda o di un ramo di essa, conferimento d'azienda, fusione e scissione.

In questo caso, il valore dell'azienda è rappresentato dal suo valore di "capitale economico", quale grandezza che comprende tutti gli elementi in grado di contribuire alla futura creazione di ricchezza: è l'entità che rappresenta il valore dell'azienda, in grado di approssimare al meglio il valore di scambio della stessa.

---

<sup>12</sup> M. Bini, Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare? La Valutazione delle Aziende, OIV, Milano, 2019

<sup>13</sup> Pellati, Rinaldi, Guida alla valutazione d'azienda, Il Sole 24Ore, Milano, 2006.

Il capitale di funzionamento che rappresenta le attività e passività di bilancio redatte secondo il principio di ragionevolezza e prudenza, non è adeguato ad esprimere correttamente la capacità dell'azienda di produrre redditi futuri. La stima del valore economico del capitale differisce dal capitale di funzionamento in quanto sono diversi i criteri adoperati per la determinazione delle poste di bilancio. Infatti, per un'impresa in funzionamento si farà riferimento al criterio del costo mentre per la stima del valore economico al criterio del "fair value".

La nozione di "valore economico" definito anche "valore corrente teorico", è da intendersi come quel valore che in normali condizioni di mercato può essere considerato congruo per il capitale economico di una società o di un'azienda. Valore che può essere negoziato tra un compratore e un venditore in condizione di assoluta libertà di agire, in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione.

A tal proposito i Principi Italiani di Valutazione (PIV 2015) pubblicati dall'Organismo Italiano di Valutazione, al paragrafo I.6.8 rubricato "le configurazioni di valore e i loro possibili attributi" prevedono che *"Nel caso di valutazioni d'aziende, di partecipazioni azionarie, di singole azioni, di strumenti finanziari e di beni immateriali si può fare riferimento ad una ulteriore configurazione di valore rappresentata dal valore intrinseco (o fondamentale). Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi"*.

Prosegue poi nel commento: *"Il valore intrinseco (chiamato frequentemente anche valore economico del capitale, nel caso delle aziende) è frutto dell'analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (in particolare del tasso di attualizzazione) richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale nel caso delle aziende) e l'apprezzamento dei quadri di rischio ad essi associato"*<sup>14</sup>.

Il "valore economico" rappresenta quindi una stima di una realtà complessa e articolata, determinata in modo sostanzialmente razionale e dimostrabile. Tale valore si discosta quindi sia dal "valore soggettivo", determinato in funzione delle prospettive e dell'utilità per una delle parti sia dalla nozione di "prezzo", che tiene conto di fenomeni contingenti in relazione alla domanda e all'offerta nonché delle motivazioni delle controparti e della forza negoziale delle stesse.

---

<sup>14</sup> Principi Italiani di Valutazione, paragrafo I.6.8 rubricato «le configurazioni di valore e i loro possibili attributi»

*“Il valore intrinseco riflette la realtà operativa dell’azienda (o del bene oggetto di valutazione) nelle sue condizioni correnti (con l’attuale destinazione d’uso, l’efficienza manageriale ed operativa corrente, ecc..). Il valore intrinseco non considera alcuna sinergia o alcun efficientamento che un terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo di acquisto dell’azienda o del bene. Il valore intrinseco esprime un valore «as is». Il valore intrinseco è la funzione della capacità di reddito corrente dell’azienda o del bene e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l’impresa è già impegnata. Il valore intrinseco esclude ogni tipo di potenzialità latente. In un mercato razionale operante in modo ordinario e in condizioni di trasparenza informativa (cioè efficiente in senso fondamentale), il valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nei prezzi, e dunque nel valore di mercato. Il valore intrinseco è normalmente il riferimento degli information trader e degli investitori con orizzonte di investimento di lungo termine (c.d. capitale paziente)”<sup>15</sup>.*

Un’ulteriore distinzione nell’ambito della definizione del valore economico del capitale è riscontrabile tra valori “in atto” e valori “potenziali” nella previsione dei flussi. Le due scelte rispondono a scopi diversi, con diverso grado di affidabilità.

Nel primo caso si tratta di assumere come riferimento una capacità di reddito già dimostrata, o raggiungibile con ragionevole probabilità sulla base di promesse economiche già in atto e individuate, che tengono conto della situazione attuale e degli sviluppi nel breve termine.

Nel secondo caso si prevedono tempi lunghi e dimensioni anche notevolmente diverse, ci si riferisce in sostanza a capacità ancora da raggiungere che debbono essere costruite sulla base di accettabili assunzioni. Quindi *“nel primo caso i redditi storici e la loro ragionata proiezione nel prossimo futuro sono l’essenza del calcolo; nel secondo caso i redditi storici possono anche essere disattesi, o superati, poiché lo sguardo spazia nel medio e nel lungo termine.”<sup>16</sup>*

La stima del valore intrinseco dell’azienda è, quindi, il frutto di una valutazione generale ed astratta, e quindi la sua valutazione intesa come autonoma e indipendente rispetto ad eventuali operazioni di fusione, acquisizione ecc.

Diversamente, considerando le potenzialità sinergiche dell’azienda che non attengono al complesso astrattamente considerato, non avremo più un valore aziendale intrinseco, bensì un valore potenziale del capitale in relazione alla modifica di alcune delle condizioni di gestione che lo caratterizzavano prima dell’operazione.

---

<sup>15</sup> Dal commento al paragrafo I.1.8 dei già citati Principi Italiani di Valutazione

<sup>16</sup> Guatri, Bini, La valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2007, p. 252

Per la determinazione del capitale economico si ricorre a diversi metodi, tra cui si annoverano: il metodo patrimoniale, quello reddituale, il metodo finanziario, i metodi misti e il metodo dei multipli.

Il metodo patrimoniale è poco adoperato soprattutto perché non tiene conto della capacità dell'azienda di produrre flussi futuri, per questo motivo sono adoperati metodi quale quello reddituale e finanziario.

Non tutti i metodi sono idonei ad esprimere valutazioni generali- astratte, razionali e dimostrabili per determinare il valore di capitale economico. A tal proposito, Guatri (1987) sostiene che: *“simili caratteristiche sono (solo) riconoscibili ai metodi reddituali basati sui flussi attesi di cui sia ragionevolmente dimostrabile la raggiungibilità, cioè legate a capacità reddituali già acquisite o di probabile (se non proprio certo) raggiungimento nel breve termine”*<sup>17</sup>.

Analizzando il criterio reddituale puro, ossia  $W = R/i$ , è possibile notare come nelle prime pubblicazioni del professor Guatri il tasso di capitalizzazione (=  $i$ ) non derivasse da una dimostrazione analitica, bensì venisse assunto come dato, con un valore ricompreso in un range limitato. Unica variabile era il settore in cui operava l'impresa oggetto di valutazione.

Di conseguenza l'attenzione era concentrata sulla stima del reddito normale, rappresentato dal numeratore della formula precedentemente indicata, in quando un eccessivo rischio, derivante dalla misura del costo del capitale, dovesse essere compensato da una maggiore prudenza applicata al calcolo del reddito normale.

Utilizzando una grandezza data, ossia il tasso  $i$ , il valore finale della capitalizzazione risultava essere uno stock, in netto contrasto con la dinamicità del reddito, il quale era rappresentato come un flusso di valori.

Al fine di individuare una misura di reddito economico che possa esprimere al meglio la dimensione di valore, lo stesso autore ha, in seguito, introdotto il concetto di risultato economico integrato. Con questo nuovo concetto si era in grado di inglobare il rischio e la crescita nella sfera del reddito economico, tenendo in considerazione le oscillazioni di valore dei cosiddetti *“intangibles”* aziendali.

---

<sup>17</sup> Guatri, La valutazione delle aziende, Giuffrè, Milano 1987.



Una metodologia analoga era stata adottata dallo studioso Fischer Black, che aveva introdotto l'utilizzo del multiplo *Prezzo/Utile* per riuscire a dare una rappresentazione del valore d'impresa, in grado di incorporare gli elementi di crescita e rischio<sup>18</sup>.

È stata proprio la difficoltà di inserire la crescita, identificata come strumento guida del valore, all'interno del reddito che ha portato la dottrina a dar maggiore attenzione ai metodi finanziari rispetto al criterio reddituale puro. Tra i criteri finanziari adottati, il più diffuso è senz'altro costituito dal DCF (*Discounted Cash Flow*), tramite il quale l'impresa può assegnare un valore generale al capitale investito o parte di esso che è stato trasferito alle varie opportunità di investimento. Questo dà luogo al cosiddetto "valore finanziario", derivante dal capitale di prestito, qualora l'analisi venga svolta secondo il punto di vista del creditore al quale spettano determinati flussi di cassa.

Concetto essenziale di questa dottrina è che il valore finanziario, risultante dalla gestione aziendale, è legato al valore generato per i creditori e gli azionisti, poiché non ci sono altri soggetti interessati ai ritorni finanziari che provengono dal capitale investito<sup>19</sup>.

Con l'utilizzo dei metodi finanziari, l'attenzione si è nuovamente spostata sui vari tassi di sconto, i quali diventano crescenti perché devono compensare livelli di incertezza insiti nei piani aziendali, in quanto la valutazione considera come dati i flussi dei piani stilati dalle imprese.

La progressiva crescita dei tassi di sconto ha portato con sé l'adozione di nuovi metodi di stima, tra i quali *l'adjusted CAPM*, che comprende degli aggiustamenti al metodo originario. Questo metodo misura i rendimenti che dovrebbero avere i titoli rischiosi nell'ipotesi in cui si verifici un equilibrio di mercato. Tiene conto dei premi per il rischio, considera la volatilità e la correlazione dei rendimenti del titolo con il mercato.

La concentrazione che si è creata attorno a tali nuove metodologie ha messo in secondo piano le teorie tradizionali, ciò ha comportato che le nuove misure del costo del capitale, atte a compensare i flussi derivanti dai piani aziendali, non avevano nemmeno più una corrispondenza con il mercato. Come dirette conseguenze di questa nuova tendenza volta a dar maggiore attenzione ai tassi di sconto, se ne individuano in particolare due:

- la prima è rappresentata dai tassi di sconto definiti come "*entity specific*", questo perché, come precedentemente menzionato, la scelta di quest'ultimo corrisponde alla scelta di un multiplo

---

<sup>18</sup> Fischer Black, *The magic in Earnings: Economic Earnings versus Accounting earnings*, FAJ, November-December 1980, pag. 19-24

<sup>19</sup> G. Palomba, A. Gennaro, *Finanza aziendale, analisi, valutazioni e decisioni finanziarie*, McGraw Hill, Milano, 2016.

- che non può essere uguale per tutte le imprese operanti nello stesso settore. Si è quindi cercato di ottenere un riscontro nel mercato finanziario, tanto da abbandonare l'analisi fondamentale;
- il distacco dall'analisi fondamentale ha, inoltre, causato anche un abbassamento dei livelli di responsabilità assegnati ai soggetti valutatori. È possibile notare come tali valutazioni abbiano sempre più assunto i caratteri di operazioni basate su informazioni pubbliche piuttosto che private, in linea con l'attività di un equity analyst<sup>20</sup>.

Uno dei limiti più evidenti dei criteri finanziari è rappresentato dall'eccessivo peso attribuito al terminal value. In particolare, il metodo del DCF non è nient'altro che il criterio reddituale puro applicato ai redditi più distanti nel tempo, generalmente di importo più elevato rispetto ai redditi correnti.

Si è assistito, in tal senso, ad un'evoluzione circa la natura della stima del valore, a seguito dell'utilizzo dei metodi finanziari, i quali, primo fra tutti il DCF, poiché danno maggior risalto a grandezze generate in periodi futuri, considerano quindi il valore potenziale piuttosto che quello in atto. Tale trasformazione è stata senz'altro favorita da una fase espansiva degli indici di borsa, strettamente collegati con i valori di mercato.

Quest'ampia diffusione ha però avuto un punto di arresto dal momento che i prezzi di mercato non riflettevano quelli che erano i valori potenziali, frutto di analisi finanziarie. Ciò ha comportato un cambiamento dottrinale, in quanto il criterio dei multipli è divenuto criterio principale piuttosto che di controllo<sup>21</sup>.

A seguito di questi eventi, in ambito di valutazione d'azienda, hanno preso sempre più piede i cosiddetti "metodi misti", che avevano come principale caratteristica quella di ridurre al minimo il peso del terminal value (principale limite dei criteri finanziari poc'anzi evidenziato). La principale novità introdotta dai metodi misti fu l'inserimento di due nuove variabili, a discapito della precedente configurazione del reddito integrato, rappresentate dalla misura dell'extra-reddito e la durata del vantaggio competitivo<sup>22</sup>.

Grazie all'utilizzo di questi metodi viene meno la necessità di stimare il valore terminale dell'impresa, in quanto il valore finale dell'impresa deriva dalla somma dell'ammontare del capitale contabile e l'attualizzazione dei cosiddetti extra redditi, i quali, essendo legati al vantaggio

---

<sup>20</sup> M. Bini, Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare? Op. cit.

<sup>21</sup> M. Bini, Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare? Op. cit.

<sup>22</sup> E. Fusa, G. Guatri, La valutazione del capitale economico dell'impresa, Il Sole 24 Ore, Milano 1999.

competitivo che è destinato a diminuire nel corso del tempo, non rappresentano più il focus centrale di tale criterio. Di conseguenza si verifica un ritorno all'analisi fondamentale anche per il calcolo del tasso di sconto che deve tradursi nel normale ritorno economico del capitale volto a misurare l'extra reddito.

Nonostante l'ampio utilizzo dei metodi misti, sono venuti alla luce vari limiti derivanti dalla natura contabile che li caratterizzava. Uno dei principali limiti era rappresentato dalla costante presenza dell'extra reddito per quelle imprese dotate di una grande quantità di intangibili, di conseguenza è riaffiorata l'importanza data al calcolo del valore terminale, la cui mancanza era la principale novità di tale metodo, ed allo stesso tempo ha perso di significato l'analisi della durata del vantaggio competitivo.

L'evoluzione dottrinale ha portato la valutazione d'azienda a basarsi su nuovi criteri che avevano come punto cardine la proprietà additiva del valore, inteso in questo senso come l'unione di due elementi, ossia il valore "*steady state*" ed il valore delle opportunità future di crescita<sup>23</sup>.

Quest'ultimo elemento rappresenta la principale novità che è stata aggiunta al tradizionale criterio reddituale puro. Ma, nonostante ciò, la reale dinamica dell'attività aziendale non si rifletteva propriamente con il principio cardine di questa metodologia, ossia la proprietà additiva del valore, il che ha portato alla mancata adozione di questo criterio.

La scarsa utilità di questo metodo ha messo in luce come non esista un valore cosiddetto "*steady state*" al quale poter sommare il valore attuale delle future opportunità di investimento, ma è più realistico parlare di un valore che è destinato di per sé ad esaurirsi e di rado ad essere sostituito e sorpassato da un nuovo valore incerto.

Ancora oggi, in ambito di valutazione d'azienda, si è alla ricerca di un metodo olistico in grado di cogliere il dinamismo temporale, di cui si caratterizza una realtà aziendale e superare la dimensione statica, propria dei metodi precedenti.

È possibile allora affermare che il valore di un'azienda deriva dalla sua capacità di competere per fondare prospettive di crescita futura contenendo il rischio.

Questa caratteristica propria di una realtà aziendale, ossia la capacità di competere, è il risultato finale di una moltitudine di risorse di cui è dotata l'azienda, che non sono da intendersi come

---

<sup>23</sup> M. Bini, Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare? Op. cit.

elementi statici, presenti solo nel momento della valutazione, bensì va considerata anche la capacità del complesso aziendale di rigenerare tali risorse ed eventualmente attirarne di nuove<sup>24</sup>.

Il metodo più adoperato è quello finanziario, ossia quello che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri che esprime la capacità dell'azienda, nonché le sue potenzialità, senza trascurare le capacità "in atto". In tale contesto la distinzione tra capitale economico e capitale potenziale può essere ricondotta alla diversa qualità di flussi utilizzati nelle diverse formule.

La valutazione aziendale, quindi, è l'applicazione dei principi e delle tecniche di valutazione o stima economica alle realtà aziendali. Oggetto di stima può essere la singola azienda nella sua globalità o un ramo di essa, ossia un qualsiasi centro di profitto, oppure un gruppo aziendale. Anche la valutazione aziendale, come tutte le valutazioni economiche, si basa sul principio cardine dell'attività valutativa ossia il valore di un bene oggetto di scambio è direttamente correlato al suo valore d'uso, e quindi dai benefici che si possono ritrarre dal suo utilizzo.

Sotto l'aspetto quantitativo, la determinazione del valore economico prevede l'applicazione della formula del valore attuale netto o *Net Present Value*. Grazie a questa formula si perviene all'attualizzazione dei flussi di cassa o di reddito, utilizzando un tasso di sconto anche definito "costo opportunità del capitale".

### **1.3 ASPETTI GENERALI DELLA VALUTAZIONE D'AZIENDA**

La valutazione d'azienda ha da sempre rappresentato una delle tematiche di maggior rilevanza e attualità nel mondo economico, questo perché la stima del valore del capitale è un momento primario ed essenziale nella vita di un'impresa, essendo in grado di guidare le strategie e le scelte di gestione, a prescindere dalla circostanza per cui è richiesta la valutazione e dalla natura dell'operazione che la definisce all'interno del contesto imprenditoriale. È necessario porre molta attenzione riguardo questo argomento, in quanto la questione del valore aziendale è in grado di generare delle scelte centrali per l'andamento futuro dell'impresa: infatti, una delle conseguenze principali che derivano da decisioni di questo tipo è la crescita o decrescita che si manifestano in un

---

<sup>24</sup> M. Bini, Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare? Op. cit.

contesto aziendale a seguito di piani economici che sono stati attuati o si potranno attuare nel corso della gestione<sup>25</sup>.

Da un punto di vista storico, la valutazione d'azienda è diventata una problematica sempre più presente nelle realtà aziendali a partire dagli anni '80. Tra le principali motivazione che ha spinto la dottrina ad approfondire questa materia:

- 1) la necessità di controllare il rischio per un'impresa che ha attuato operazioni di acquisizione ad un prezzo eccessivo, oppure dall'altro lato, al fine di evitare delle cessioni d'azienda a condizioni sconvenienti, questo a seguito della modalità di crescita dell'impresa per via esterna;
- 2) il grado di complessità e l'elevato numero di operazioni sul capitale, così come per le fusioni, scissioni, ed in generale le operazioni di finanza straordinaria;
- 3) relativamente alle società quotate, in determinati Paesi, il più necessario bisogno di controllare il rapporto tra le quotazioni e il loro valore intrinseco, al fine di evitare delle sottovalutazioni e perdite di valore borsistico;
- 4) la considerazione secondo cui i metodi tradizionali, atti a definire il risultato contabile di un'impresa, non sono più in grado di cogliere la vera qualità della gestione aziendale. Mancano le prospettive future legate all'impresa, le quali pongono maggior attenzione alla creazione od eventuale distruzione di valore. Per tale motivo è nata l'esigenza di unire le stime di valore con i risultati contabili, al fine di meglio rappresentare la situazione aziendale<sup>26</sup>.

Così come le varie tipologie di valutazioni economiche, anche la valutazione d'azienda si basa essenzialmente su un principio cardine, capace di guidare l'attività valutativa, ossia il principio dell'utilità. Tale principio, caratterizzato dall'essere puramente soggettivo, si basa sull'assunto secondo il quale il valore di scambio di un bene è rappresentato dal suo valore d'uso, quindi dall'aspettativa dei benefici futuri netti che si riusciranno ad ottenere dall'utilizzo del bene, oggetto di valutazione.

L'importanza che ha assunto il tema del valore, e più in particolare la valutazione di azienda, ha generato un interesse sempre più diffuso in tutto il mondo, tanto da divenire materia di analisi per operatori professionisti, istituti finanziari e, ovviamente, per le imprese. L'espansione di questa dottrina ha fatto emergere opinioni differenti nei vari Paesi, basti pensare all'efficienza di cui è

---

<sup>25</sup> D. Balducci, Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie, Aedi, Milano 2019

<sup>26</sup> E. Fusa, G. Guatri, La valutazione del capitale economico dell'impresa, Il Sole 24Ore, Milano 1999

caratterizzato il mercato nel mondo anglosassone, il quale solo in parte trova un parallelismo col mondo europeo.

La valutazione d'azienda comprende numerose tematiche, unite in modo trasversale, in una visione multidisciplinare, con lo scopo di individuare il valore e la qualità dei suoi processi di stima. Elemento essenziale è lo stretto legame tra la conoscenza tecnica del complesso, servendosi dell'analisi fondamentale (che rende possibile organizzare, filtrare e interpretare le informazioni), e la sua misurazione, mediante un vasto elenco di metodologie possibili. Pertanto, è assolutamente indispensabile per il soggetto valutatore, tenendo in considerazione la finalità che vuole perseguire, accertare e pesare le caratteristiche generali e i tratti tipici dell'unità economica da stimare, prestando maggior attenzione alle sue componenti immateriali, strategiche e di sistema.

Le valutazioni aziendali ricorrono ogni volta che il capitale di bilancio non è ritenuto in grado di rappresentare la capacità dell'impresa di produrre ricchezza nel futuro. Ciò avviene generalmente quando l'impresa è interessata da vicende traslative, ossia da negozi, anche solo probabili, che riguardino il capitale di controllo.

La valutazione di un'azienda non è mai concepita come un'applicazione meccanica di criteri e di formule: affinché si giunga ad un risultato di stima affidabile, è, infatti, fondamentale avere a disposizione una serie di strumenti concettuali e di un network di informazioni utili a comprendere l'aggregato vivente nel suo coordinamento sistemico, i suoi obiettivi, le sue politiche, il senso del suo operare. È necessario quindi conoscere le caratteristiche settoriali in cui l'azienda opera e l'ambiente circostante, al fine di utilizzare un corretto procedimento metodologico che meglio possa adattarsi al contesto di riferimento.

Nel processo valutativo, si analizza il passato, valutando le incidenze che continuano ancora ad avere effetti, nelle dinamiche indotte; si apprezza il presente, ponderando al presente le risorse a disposizione, nell'ambito macroeconomico in cui opera e secondo le caratteristiche del settore cui appartiene; si dà valore al futuro, esprimendo un giudizio sempre più vicino al livello degli organi direzionali, tenendo in considerazione sia l'efficacia che l'efficienza del loro operato, alle implementazioni e ai miglioramenti realizzabili, agli orientamenti, in termini di crescita, specialmente nel lungo termine, che danno vita a vera e propria creazione di valore.

È un processo che collega i tempi, capace di unire il passato con il presente, facendo emergere le ragioni profonde dell'identità aziendale, individuando gli strumenti, anche i più nascosti, del valore

e permettendo loro di avere maggior potenzialità nella creazione di nuovo valore. Tali strumenti oltre ad inquadrare il valore, creano anche una nuova dimensione della ricchezza economica da attribuirsi ad ogni oggetto e unità di valutazione. Non si limitano quindi a dare una rappresentazione nel breve periodo, ma sono proiettati verso la potenzialità futura di riuscire a produrre valore nel tempo, senza considerare un punto finale.

La valutazione d'azienda genera un processo volto ad attribuire un determinato valore ad un centro di affari e di interessi in funzionamento, attraverso operazioni diverse atte a conoscere l'essenza del capitale economico. Ciononostante, il valore da stimare quantitativamente rimane estremamente difficile, anche da parte di soggetti professionalmente qualificati, proprio perché il processo valutativo è "*connaturalmente discrezionale*<sup>27</sup>", e quindi soggetto al rischio di rappresentare un valore sopra o sottovalutato.

Il numero dei momenti valutativi del complesso aziendale è enormemente esteso e si cerca, di seguito, secondo uno schema logico-classificatoria, di riordinare, in ottica economico-giuridica, le varie operazioni in cui vengono richiesti i processi di stima:

- a) interventi in aggregazioni aziendali (fusioni, conferimenti, acquisizioni da cessione, scissione, spin-off);
- b) interventi in riorganizzazioni aziendali (operazioni che riguardano il riassetto societario, trasformazioni, trasferimento di azioni e di quote sociali, scambi di partecipazioni, recesso di soci o ingresso di nuovi soci);
- c) interventi in ricapitalizzazioni aziendali (operazioni sul capitale: aumenti di capitale sociale, operazioni di raccolta di capitale attraverso il versamento da parte dei soci);
- d) interventi in espansioni aziendali;
- e) interventi in ristrutturazioni aziendali;
- f) interventi in riattribuzioni aziendali;
- g) interventi in ripotenziamenti aziendali;
- h) interventi in combinazioni aziendali;
- i) interventi in ordinarietà aziendali;
- j) interventi in vincolatività aziendali;
- k) interventi in conflittualità aziendali;

---

<sup>27</sup> D. Balducci, Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie, op. cit

l) interventi in crisi aziendali

1. operazioni di ritorno al valore: concordati preventivi, accordi di ristrutturazione dei debiti, piani attestati di risanamento procedure da sovraindebitamento, amministrazioni straordinarie;
2. operazioni liquidatorie e concorsuali: liquidazioni volontarie, liquidazioni coatte amministrative e procedure concorsuali<sup>28</sup>.

Preliminarmente, per un valutatore il primo compito è quello di comprendere le finalità necessarie per determinare il valore di un'azienda. Le ipotesi che oggi rendono indispensabile la valutazione d'azienda si sono notevolmente dilatate, non solo a motivo della crescita generalizzata della cultura economica ed una maggiore sensibilità al riguardo, ma per tutta una serie di ragioni che ne hanno accresciuto l'importanza.

Una prima categoria di finalità, tra quelle appena esposte, è ravvisabile nei trasferimenti di azienda, o rami di essa, laddove è avvertita la necessità per acquirenti e venditori di fissare la negoziazione ad alcuni punti fermi, superati i quali non c'è convenienza economica nell'operazione. Infatti, nelle operazioni di acquisizione, il corrispettivo, ovvero il prezzo, stabilito nel contratto, trae origine dalla combinazione di più elementi scaturiti da una valutazione, la quale rimane pur sempre volontaria perché non richiesta espressamente da alcuna normativa.

Nelle altre operazioni straordinarie (fusioni, conferimenti e scissioni), sono imposte al valutatore specifiche prescrizioni di legge, che limitano la libertà di scelta e di comportamento. In tali ipotesi, la contropartita per il venditore non è costituita dal pagamento di un prezzo, ma dall'attribuzione di azioni o quote, in ragione della valutazione compiuta dall'esperto valutatore delle società interessate.

Anche in altri contesti di sviluppo aziendale ritorna la necessità di valutare l'azienda, per le diverse operazioni straordinarie che possono riguardare, ad esempio, la quotazione in borsa così come gli aumenti di capitale: operazioni nelle quali ritorna il problema della tutela delle minoranze e quindi della determinazione del valore teorico del diritto d'opzione. In queste circostanze il valutatore deve tener conto oltre che delle norme vigenti anche della prassi corrente sul mercato mobiliare, per cui a volte si preferiscono valutazioni comparative rispetto alle valutazioni analitiche.

---

<sup>28</sup> D. Balducci, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, op. cit.



Non sono rare le situazioni in cui la valutazione si rende necessaria per operazioni straordinarie, volte alla ridefinizione della compagine societaria. Sono situazioni classiche di questo tipo i litigi fra soci, che rendono inevitabile l'uscita di uno o più degli stessi, l'esercizio del diritto di recesso, l'attribuzione ai soci di attività aziendali secondo proporzioni diverse da quelle esistenti.

Una necessità permanente e sistematica di conoscere il valore delle aziende, proviene anche dalla progressiva estensione dell'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, i quali impongono alle imprese di verificare annualmente il valore delle partecipazioni detenute attraverso un processo definito "impairment test", che è di fatto riconducibile ad una valutazione di azienda.

La valutazione d'azienda assume una rilevanza particolare anche in sede contenziosa, quando emergono differenti interpretazioni riferite ad operazioni già concluse. Le parti coinvolte in tali giudizi cercano tutela attraverso una perizia che certifichi i valori assunti come riferimento.

Infine, non infrequente è il caso in cui la valutazione venga richiesta semplicemente per sapere quanto valga la propria azienda<sup>29</sup>. In queste circostanze la valutazione si rende necessaria ai fini della misurazione della performance aziendale. Questo soprattutto perché si dà sempre minor credito alla misura contabile dei risultati di periodo come stima della performance effettivamente realizzata dalle imprese. *"Le ragioni del discredito dei risultati contabili nell'ottica degli analisti e degli esperti sono storicamente legate:*

- *alle regole giuridico-formali che condizionano pesantemente i risultati di bilancio;*
- *alle politiche di bilancio, non di rado utilizzate al fine di comporre contrapposti interessi delle varie categorie di stakeholders;*
- *al noto fatto che i risultati contabili, per ragioni in parte cautelative e in parte legate alla carenza di metodologie standardizzate di calcolo, hanno storicamente trascurato la dinamica del valore degli intangibili;*
- *al fatto che i risultati contabili sono inevitabilmente orientati al passato così che essi non scontano (o scontano solo parzialmente) le variazioni che intervengono nei rischi che gravano sull'impresa e nelle attese di flussi futuri".*<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> Comitato scientifico Euroconference, La nozione di valore dell'impresa e il processo di valutazione, Euroconference, Verona, 2015

<sup>30</sup> Guatri, Bini, Nuovo trattato sulla valutazione d'azienda, Università Bocconi, Milano, 2005

Queste sono le ragioni per cui si è sempre più consolidata la convinzione che l'azienda deve valutare sé stessa con sistematicità<sup>31</sup>.

La diffusione delle teorie sulla creazione di valore, che hanno richiesto il ricorso agli approcci di valutazione anche in veste di strumenti di misurazione delle performances d'impresa, e la diffusione dei principi internazionali IAS/IFRS, che hanno comportato l'utilizzazione di iter di stima al fine della quantificazione di determinate poste di bilancio (impairment test, per il valore di avviamento), hanno determinato l'espansione del campo di indagine e dell'espressione del valore d'azienda.

La riflessione sul valore economico si sviluppa non solo negli aspetti di più alta definizione concettuale, ma anche di più concreta metodologia applicativa, contribuendo a diffondere nel nostro paese, con interessanti spunti originali, idee e concetti che nel frattempo si affermano in tutto il mondo<sup>32</sup>, imponendo la logica di creazione del valore come riferimento universale e parametro di valutazione delle performance per imprese e manager<sup>33</sup>.

Ne deriva un quadro logico rigoroso ed articolato per formulare un giudizio integrato di valutazione che poggia su tre pilastri: i valori assoluti, ispirati a modelli e formule; i valori relativi, fondati sui multipli di mercato; l'analisi fondamentale, supportata da una adeguata base informativa<sup>34</sup>.

Questo processo ha dato origine a tecniche di valutazione parallele, anche relativamente alla formazione del bilancio d'esercizio: la diffusione di principi contabili, omogenei a livello internazionale, ed il progressivo recepimento della cultura fondata sulle determinanti del valore, ha determinato un avvicinamento nella prospettiva del valore a livello globale, aggiornando procedimenti che ne hanno fatto emergere la loro importanza<sup>35</sup>.

Il reddito prodotto dall'azienda misurato dalla semplice informativa contabile è sempre meno idoneo a evidenziare un reale e soddisfacente rilievo dei risultati conseguiti nel corso del tempo: una proponibile opportunità, se non un rimedio concettuale, è ravvisabile negli incrementi di valore che raggiunge, nel divenire, il capitale economico<sup>36</sup>.

---

<sup>31</sup>[http://www.antonioricciardi.it/materiali-analisi-bilancio-12-13/15\\_La%20valutazione%20d%27azienda%20e%20i%20metodi.pdf](http://www.antonioricciardi.it/materiali-analisi-bilancio-12-13/15_La%20valutazione%20d%27azienda%20e%20i%20metodi.pdf)

<sup>32</sup> M. Comoli, *Valore: la più grande idea nella storia del business*, EGEA, Milano 2020.

<sup>33</sup> M. Paoloni, *La crisi finanziaria internazionale e nazionale. Gli strumenti contabili e di controllo, i meccanismi di risoluzione e le prospettive future. Studi di Ragioneria e di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, 2019.

<sup>34</sup> Guatri, Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione d'azienda*, op. cit.

<sup>35</sup> D. Balducci, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, AEDI Edizioni, Milano, 2019.

<sup>36</sup> D. Balducci, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, op. cit.

A partire da queste originali premesse, affermandosi l'uso complementare delle tecniche delle "valutazioni di esercizio" e "fuori esercizio"<sup>37</sup>, si sono avvicendati nel tempo eminenti studiosi, che hanno sottolineato come il valore economico del capitale, funzione dei frutti che l'azienda può originare<sup>38</sup>, costituisca "il riferimento teorico del valore di scambio attribuibile al capitale proprio aziendale"<sup>39</sup> e, in altri termini, rappresenti "un indice significativo dei prezzi negoziabili, avuto riguardo non già alle circostanze che definiscono le convenienze economiche particolari di due aziende scambiste e le loro forze contrattuali, ma alle circostanze generali di svolgimento economico delle gestioni patrimoniali".<sup>40</sup>

Valutazioni di bilancio e valore economico di un'azienda restano due concetti distinti. Il valore contabile di un capitale in funzionamento e i criteri di valutazione impiegati per la redazione del bilancio d'esercizio non costituiscono una base adeguata alla stima del valore di un capitale economico. Non sono protesi alla quantificazione del valore d'azienda, ma del reddito di periodo, perché fondati perlopiù sul costo storico e non sul valore corrente.<sup>41</sup>

Il capitale economico nella più matura prospettazione del pensiero di Guatri "è da considerare un'importante formula valutativa [...] che sa meglio combinare e ottimizzare le caratteristiche giudicate positive ai fini della stima: razionalità, dimostrabilità, neutralità (più eventualmente stabilità)".<sup>42</sup>

L'informazione che si può ricavare dal bilancio di esercizio non è sufficiente per determinare il valore dell'azienda, non considera la capacità del sistema stesso di originare valore; ne offre una quantizzazione effettiva, in un valore che è anche, su altri fronti, di massimizzazione dell'investimento in essere <sup>43</sup>.

È ormai noto e consolidato che il successo di ciascuna impresa è in massima parte determinato dalla dotazione di risorse immobilizzate (tangibili, intangibili e finanziarie). Tuttavia, la valorizzazione di tali risorse risulta perlopiù non correttamente riflessa nei valori di bilancio, comportando l'insorgenza di una serie di problematiche sia dal punto di vista dell'effettiva valorizzazione dell'azienda nel suo complesso, sia sotto il mero profilo informativo: esiste infatti un "gap" tra le

---

<sup>37</sup> C. Masini, La dinamica economica nei sistemi dei valori di azienda. Valutazioni e rivalutazioni. Giuffrè, Milano

<sup>38</sup> P. Onida, Economia d'azienda. Utet, Torino, 1987.

<sup>39</sup> G. Ferrero, La valutazione economica del capitale d'impresa. Giuffrè, Milano, 1966.

<sup>40</sup> Coda, Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d'impresa. Giuffrè, Milano, 1963.

<sup>41</sup> D. Balducci, Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie, op. cit.

<sup>42</sup> Guatri, Trattato sulla valutazione delle aziende. EGEA, Milano, 1998.

<sup>43</sup> D. Balducci, Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie, op. cit.

informazioni possedute direttamente dalle imprese e quelle fruibili dagli utilizzatori esterni del bilancio<sup>44</sup>.

Per stimare il valore economico di un'azienda si sono, quindi, affermate tecniche, necessariamente basate su scelte razionali, che si riadattano in ambito di principi contabili e di analisi economico-finanziaria, per estendersi a valutazioni che accertino la fattibilità di un investimento, indagando sul versante interno all'azienda, se sussistano le condizioni di sostenibilità, in correlazione al singolo stadio del ciclo produttivo e alla peculiare fase gestionale, non individuate dal contesto di mercato<sup>45</sup>. Sono queste le condizioni entro le quali basare la decisione di investimento, per consentire di stabilire in che fase della congiuntura si trova, quali saranno le politiche associate e come si ripercuoteranno sulle dinamiche concorrenziali, sull'ambiente competitivo e sulle evoluzioni operative. L'obiettivo di un processo di valutazione varia in base alla situazione necessaria a definire il valore di un'impresa o di singoli asset aziendali<sup>46</sup>. L'intento è quello di profittare del bagaglio di conoscenze valutative, in chiave migliorativa del governo d'impresa, per sostenere lo sviluppo e ottimizzare le potenzialità di successo. Affinate le procedure, è la stessa azienda a divenire oggetto di stima, in quanto equiparabile ad un investimento economico in atto<sup>47</sup>.

La valutazione è anche importante di per sé nell'ambito della stessa impresa, che sia quotata o meno, trovando le sue ragioni quale supporto alle scelte gestionali. L'operazione di stima del valore del capitale economico dell'impresa è molto utile nel processo di pianificazione strategica nonché quale indicatore di valore nel caso di scelta di strategie alternative<sup>48</sup>

Sul fronte interno, la valutazione di azienda ha progressivamente assunto una funzione di conoscenza primaria del complesso e di stimolo alla creazione di valore.

Mentre, sul versante esterno, il ruolo di supporto della valutazione d'impresa assume particolare rilevanza, non solo in veste formale, laddove obbligatoria ad importanti operazioni sul capitale, in campo societario, di natura straordinaria, ad esempio in operazioni di *mergers and acquisitions* (M&A), nella quotazione sui mercati finanziari, investimenti nel capitale di società non quotate, per la crescente complessità, dal ricorso a maggiore mole di informazioni.

---

<sup>44</sup> G. Pellati, Valutazione d'azienda, Il Sole 24Ore, Milano, 2021.

<sup>45</sup> D. Balducci, Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie, op. cit.

<sup>46</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, Maggioli, Sant'Arcangelo di Romagna, 2020.

<sup>47</sup> D. Balducci, Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie, op. cit.

<sup>48</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

Le finalità sono, però, divergenti, perché le operazioni straordinarie e societarie accorpano un insieme disomogeneo di interventi prioritariamente volti:

- 1) a modificare il modello, la struttura o la forma giuridica adottati in precedenza per lo svolgimento dell'attività;
- 2) a trasferire, in tutto o in parte, la titolarità del complesso o il controllo della società, nei passaggi di proprietà che li implicano;
- 3) a liquidare l'azienda, per poi estinguere l'impresa, nella fase terminale della vita economica, onde decretare la cessazione<sup>49</sup>.

Nella sfera delle operazioni straordinarie e societarie si colloca un insieme di questioni interpretative e di suggestioni applicative, perché coinvolge una serie di modifiche organizzative e patrimoniali di carattere eccezionale. Si aprono nuovi scenari di sviluppo dimensionale, di ridisegno di assetti (specie aggregativi e di gruppo), di realizzazione di combinazioni economico-produttive, di attivazione di confluenze a matrice contrattuale, di riassetto di progetti imprenditoriali, di riallocazione di driver del valore, di rifocalizzazione di business ecc.: tutte operazioni che incidono, in maniera significativa, sulla conformazione vitale per l'azienda.

Le stesse operazioni determinano un consistente impatto sul suo futuro, in occasione di eventi d'una certa rilevanza, a volte addirittura esistenziali per l'impresa coinvolta. Si tratta, comunque, di operazioni al di là della gestione ordinaria, di carattere eccezionale, sia per quanto riguarda la frequenza con cui si manifestano, sia per le conseguenze che producono a livello di sconvolgimenti di sistema aziendale.

Per risistemazioni di corporate governance o per altre vicende di riordino, si aggiungono anche percorsi di riorganizzazione e di razionalizzazione, di vario ordine, per rimodulare le risorse aziendali ed il loro utilizzo, con l'obiettivo di un semplice rifinanziamento (da terzi) e/o di una semplice ricapitalizzazione (da soci).

L'ampliamento e la diversificazione delle opportunità, nell'ottica della valorizzazione della funzione di raccolta di mezzi liquidi necessari all'esercizio dell'impresa sociale, individua le posizioni dei portatori di interesse, anche sotto il profilo puramente conoscitivo, sul valore del capitale, per gli stakeholders, e sul valore del capitale economico, per gli shareholders: il diritto di

---

<sup>49</sup> D. Balducci, Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie, op. cit.

informazione e di cognizione del valore dell'azienda, per i primi, è funzionale a non danneggiare i propri interessi; mentre, per i secondi, a vera e propria creazione di valore<sup>50</sup>

Operazioni straordinarie e operazioni societarie, in particolare quelle di trasformazione, fusione e scissione, costituiscono momenti fondamentali della vita di una società. Si intrecciano, nel declinarsi dell'operatività, e si interfacciano, nella vita di un'impresa, sino a rappresentarne un appuntamento fisiologico, un parterre di opzioni strategiche, con cui ogni azienda si trova, prima o poi, ad impattare. Infatti, nel corso della sua esistenza, ogni impresa può avvertire il bisogno di modificarsi e adeguarsi al variare della situazione economica, mutando di fatto il suo assetto giuridico e patrimoniale.

La valutazione economica è utile e necessaria, quantomeno, ad orientare il processo decisionale retrostante, specie ove finalizzato ad iniziare operazioni di finanza straordinaria, non solo in fase di indirizzo, ma anche in via esecutiva, nell'insieme di interventi comunque volti alla crescita ed al rafforzamento del complesso aziendale e del suo valore<sup>51</sup>.

#### **1.4 IL CONCETTO DI PREZZO E VALORE**

Nelle operazioni di valutazione del capitale economico, la maggior parte delle disposizioni che le introducono non manifestano un contenuto rigoroso, descrivono le finalità dell'intervento di stima, ma non definiscono le metodologie di calcolo, limitandosi a tracciare orientamenti di modelli valutativi. Non esplicitano mai le modalità di applicazione, né dettagliano i criteri coerenti con i connotati dell'istituto giuridico<sup>52</sup>.

Riguardo il concetto di valore ed il concetto di prezzo, molte sono le espressioni e le configurazioni coniate dalla dottrina<sup>53</sup>. Partendo dal concetto di valore riferito all'impresa, questo è finalizzato all'individuazione degli elementi che più caratterizzano un'azienda, ragion per cui tra le varie

---

<sup>50</sup> D. Balducci, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, op. cit.

<sup>51</sup> D. Balducci, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, op. cit.

<sup>52</sup> D. Balducci, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, op. cit.

<sup>53</sup> E. Comuzzi, *Complessità, valore e imprese*. Giappichelli, Milano, 2016.

espressioni che meglio lo identificano vi sono “valore economico del capitale aziendale”, “valore aziendale stand alone” e “valore del capitale economico”.

La natura di tali espressioni trova origine nel campo economico-aziendale, in netto contrasto con la rappresentazione data nella sfera contabile. A tal proposito, un presupposto essenziale per una facilitata comprensione dell’espressione “valore economico” è stato fornito dall’economista Gino Zappa, secondo cui “(il valore economico) *non può valutarsi consapevolmente che sul fondamento dei presunti redditi futuri capitalizzati ad un saggio di reddito o di interesse detto appunto saggio di capitalizzazione*”<sup>54</sup>.

Con riferimento al “valore stand alone”, l’interpretazione più corretta da adottare è relativa alla configurazione di livello strategico-gestionale-strutturale di un’impresa, che considera come orizzonte temporale il momento attuale, non ponendo, quindi, attenzione né nei confronti di chi vende né di chi compra. È una concezione del valore d’impresa puramente astratto.

Come è possibile notare, il concetto di valore economico è quindi il risultato di stime e determinazioni, processi che di per sé implicano delle valutazioni eseguite da determinati soggetti. Allo stesso modo, varie sono le espressioni collegate al concetto di prezzo, tra le quali la più importante è senz’altro quella di “prezzo di mercato”.

Quando i mercati finanziari erano poco sviluppati, prezzi e valori si “incrociavano” molto raramente. Erano i valori ad orientare i prezzi in quanto la maggior parte delle imprese non avvertivano la necessità dei mercati dei capitali (azionari) per crescere o svilupparsi (a causa della ridotta concorrenza che garantiva adeguati flussi di autofinanziamento) ed i prezzi si formavano quasi esclusivamente in occasione di compravendite aventi per oggetto l’intera azienda<sup>55</sup>.

Secondo la teoria economica libero-scambista, il “prezzo” è ciò che si paga, mentre il “valore” ciò che si ottiene. I valori costituiscono il parametro di confronto con il prezzo sia per il compratore sia per il venditore. Per il compratore, il prezzo rappresenta l’esborso da sostenere per realizzare l’investimento mentre il valore è ciò che ricava dall’investimento stesso; per il venditore, invece, il prezzo costituisce il ricavato dallo scambio mentre il valore ciò cui rinuncia.

---

<sup>54</sup> G. Zappa, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomi I, II, III, Milano, 1957.

<sup>55</sup> M. Bini, *Quali sono le sfide che la valutazione d’azienda è chiamata ad affrontare?* Op. cit.

I valori in questa fase erano sempre rappresentati da valori soggettivi, del compratore (*investment value*) e del venditore (*current owner value*), ed i tassi di sconto erano funzione della redditività storica delle imprese del settore.

Con l'accresciuta concorrenza e il conseguente sviluppo dei mercati finanziari, prezzi e valori si "incontrano" di continuo perché le imprese devono aprirsi al mercato dei capitali, devono aggregarsi, dismettere attività o ristrutturarne altre tramite il ricorso al mercato<sup>56</sup>.

L'espressione "prezzo di mercato" è sicuramente una rappresentazione del valore più concreta rispetto a quella di "valore economico", in quanto è collegata a determinate transazioni di mercato che possono interessare l'impresa nella sua interezza o solamente parti di essa.

Unitamente a questa definizione, riveste un ruolo importante anche l'espressione di "prezzo probabile di mercato", la quale si riferisce al prezzo che deriva dalle valutazioni realizzate da potenziali acquirenti dell'impresa.

Nonostante siano due grandezze differenti, sono strettamente collegate tra loro, in quanto le valutazioni spesso si basano sui prezzi o indicatori di essi, ma spesso accade anche che i prezzi scontano le informazioni che derivano, appunto, da valutazioni<sup>57</sup>.

Si può quindi affermare che entrambe le espressioni, ossia valore economico e prezzo di mercato, hanno una loro rilevanza nelle varie attività aziendali, sia a livello di controllo strategico ed operativo di un'azienda, sia che si tratti di un'operazione che ha come scopo quello di acquisire il pacchetto di controllo del capitale aziendale. Oltre alle attività, la proprietà ed i vari stakeholders (attuali e potenziali) rivestono un ruolo d'eccezione anche nei confronti dei diversi soggetti come il management che ruotano all'interno e attorno al complesso aziendale.

Questa distinzione tra prezzo e valore non ha lo scopo di far risaltare nessuno dei due concetti, in quanto sono nozioni collegate tra loro che contribuiscono a fornire nuove informazioni attinenti alla misurazione del valore aziendale. Nonostante la doverosa premessa, spesso si è ritenuto che il valore economico del capitale costituisse un elemento essenziale per la valutazione d'azienda, mentre il prezzo risultava essere un fatto negoziale, non idoneo ad esprimere correttamente il valore di un'impresa; così come per il prezzo, il quale, derivando da una razionalità piena dei mercati, poteva assicurare una corretta e migliore rappresentazione del valore del capitale d'impresa<sup>58</sup>.

---

<sup>56</sup> M. Bini, Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare? Op. cit.

<sup>57</sup> E. Comuzzi, Complessità, valore e imprese. op. cit.

<sup>58</sup> Massari, Finanza aziendale. Valutazione, McGraw Hill, Milano, 1998.



In base al particolare contesto di analisi e misurazione in cui sono inseriti, i valori ed i prezzi possono essere distinti in varie categorie<sup>59</sup>.

Per quanto riguarda i valori:

- *“valori che favoriscono i processi di governo interno delle imprese;*
- *valori che favoriscono le transazioni tra imprese;*
- *valori che rientrano in particolari operazioni sul capitale per le quali, sulla base di norme di legge o di pratiche diffuse, si rende necessaria una stima formale dell'intero capitale o di sue componenti;*
- *valori sulla base dei quali si vuole stimolare i meccanismi di scambio informativo tra l'impresa e il mercato”.*

In riferimenti ai prezzi, invece, le distinzioni possono essere fatte tra:

- *“prezzi derivanti da quotazioni di mercato, i quali costituiscono la sintesi più ampia e generica delle altre fattispecie;*
- *prezzi proposti dal mercato in occasioni di particolari operazioni sul capitale, tra cui gli aumenti di capitale, le offerte di acquisto o di vendita, i progetti di acquisizione e fusione, con scambio o meno di azioni;*
- *prezzi di scambio fuori mercato, che includono spesso transazioni di pacchetti significativi sotto il profilo degli assetti proprietari e dei cambiamenti del controllo di tali assetti;*
- *prezzi effettivi di scambio, che si formano sulla base delle transazioni che si svolgono tra venditore e acquirente<sup>60</sup>”.*

## **1.5 LE DIVERSE FASI DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE**

*L'adeguata pianificazione ed organizzazione del processo valutativo rappresenta una fase fondamentale nell'attività che è chiamato a svolgere il valutatore. Se il riconoscimento del valore riguarda, in luogo di un*

---

<sup>59</sup> E. Comuzzi, *Complessità, valore e imprese*. op. cit.

<sup>60</sup> Buttignon, *Il modello economico finanziario. Introduzione alla costruzione e analisi del bilancio, al calcolo economico e alla valutazione dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2001

*individuo, un qualunque bene siamo in presenza di una valutazione, o di un processo di valutazione come accade per i beni più complessi, effettuata da un soggetto ritenuto idoneo.*<sup>61</sup>

Valutare un'impresa, tenendo conto della visione oggettiva del valore di un bene, il quale è possibile determinarlo in modo univoco, sembra essere un'operazione che non presenti molte difficoltà, in quanto il risultato finale deriva semplicemente dall'applicazione, ai dati che provenienti dal complesso aziendale, di metodi matematici. Alla luce di tali affermazioni, è lecito pensare che, prescindendo dalla valutazione compiuta dal soggetto valutatore, ci sia un valore oggettivo.

Al contrario, una seconda corrente di pensiero afferma la predominanza del lavoro del valutatore rispetto al valore puramente oggettivo dell'impresa. Questa considerazione mette in risalto l'esperienza degli esperti in quanto, essendo l'azienda "*un bene complesso e articolato*", devono tener conto di una moltitudine di elementi, che solamente attraverso l'operato di un soggetto preposto alla valutazione è possibile ottenere una sintesi, poiché non sempre tali aspetti sono oggettivi e spesso dipendono proprio dalla bravura del valutatore a saperli cogliere.

La risposta più corretta in questo caso è da ricercarsi all'interno del processo valutativo, attraverso il quale è possibile determinare il valore di un'impresa. Il valore in sé è costituito da un numero, ma quello che realmente lo determina sono i modelli e criteri che vengono applicati per misurarlo.

A tal riguardo, Guatri ha voluto identificare, in maniera più precisa e puntuale, quelli che secondo lui fossero i criteri essenziali sui quali basare un buon processo valutativo del capitale economico di un'impresa<sup>62</sup>, in particolare sosteneva che "*Le formule di valutazione delle aziende applicabili in concreto possono essere giudicate, nel loro grado di validità e credibilità, in funzione di tre caratteristiche essenziali:*

- *razionalità;*
- *obiettività;*
- *generalità*"<sup>63</sup>.

In seguito all'evoluzione della dottrina aziendalista, si è giunti ad un ammodernamento dei precedenti criteri, sopra elencati, ossia:

- *razionalità della funzione del valore;*
- *dimostrabilità dei dati utilizzati;*
- *chiarezza dell'esposizione delle semplificazioni, delle ipotesi e delle stime soggettive;*

---

<sup>61</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, Verona, 2015.

<sup>62</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

<sup>63</sup> L. Guatri, La valutazione delle aziende, III Edizione, Giuffrè, Milano, 1987.

- verifica dell'impatto sul valore di semplificazioni, ipotesi e stime alternative<sup>64</sup>.

Volendo analizzare in maniera più dettagliata tali criteri, è necessario, innanzitutto, soffermarsi sul concetto di razionalità della funzione del valore. Questo criterio è da identificarsi nella possibilità di applicare una particolare funzione del valore al complesso aziendale. Non ci si riferisce alla funzione in sé, in quanto quest'ultima può avere varie configurazioni: può consistere in una banale funzione algebrica ed essere di più semplice applicazione, come può invece essere più complessa, richiedendo più passaggi algebrici per pervenire al risultato (questo è il caso dei metodi finanziari a tre stadi).

Di seguito, un altro principio imprescindibile che guida il processo di valutazione è la dimostrabilità dei dati utilizzati. Ciò significa che il lavoro del soggetto valutatore è, oltre a quello di misurare e dare rappresentazione del valore d'impresa, di garantire una lettura facilitata ai destinatari, e metterli nella condizione di poter recuperare i dati che sono stati da lui utilizzati per giungere al risultato finale. Di conseguenza deve dare ampia informazione riguardo le tipologie dei dati utilizzati, le modalità di elaborazione e le fonti da cui sono stati tratti.

Come precedentemente affermato, non tutti i dati necessari per la valutazione sono certi ed oggettivi, ma spesso le stime e interpretazioni compiute dal valutatore assumono ruoli fondamentali per l'ottenimento del giudizio finale. È quindi opportuno, da parte del valutatore, indicare quali sono state le ragioni che hanno reso possibile il raggiungimento del risultato finale, il processo che ha seguito e l'impatto che si sarebbe verificato sul valore, se fosse giunto ad una risposta alternativa. Da questa analisi appare evidente che non esiste un valore d'impresa oggettivo, ma questo è influenzato dal soggetto preposto alla valutazione di essa, in quanto ognuno esprime un giudizio differente, senza necessariamente essere in errore<sup>65</sup>. Per questo motivo è necessario tenere in considerazione il processo di valutazione, poiché, se eseguito in modo preciso e rigoroso, la differenza di risultato che si potrebbe ottenere da due soggetti diversi non sarà mai così significativa da compromettere l'intero lavoro.

Nonostante sia complesso distinguere le varie fasi che compongono un processo valutativo, è possibile individuare quelli che sono gli stadi essenziali che rendano possibile tale attività:

### **1) fase preliminare:**

- a) definizione delle finalità e dell'oggetto della valutazione;

---

<sup>64</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, op. cit.

<sup>65</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, op. cit.

- b) raccolta della base informativa;
- c) analisi della performance;
- d) scelta della funzione del valore;

**2) fase esecutiva:**

- a) costruzione del modello di valutazione;
- b) analisi di simulazione;

**3) fase di sintesi:**

- a) determinazione del valore;
- b) stesura della perizia<sup>66</sup>.

Come è possibile notare, il processo di valutazione è composto da tre fasi principali. Nell'ambito della "fase preliminare" il soggetto valutatore deve fornirsi di più informazioni possibili riguardo l'impresa oggetto di analisi. Tali informazioni riguardano il settore in cui il complesso aziendale opera, le principali strategie che vengono impiegate ed eventuali punti di forza e debolezza che la caratterizzano ed infine gli esercizi passati.

La fase successiva, detta "fase esecutiva" si fonda sulla creazione del modello di valutazione che si vuole adottare per la specifica impresa. Questo modello è in seguito oggetto di simulazione, in quanto bisogna testare la sua "aderenza" alle specifiche variabili che interesseranno il processo stesso.

Infine, la "fase di sintesi" è lo stadio conclusivo del processo valutativo, il quale si sostanzia nell'ottenimento di un numero in grado di rappresentare e, per l'appunto, sintetizzare l'intero lavoro svolto. A supporto di ciò, il soggetto valutatore conclude il processo di valutazione con una perizia che viene messa a disposizione del committente.

Nonostante la precedente presentazione e spiegazione delle principali fasi del processo valutativo, la complessità di tale attività è stata ulteriormente semplificata e identificata dai Principi Italiani di Valutazione (PIV)<sup>67</sup>, emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), i quali hanno individuato, in base alla natura e alle finalità che si intende perseguire, varie tipologie di incarico:

- valutazione piena;
- parere valutativo;

---

<sup>66</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, op. cit.

<sup>67</sup> Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze, Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione, Firenze, 2016.

- parere di congruità;
- calcolo valutativo;
- revisione del lavoro di un altro esperto.

In particolar modo la valutazione piena (PIV I.4.3; II.4.4; III.1.2; III.1.24) rappresenta l'incarico più completo, in cui il soggetto valutatore è chiamato a formulare un giudizio finale contenuto all'interno di un documento derivante dall'applicazione del processo valutativo. In questo caso il processo è distinto in cinque fasi fondamentali:

- 1) **Formazione e apprezzamento della base informativa:** rappresentando la fase iniziale, la qualità delle informazioni raccolte andrà ad influenzare le attività successive. Di conseguenza l'adeguatezza delle informazioni è un requisito essenziale per lo svolgimento del processo.
- 2) **Applicazione dell'analisi fondamentale:** in questa fase, il valutatore, una volta individuate le informazioni e i dati necessari per l'attività, deve analizzare gli aspetti che caratterizzano l'impresa, che sia esso l'ambiente esterno o i fattori di rischio in cui può incorrere;
- 3) **La selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione**
- 4) **L'apprezzamento dei principali fattori di rischio:** tale fase rappresenta uno stadio importante per il processo valutativo, in quanto l'individuazione di eventuali rischi del settore in cui è inserita l'impresa possono garantire un maggior livello di correttezza del giudizio finale. Per compiere l'attività, il valutatore usufruisce dell'analisi fondamentale.
- 5) **La costruzione di una razionale sintesi valutativa:** rappresenta il tassello finale del processo di valutazione, in cui il valutatore perviene al risultato finale, attraverso l'utilizzo di metodi di stima adatti al contesto di riferimento<sup>68</sup>.

Di seguito è rappresentata la check-list relativamente all'attività, alle verifiche e agli adempimenti da rispettare in ambito del processo di valutazione, con i relativi PIV di riferimento. Seguendo l'ordine logico precedentemente affrontato, avremo:

---

<sup>68</sup> Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze, Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione, op. cit.

a) Formazione e apprezzamento della base informativa<sup>69</sup>:

Attività	Note	PIV	Altri standard
Acquisizione documentazione ed altri elementi informativi rilevanti, disponibili alla data di riferimento della valutazione	Elementi informativi (storici, correnti e prospettici) inerenti al contesto economico generale, al settore economico e all'arena competitiva di riferimento, all'oggetto della valutazione, al mercato finanziario e a soggetti comparabili	PIV I.4.3; I.5; I.8.1; III.1, premessa; III.1.24	
Verifica completezza base informativa	La base informativa è completa quando non mancano informazioni rilevanti ai fini della valutazione. Eventuali criticità e limitazioni della base informativa devono essere chiaramente identificate	PIV I.5.1; I.5.4; I.8.5; II.4.4	
Valutazione impatti derivanti sulla ragionevolezza dei risultati a causa di limitazioni e criticità nella base informativa e conseguente valutazione della possibilità di effettuare una valutazione piena		PIV I.5.4; I.8.5; II.4.4	
Verifica coerenza base informativa	Coerenza: - con metodologia valutativa; - con configurazione di valore ricercata; - con finalità della stima.	PIV I.5.1; I.5.3; I.5.7	
Verifica obiettività e attendibilità	Valutazione indipendenza fonte informativa	PIV IV.2	
Analisi e comprensione <i>assumption</i> sulle quali si basano le previsioni di piano	Opportuno effettuare analisi di sensibilità e analisi di scenario ( <i>base/best/worst cases</i> )	PIV I.5.5; I.5.6; III.1.24	- ISAE 3400, <u><i>The Examination of Prospective Financial Information</i></u> ; - <u>Linee Guida per il finanziamento delle imprese in crisi (Unifi, Cndcec, Assonime), 2015</u> ; - <u>Linee guida alla redazione del Business Plan (Cndcec)</u>

<sup>69</sup> Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze, Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione, op. cit.

Attività	Note	PIV	Altri standard
<p>In caso di utilizzo lavoro di terzi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- verifica coerenza e attendibilità rispetto all'intero processo valutativo;</li> <li>- esame base informativa utilizzata dallo specialista;</li> <li>- esame coerenza configurazione di valore ricercata;</li> <li>- esame coerenza prospettiva di valutazione;</li> <li>- esame coerenza presupposto di valutazione;</li> <li>- esame coerenza unità di valutazione e aggregazione di attività;</li> <li>- esame coerenza criteri di valutazione impiegati;</li> <li>- esame possibili duplicazioni;</li> <li>- esame coerenza tassi impiegati.</li> </ul>	<p>Preliminare verifica: competenza ed esperienza specialista; adesione ad un codice etico da parte dello specialista; adesione ai PIV o ad altri principi conformi al medesimo <i>framework</i></p>	<p>PIV I.4.8; I.5.2</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <u>Linee Guida per il finanziamento delle imprese in crisi (Unifi, Cndcec, Assonime);</u></li> <li>- <u>Principi di attestazione dei piani di risanamento (Irdcec, Aidea, Andaf, Apri, Ocric);</u></li> <li>- <u>ISA Italia 610;</u></li> <li>- <u>ISA Italia 620</u></li> </ul>

**b) Applicazione dell'analisi fondamentale<sup>70</sup>:**

Attività	Note	PIV
<p>L'analisi fondamentale ha contenuti diversi in relazione all'oggetto di valutazione. Tipicamente prevede le attività di seguito indicate.</p>		<p>PIV I.4.3</p>
<p>Analisi di contesto</p>	<p>Analisi strategica a livello di settore/mercato, finalizzata alla comprensione delle tendenze ed evoluzioni attese e dei fattori critici di successo</p>	<p>PIV I.4.3; III.1.2</p>
<p>Individuazione ed analisi elementi distintivi che caratterizzano l'oggetto della valutazione</p>	<p>Analisi strategica a livello di azienda, finalizzata alla comprensione delle fonti di vantaggio competitivo, dei <i>driver</i> di valore e della loro sostenibilità nel tempo (<i>swot analysis</i>, ecc.)</p>	<p>PIV I.4.3; III.1.2</p>
<p>Analisi documentale</p>	<p>Esame documentazione contabile e gestionale, ai fini dello studio dell'evoluzione nel tempo dei <i>driver</i> di valore (riclassificazione ed analisi di bilancio; esame report controllo di gestione; esame scostamenti dati previsionali e consuntivi; esame report direzionali)</p>	<p>PIV I.4.3; III.1.2</p>

(continua)

<sup>70</sup> Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze, Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione, op. cit.

Attività	Note	PIV
Analisi storica	Studio dell'evoluzione storica dell'oggetto della valutazione e dei suoi <i>driver</i> di valore	PIV I.4.3; III.1.2
Analisi prospettica	Esame critico delle previsioni economiche e finanziarie e delle <i>assumption</i> sottese	PIV I.4.3; III.1.2
Analisi comparativa	Analisi dei dati relativi a <i>comparables</i> . Esame di eventuali giudizi espressi da analisti	PIV III.1.2
Esame dei fattori di rischio	Individuazione ed analisi dei possibili effetti derivanti dai fattori di rischio	PIV I.4.3
Analisi delle variabili di mercato	Studio scenario macroeconomico, contesto mercato di riferimento e sue dinamiche, mercato dei capitali (con particolare riferimento ai tassi)	PIV I.4.3; III.1.2

5) La selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione<sup>71</sup>:

Attività	Note	PIV
Individuazione delle metodiche da applicare	Al fine della determinazione del valore, nelle diverse configurazioni possibili, possono essere utilizzate una o più metodiche di valutazione. Le tre principali metodiche nell'ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti: a) metodica di mercato ( <i>market approach</i> ); b) metodica dei flussi di risultati attesi ( <i>income approach</i> ); c) metodica del costo ( <i>cost approach</i> ).	PIV I.4.3; I.14; I.15; I.16; I.17
Spiegazione delle ragioni per cui si è fatto uso di determinate metodiche ed escluso altre		PIV I.4.3; I.14.2
Individuazione dei criteri più idonei per ciascuna delle metodiche prescelte	Nell'ambito delle tre principali metodiche sono riconducibili cinque gruppi di criteri di valutazione: a) patrimoniali; b) reddituali; c) criteri che esplicitano la creazione di valore; d) finanziari; e) comparativi di mercato. Viene sconsigliato l'impiego di metodi empirici, talora applicati nella prassi, ma non validati scientificamente	PIV I.4.3; I.14.3; III.1.11

<sup>71</sup> Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze, Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione, op. cit.



Attività	Note	PIV
Spiegazione delle ragioni per cui si è fatto uso di determinati criteri ed escluso altri	<p>La scelta delle metodologie di valutazione da impiegare dipende da (e deve essere coerente con):</p> <p>a) caratteristiche dell'oggetto della stima (ad esempio, in situazioni <i>steady state</i> sono particolarmente adatte le valutazioni reddituali (PIV III.3.32));</p> <p>b) configurazione di valore ricercata;</p> <p>c) finalità della valutazione;</p> <p>d) base informativa a disposizione;</p> <p>e) estensione analisi fondamentale potuta esprimere e suoi risultati.</p> <p>Preferibile evitare l'utilizzo di una molteplicità ingiustificata di metodi, con una loro combinazione finale non razionale. In generale, raccomandabile l'applicazione di un metodo basato sui flussi di risultato ed un metodo fondato su comparazioni di mercato</p>	PIV I.4.3; I.14.3; III.1.16

**a) Apprezzamento dei principali fattori di rischio<sup>72</sup>:**

Attività	Note	PIV
Apprezzamento e valutazione effetti derivanti dalle limitazioni alla base informativa	Ad esempio, influenza sulle metodiche e sui criteri di valutazione impiegabili	PIV I.4.3
Apprezzamento rischi connessi a condizioni ipotetiche, ipotesi speciali, ipotesi sensibili		PIV I.4.3
Apprezzamento rischi insiti nelle previsioni economico-finanziarie sulle quali si basa la valutazione	Ad esempio, coerenza interna delle ipotesi di piano e coerenza rispetto alle variabili di contesto	PIV I.4.3
Apprezzamento rischi derivanti dal livello significativamente elevato dell'indebitamento		PIV I.4.3
Apprezzamento rischi connessi alle continuità aziendale		PIV I.4.3
Valutazione rischi inerenti il grado di liquidabilità dell'investimento		PIV I.4.3
Considerazione dei rischi inerenti le difficoltà di individuazione di entità comparabili	Rilevanti soprattutto per taluni criteri di valutazione	PIV I.4.3

<sup>72</sup> Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze, Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione, op. cit.

Attività	Note	PIV
Apprezzamento rischi connessi alle prospettive del settore, al livello di concorrenzialità, alla contendibilità del mercato (barriere all'ingresso; barriere all'uscita), alle performance medie e tendenziali		PIV I.4.3
Apprezzamento rischi connessi al posizionamento all'interno dell'arena competitiva di riferimento	Dimensione aziendale, dimensione dei <i>competitor</i> , fattori distintivi	PIV I.4.3
Apprezzamento rischi legati alla tecnologia di processo e di prodotto		PIV I.4.3
Apprezzamento rischi ambientali		PIV I.4.3
Apprezzamento rischi connessi ad altri <i>stakeholder</i> (dipendenti, fornitori, clienti, ecc.)	Ad esempio, grado di dipendenza dai clienti principali, grado di dipendenza dai fornitori strategici	PIV I.4.3
Individuazione modalità di trattamento dei principali rischi rilevati	Aumento dei tassi di attualizzazione; riduzione dei flussi di risultato; applicazione di sconti	PIV I.4.3

## 6) Costruzione di una razionale sintesi valutativa<sup>73</sup>:

Attività	Note	PIV
Aggiunta elementi attivi e passivi non inclusi nelle stime già effettuate		PIV III.1.42; III.1.14
Formulazione sintesi razionale dei risultati derivanti da metodiche/criteri impiegati	Anche le analisi di sensibilità devono essere svolte secondo criteri di razionalità, evitando di applicare <i>range</i> di oscillazione delle variabili sottoposte a stress eccessivamente ampi o arbitrari. Qualora siano stati impiegati metodi di valutazione principali e metodi di controllo, deve essere chiaramente precisato il ruolo loro attribuito dall'esperto ai fini della costruzione del risultato finale	PIV III.1.42; III.1.16
Motivazione della sintesi a cui l'esperto è pervenuto		PIV I.4.3
Richiamo elementi critici del processo valutativo		PIV III.1.42

<sup>73</sup> Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze, Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione, op. cit.

In conclusione, non esistono valori di impresa neutrali e oggettivi. Pertanto, non esiste il giusto valore d'impresa ma diversi valori più o meno condivisibili. Compito del valutatore è quello di comprendere la finalità della valutazione dell'azienda, e acquisire le conoscenze che gli mancano attraverso la raccolta di informazioni. La ricerca delle informazioni deve orientarsi verso due direzioni: all'esterno e all'interno dell'azienda.

## CAPITOLO II

### I DIVERSI METODI DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO

#### 2.1 IL PROCESSO VALUTATIVO E LA BASE INFORMATIVA

La nascita dell'impresa capitalistica ha generato l'esigenza di misurare e identificare il suo valore. Il processo di valutazione d'azienda ha come oggetto di analisi il capitale economico del complesso aziendale in essa presente in un determinato momento<sup>74</sup>.

I punti di vista da adottare, sui quali si fonda il processo di valutazione, sono quelli relativi alle aspettative future riguardanti l'impresa e la continuità aziendale, in inglese *going concern*. Nell'economia aziendale rappresenta un assunto fondamentale, si presume infatti che l'azienda continui ad esistere: attitudine che ha questo istituto, perdurare nel tempo e creare valore nei confronti dei soggetti interessati alla sua attività, i cosiddetti *stakeholders*<sup>75</sup>.

La valutazione d'azienda dovrebbe avere, quindi, la capacità di comprendere e tradurre il collegamento che unisce il valore dell'impresa con le prospettive gestionali future, senza escludere le scelte strategiche messe in atto. Si devono quindi tenere in considerazione le interrelazioni che scaturiscono dalle scelte strategiche adottate dal complesso aziendale con la conseguente creazione di valore che ne deriva, proiettando il risultato in un'ottica futura.

L'utilizzo della valutazione d'azienda si caratterizza per essere molto diffuso all'interno dell'impresa, tanto che diverse sono i campi in cui viene applicata.

Il primo ambito in cui la valutazione d'azienda ricopre un ruolo di rilevante importanza è costituito dalle garanzie societarie, le quali necessitano di continui giudizi di valore.

---

<sup>74</sup> G. Natalucci, P. Ceroli, A. Marchegiani, *Valutazione d'azienda e operazioni straordinarie*, Giuffrè, Milano, 2014.

<sup>75</sup> M. Maffei, *Il principio della continuità aziendale e il controllo della sua corretta applicazione*, Giappichelli, Torino, 2018.

Operazioni di strategia di sviluppo, di integrazione e ristrutturazione, definite come operazioni di “*merger & acquisition*”, rappresentano il secondo ambito in cui è necessario esprimere giudizi di valore.

Sotto un punto di vista strettamente contabile, la valutazione è un’attività molto utile per ciò che riguarda la formazione del bilancio di un’impresa; in questo terzo ambito di valutazione ricoprono il ruolo da protagonisti i principi contabili internazionali, ossia gli IAS/IFRS.

Infine, l’ultima area di interesse per l’utilizzo di questa attività è costituita dalle cosiddette stime di performance periodiche, in quanto non sempre i valori contabili di un determinato periodo conservano il loro ammontare originario, relativamente alla performance reale, principalmente come conseguenza della presenza degli *intangibles* aziendali, non del tutto riconosciuti in ambito valutativo, sebbene siano stati in parte giustificati dai principi contabili internazionali<sup>76</sup>.

Nel corso degli ultimi anni, la valutazione d’azienda secondo la concezione tradizionale, ossia quel processo volto a misurare il valore del capitale attraverso l’utilizzo di metodologie matematiche, ha manifestato sempre di più dei limiti.

Tali limitazioni derivano dal fatto che le formule utilizzate per la determinazione del valore del capitale siano solamente in parte in grado di misurarlo. Hanno il difetto di non considerare tutti quei fenomeni che influenzano la valutazione, oltre alla differenza che si ha con la sua reale entità, approssimata dalle misurazioni analitiche adottate.

La scarsa efficienza ravvisabile nel processo valutativo è, inoltre, dovuta alla mancata corrispondenza tra i vari metodi adottati, in quanto, attraverso il loro utilizzo, non si perviene ad un integrale giudizio di valore: spesso si smentiscono tra loro.

È proprio da questi limiti che la dottrina si è evoluta, andando alla ricerca di nuovi modelli valutativi che fossero in grado di cogliere le sinergie tra i vari elementi che compongono il valore. Viene dato maggior risalto agli *intangibles*, cercando di individuare la dinamicità che caratterizza il complesso aziendale, oltre a considerare aspetti quali la volatilità dei mercati e il differimento del valore nel tempo. È in questa nuova ottica che i tassi di sconto rappresentano un elemento fondamentale del processo valutativo.

Di conseguenza, il punto cardine su cui si basano le nuove metodologie è costituito dall’espressione **giudizio integrato**, che rappresenta anche il risultato finale cui bisogna giungere.

---

<sup>76</sup> G. Natalucci, P. Ceroli, A. Marchegiani, Valutazione d’azienda e operazioni straordinarie, op. cit.

L'evoluzione che ha portato alla definizione delle nuove metodologie presta maggior attenzione verso la raccolta delle informazioni su cui poggiare l'intero processo valutativo, in quanto la disponibilità di una buona base informativa costituisce una condizione essenziale per ottenere una valutazione che sia affidabile e dimostrabile.

Una prima distinzione, relativamente alla finalità che si intende perseguire in ambito valutativo, può essere effettuata considerando la base informativa "generale" o "specificata", nel caso in cui si debba procedere con una valutazione in operazioni di *merger & acquisition*.

Tali informazioni possono essere ulteriormente suddivise in due tipi, ossia informazioni esterne ed informazioni interne al complesso aziendale.

### *Le informazioni esterne*

Per quanto concerne le informazioni esterne, è utile analizzare il settore in cui è inserita l'impresa, il quale, nonostante sia sempre meno determinante sulle performance aziendali, rappresenta comunque un aspetto essenziale da considerare<sup>77</sup>.

Prima di passare all'elenco analitico, è necessario conoscere quali sono le principali fonti di natura esterna, da cui trarre la base informativa utile all'attività di valutazione.

La prima fonte cui fare riferimento è costituita dalle pubblicazioni delle associazioni di categoria, caratterizzate per essere principalmente statistiche: forniscono analisi riguardo la struttura del settore, eventuali modifiche normative che lo riguardano e l'evoluzione della gestione complessiva, ossia ricavi e costi sostenuti dall'intero settore. In un ristretto numero di casi, tali pubblicazioni sono in grado di fornire analisi prospettiche e previsionali riguardanti il mercato, basate su un campione di imprese associate operanti nel settore.

Una seconda fonte di informazioni è costituita dalle istituzioni pubbliche, tra le quali il sito internet dell'AGCM (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato), dove è possibile ottenere un'analisi di settore contenuta all'interno della delibera che deve approvare oppure impedire una determinata operazione aziendale, che può riguardare una fusione o un'acquisizione.

Il soggetto valutatore può consultare anche le pubblicazioni di natura accademica, nonostante presentino alcuni limiti: non sempre analizzano il mercato nella sua ampiezza necessaria (spesso le analisi sono condotte su un campione molto ampio o talvolta molto ristretto). Inoltre, in determinati

---

<sup>77</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, op. cit.

settori in cui è necessario un aggiornamento costante sulle tendenze del mercato, i dati potrebbero appartenere a periodi ormai passati, non rappresentativi della situazione corrente.

Infine, spesso il valutatore può ricorrere direttamente all'azienda stessa, la quale è in grado di fornirgli le informazioni adeguate alla sua attività, solamente dopo che questo abbia già fatto le sue considerazioni riguardo il settore economico.

In questo ambito, le principali informazioni da selezionare riguardano<sup>78</sup>:

- **La fase del ciclo di vita del settore:**

rappresenta un elemento determinante per la valutazione di un'azienda che opera in un determinato settore, in quanto, a seconda del livello di maturità di quest'ultimo, è dotato di caratteristiche quasi del tutto differenti, che sia un settore maturo o di recente sviluppo;

- **La sensibilità al trend economico:**

questo aspetto è in grado di individuare se il sistema economico sta attraversando una fase espansiva o recessiva, capace di influenzare enormemente il risultato del settore aziendale. In una fase recessiva, determinati settori industriali, principalmente quello dei beni di lusso, subiscono una contrazione della domanda in maniera sostanziale, rispetto ad altri, come il settore dei beni primari; ciò non si manifesta però in una fase espansiva in cui la domanda dei beni primari non supera mai una determinata soglia, mentre nei beni di lusso è possibile raggiungere livelli di domanda molto elevati. In questi casi i soggetti valutatori sono portati a stimare un tasso di crescita proiettato nel medio termine;

- **Il grado di concorrenza interna:**

l'individuazione di questa informazione permette di cogliere l'andamento dei margini operativi: un alto livello di concorrenza permette la sopravvivenza solamente a determinate aziende, in grado di operare anche con prezzi decrescenti. Al contrario, un basso livello di concorrenza consente di fissare un livello dei prezzi molto alto e garantire un'accettabile redditività. È possibile notare uno stretto legame con la fase del ciclo di vita, poiché in settori in forte crescita c'è un basso livello di concorrenza, a differenza dei settori maturi in cui il raggiungimento di livelli di redditività soddisfacenti si ottiene a danno dei competitors;

- **La presenza di barriere all'ingresso:**

---

<sup>78</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, op. cit.

individuando questo tipo di informazione, si è in grado di conoscere il livello di competitività che interessa il settore. Questo fenomeno si verifica nel momento in cui un'impresa incontra enormi difficoltà nell'entrare in un determinato settore, spesso costituito dal sostenimento di ingenti costi di produzione;

- **La dinamica di tecnologie sostitutive per il soddisfacimento degli stessi bisogni:**

grazie a questo tipo di informazione, il soggetto valutatore è in grado di conoscere il livello di crescita del settore in cui è inserita l'azienda che si vuole valutare. La presenza di eventuali tecnologie sostitutive capaci di soddisfare lo stesso bisogno è sintomo di un settore in ampia crescita e sviluppo, il che si riflette in un livello concorrenziale più alto;

- **La rilevanza della regolamentazione pubblica:**

anche questa tipologia di informazione rappresenta una fonte essenziale circa il livello concorrenziale che interessa un determinato settore economico.

### *Le informazioni interne*

La seconda tipologia di informazioni è costituita da quelle interne all'azienda che possono riguardare dati di tipo quantitativo, di più facile reperimento come:

- *“La visura storica dell'azienda;*
- *I documenti completi dei bilanci relativi ad almeno gli ultimi tre esercizi;*
- *Il bilancio di verifica per il periodo intercorrente tra la data dell'ultimo bilancio chiuso e la data della valutazione;*
- *Gli eventuali documenti previsionali (piano aziendale, budget annuale, budget di tesoreria e budget di funzione).<sup>79</sup>”*

Di più difficile individuazione sono quelle informazioni che riguardano le risorse che l'impresa impiega al suo interno al fine di garantire lo svolgimento della sua attività e le modalità con cui tale attività viene organizzata.

A tal riguardo ci si riferisce a differenti tipi di risorse, in base all'area di gestione che si intende analizzare. Andremo, allora, a considerare il marchio ed il portafoglio dei prodotti, quando l'area di riferimento è quella della gestione commerciale. Si terranno, invece, in considerazioni elementi come il *know how* e le tecnologie impiegate per ciò che attiene alla gestione produttiva.

---

<sup>79</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, op. cit.



Nel reperimento di tali informazioni, uno degli aspetti più importanti, su cui si concentra l'attenzione del soggetto valutatore, è sicuramente la performance attesa dell'azienda. Per poter raggiungere questo obiettivo, è bene soffermarsi su quelle che sono le *performances* attuali del complesso aziendale, risultato di scelte strategiche e di un'efficace gestione dei processi organizzativi.

Per questo motivo un'impresa può definirsi di successo quando è in grado di elaborare delle strategie che permettano di valorizzare ciascun elemento che la compone, sfruttando le sinergie che ne derivano ed operare in un'ottica sistemica.

## 2.2 I PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE

Per analizzare ed individuare il valore di un'azienda è necessario tenere in considerazione una serie di variabili, alcune delle quali si caratterizzano per essere determinabili in maniera **oggettiva**, potendosi quantificare con attendibilità e verificabilità; altre, invece, sono variabili frutto di stime e previsioni future, per questo definite **soggettive**<sup>80</sup>.

Seguendo questa logica, l'oggetto dell'analisi è rappresentato dall'impresa, definita come un'entità in funzionamento, piuttosto che l'azienda vista come un accumulo di risorse a disposizione, e si farà riferimento al valore del capitale economico, inteso come il valore ottenuto attraverso l'attualizzazione dei flussi di reddito o dei flussi finanziari che l'impresa stessa sarà capace di generare in un'ottica futura.

Per questo motivo, il valore di un'impresa deve tener conto del rischio connesso alla stima dei flussi futuri, per loro natura incerti e variabili. È possibile notare come l'incertezza sia direttamente proporzionale alla lunghezza dell'orizzonte temporale di riferimento e questo livello di rischiosità si riflette sulla scelta del tasso di attualizzazione da applicare.

La rischiosità che impatta sui risultati attesi si riflette sul valore dell'impresa vista in prospettiva. Se si considerano due imprese capaci di generare lo stesso ammontare di risultato atteso, una delle due avrà un grado di rischiosità più elevato dell'altra. L'impresa con livelli di incertezza e rischiosità più

---

<sup>80</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, Maggioli, Santarcangelo di Romagna, 2020.

bassi avrà un valore economico maggiore, in quanto la stima dei suoi futuri flussi di cassa è più “certa” dell’altra<sup>81</sup>.

Molti possono essere gli elementi che garantiscono maggior certezza e sicurezza ad un’azienda in campo valutativo. Tra questi, uno dei principali è rappresentato senz’altro dal marchio, e quindi dalla notorietà legata ad esso; inoltre, dalla presenza di tecnologie e brevetti che difficilmente possono essere sostituiti; infine, dall’eventuale presenza di barriere all’entrata per potenziali nuovi concorrenti.

Nonostante l’attività di previsione rappresenti uno degli aspetti più rilevanti in ambito di valutazione d’azienda, per evitare di ottenere un risultato aleatorio è bene soffermarsi sull’analisi fondamentale circa l’andamento storico dei risultati aziendali.

Vari sono i metodi di valutazione che si possono utilizzare. Per ottenere un giudizio riguardo il complesso aziendale in base alle caratteristiche che questo presenta, è possibile integrare i vari metodi rendendoli complementari.

Affinché un metodo possa definirsi tale, deve necessariamente soddisfare dei criteri indispensabili, tra i quali vi sono la *razionalità*, *dimostrabilità*, *neutralità* e *stabilità*<sup>82</sup>.

La dottrina economico-aziendale ha individuato varie metodologie per compiere la valutazione d’azienda, e una delle principali classificazioni porta a distinguere i metodi in due tipologie:

- Metodi **diretti** (definiti anche metodi di mercato): sono metodi basati su moltiplicatori empirici, i cosiddetti multipli;
- Metodi **indiretti**: di questi ne fanno parte il metodo patrimoniale, reddituale, misto patrimoniale-reddituale e quello finanziario.

In fase valutativa, se il soggetto valutatore deciderà di adottare uno dei metodi diretti, dovrà senz’altro confrontarsi con i prezzi che sono espressi dal mercato dei capitali dell’azienda in oggetto, o eventualmente, di aziende operanti nello stesso settore con analoga struttura<sup>83</sup>. Uno degli aspetti da tenere maggiormente in considerazione è la quotazione borsistica dell’azienda, in quanto tale analisi si basa sul prezzo di mercato, altrimenti bisogna far riferimento a degli indicatori empirici, frutto di esperienza e prassi professionale.

---

<sup>81</sup> M. Nizzola, Valutazione d’azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

<sup>82</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

<sup>83</sup> G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli, Torino, 2013.

L'eventualità in cui il complesso aziendale fosse quotato, faciliterebbe il processo valutativo, poiché il prezzo di mercato, e quindi il titolo azionario, è espressione della quota del capitale proprio dell'impresa. Nel caso in cui ciò non fosse possibile, il prezzo al quale si fa riferimento è quello risultante da contrattazioni che l'azienda ha compiuto in mercati non regolamentati.

Non sempre si è in grado di poter ottenere tali informazioni, per questo motivo ricoprono un ruolo di enorme importanza le imprese analoghe a quella in analisi, le quali, oltre ad operare nello stesso settore, condividono risultati economici, dimensioni e struttura finanziaria simili.

Come è possibile prevedere, l'affidabilità di tale risultato è piuttosto scarsa: in ogni operazione aziendale la stima di un prezzo è differente, perché il prezzo racchiude al suo interno alcuni tratti caratteristici e soggettivi dell'operazione stessa. Risulta quindi difficile poterlo attribuire ad un'altra entità.

Con riferimento ai criteri della *razionalità*, *dimostrabilità*, *neutralità* e *stabilità*, i metodi diretti tendono a non soddisfarne alcuno perché sono strettamente collegati alle oscillazioni della domanda e dell'offerta, ossia all'andamento dei mercati. Ciò rende i risultati ottenuti poco affidabili, aleatori e variabili nel tempo, influenzati da una moltitudine di fattori mutevoli che non possono essere pienamente spiegati. In particolar modo, con riferimento al criterio della *neutralità*, si può affermare che il prezzo che viene negoziato all'interno di operazioni che riguardano, ad esempio, il trasferimento dell'azienda o un ramo di essa, non è determinato secondo tale criterio, bensì si considerano aspetti puramente soggettivi, tra i quali l'eventuale presenza di asimmetrie informative<sup>84</sup>.

Alla luce di quanto detto, considerati i limiti e le debolezze che questi metodi presentano, la loro validità è di carattere esclusivamente residuale; vengono adottati soltanto per controllare le metodologie indirette applicate al complesso aziendale.

A differenza dei metodi diretti, quelli indiretti hanno origine contabile, caratterizzati da maggior attendibilità, in quanto i valori contabili sono definiti come una perfetta sintesi numerica dell'azienda a valenza universale<sup>85</sup>.

---

<sup>84</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

<sup>85</sup> M. Cattaneo, La finanza aziendale nell'ambito degli studi aziendali italiani degli ultimi cinquant'anni, in E. Zaninotto (a cura di), Presente e futuro degli studi di Economia aziendale e management in Italia, AIEDA, Il Mulino, Bologna, 2006.

Una delle basi informative che contraddistinguono tali metodologie è composta dal reddito medio prospettico ed i flussi finanziari disponibili<sup>86</sup>.

Per meglio comprendere i metodi indiretti di valutazione, è utile suddividerli in due ulteriori categorie: quelli basati su grandezze “*stock*” e quelli basati su grandezze “*flusso*”.

I primi, definiti come metodi patrimoniali, sono in grado di collegare fra loro il valore del capitale economico con il patrimonio del complesso aziendale. Tale tipologia si basa sulla valutazione analitica dei vari elementi del patrimonio d’azienda, presenti o meno nel bilancio di quest’ultima. Attraverso il loro utilizzo si ha la possibilità di individuare l’ammontare necessario affinché si possa effettuare un investimento atto a costituire una nuova azienda con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

La seconda tipologia è costituita da metodi basati su grandezze “*flusso*”, definiti in tal modo poiché legano il valore del capitale economico con la capacità di generare flussi prospettici di natura finanziaria o reddituale o, ancora, in grado di ottenere i dividendi<sup>87</sup>. Data la complessità nell’individuare l’ammontare dei dividendi che si generano annualmente, la formula teorica generale, di norma applicata per i metodi indiretti basati sui valori flusso, è sostituita dai metodi reddituali e finanziari, in cui si ipotizza che il valore dei dividendi ottenuti sia pari a quello dei flussi di cassa netti. In particolare, la maggior fiducia legata a queste due tipologie di metodi si basa sul concetto secondo il quale “*il valore di un’azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro*”<sup>88</sup>(metodi finanziari); i metodi reddituali hanno un elevato livello di razionalità dovuto alle ipotesi pressoché realistiche che vengono impiegate, non così distanti dalla condizione attuale di riferimento.

Alla luce delle precedenti affermazioni, Guatri sostiene che i metodi basati sui valori flusso sono universali, in quanto la loro stima si fonda su valori determinati in maniera oggettiva, proiettati in un orizzonte temporale più ampio<sup>89</sup>.

A livello accademico si ritiene invece che la stima del capitale economico debba basarsi su valori reddituali<sup>90</sup>.

---

<sup>86</sup> G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, La valutazione delle aziende, op. cit.

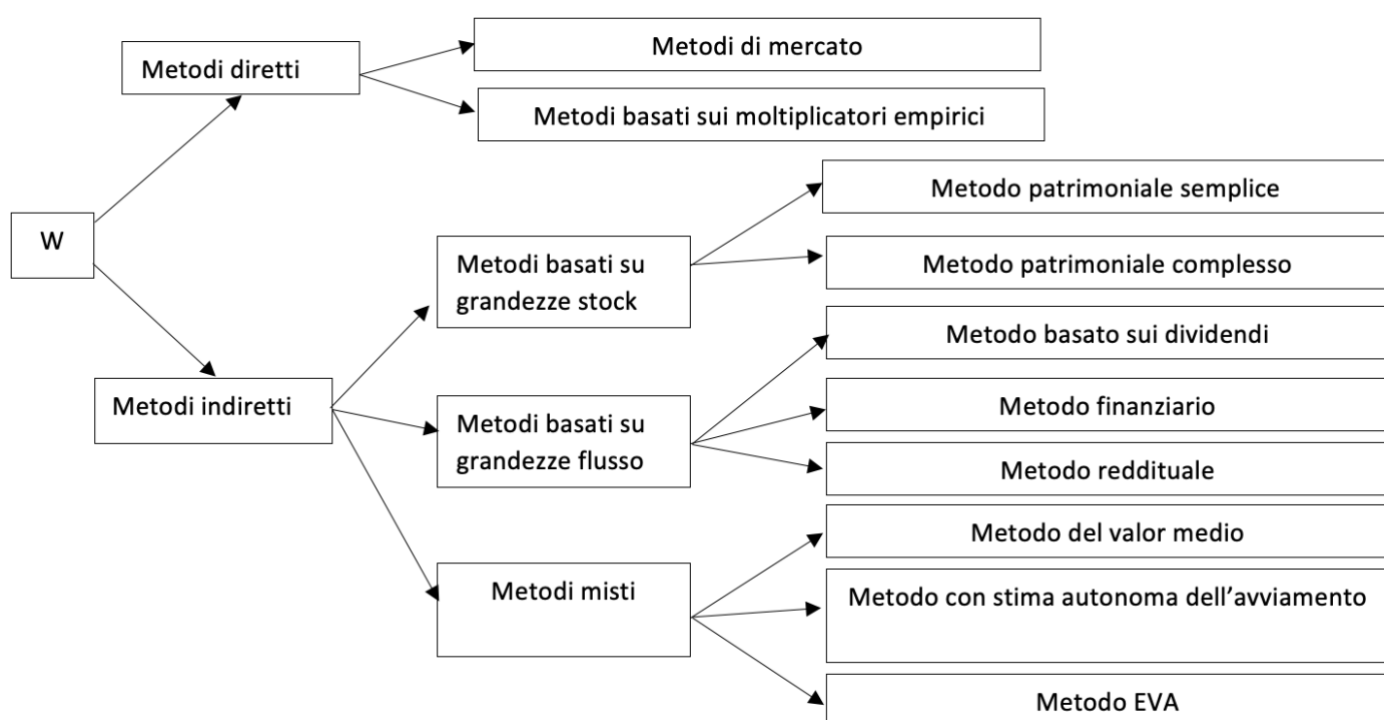
<sup>87</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

<sup>88</sup> L. Guatri, La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto, Egea, Milano, 1990.

<sup>89</sup> L. Guatri, Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano, 1998.

<sup>90</sup> M. Massari, La valutazione d’azienda: l’evoluzione della dottrina, in La valutazione delle aziende, n. 15, 1999.

Siccome nessuno dei metodi è in grado di rispettare interamente i criteri precedentemente menzionati (*razionalità, dimostrabilità, neutralità e stabilità*), si è cercato di individuare un procedimento che sia valido per la misurazione del valore d'azienda, tramite il quale, si possa pervenire ad un giudizio “**integrato**” di quest’ultima. Seguendo questa ottica, una delle metodologie più vicina al raggiungimento di questo obiettivo è rappresentata dalle **procedure miste**, che uniscono sia componenti patrimoniali (*grandezze stock*) sia componenti reddituali (*grandezze flusso*)<sup>91</sup>. Prima di passare alla disamina dei vari metodi, di seguito viene riportato uno schema contenente le varie tipologie in precedenza elencate<sup>92</sup>:



## Metodo patrimoniale

Tra i metodi indiretti, quello patrimoniale è senz’altro uno dei più diffusi ed applicati.

<sup>91</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

<sup>92</sup> Rielaborazione propria da F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

Questo processo si fonda sull'individuazione del patrimonio netto rettificato, quale differenza tra elementi correnti attivi e passivi, contenuti nello Stato Patrimoniale alla data della valutazione, come espressione del valore dell'impresa<sup>93</sup>.

A riguardo, è possibile suddividere questo metodo in tre ulteriori sottocategorie, a seconda delle tipologie di asset considerati:

- 1) **Metodo patrimoniale semplice**: stima il capitale netto rettificato, utilizzando solamente i beni contabilizzati, seguendo le disposizioni civilistiche per la redazione del bilancio;
- 2) **Metodo patrimoniale complesso di primo grado**: si considerano anche quelle attività relative a beni immateriali, come marchi e licenze, che non sono contabilizzati nel bilancio, ma incorporano presumibilmente un valore di mercato;
- 3) **Metodo patrimoniale complesso di secondo grado**: come il precedente metodo, comprende le attività riferite a beni immateriali che oltre a non essere contabilizzati, non sono nemmeno dotati di un presumibile valore di mercato: tra questi figura la qualità del management. Nonostante ciò, sono utili alla determinazione del valore complessivo dell'impresa.

La formula finale che si ottiene, mediante l'applicazione di uno dei metodi elencati, dipende dalla natura dell'impresa oggetto di analisi, che si differenzia per gli elementi contabili ed extra-contabili presenti al suo interno.

Di conseguenza, utilizzando la lettera **A** riferita al **valore corrente delle attività**; la lettera **P** relativa al **valore corrente delle passività** (incorporano anche le passività cosiddette "potenziali" come i debiti di imposta sulle plusvalenze non contabilizzate); ed infine la lettera **K** per rappresentare il **valore del capitale netto rettificato**, si giunge alla formula<sup>94</sup>:

$$K = A - P$$

---

<sup>93</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

<sup>94</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

## Metodo reddituale

La seconda tipologia dei metodi indiretti di valutazione è costituita da quello reddituale.

Attraverso l'utilizzo di quest'ultimo, è possibile determinare il valore del complesso aziendale tramite l'ammontare di reddito in grado di generare nel tempo, mediante la sua normale gestione. Il valore dell'azienda è espresso mediante una funzione di attualizzazione del valore, dato dalla somma dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa. Un ruolo importante in quest'ambito è rappresentato dall'orizzonte temporale a cui ci si riferisce, in quanto la durata di questo può essere limitata o indefinita nel tempo. La formula di riferimento è la seguente:

$$W = f (R)$$

dove il **valore dell'impresa** è espresso dalla lettera **W**, ed il **reddito**, che si produce attraverso la gestione caratteristica, è rappresentato dalla lettera **R**.

Siccome si è fatto riferimento all'attualizzazione dei redditi futuri dell'impresa, è utili elencare gli elementi che ne fanno parte, affinché si possa pervenire al valore dell'azienda, ossia:

- **R**: costituisce il reddito che si deve attualizzare;
- **n**: rappresenta il numero di anni in cui viene prodotto il reddito;
- **i**: è il tasso di attualizzazione.

## Metodo finanziario

Definito anche con l'espressione inglese "*discounted cash flow*" od anche "metodo del valore attuale netto" (in inglese *net present value*), costituisce uno dei metodi maggiormente apprezzati dalla teoria aziendalistica.

L'applicazione di tale metodo si può suddividere in tre punti fondamentali:

- 1) **Stima dei flussi di cassa**: questi si ottengono mediante la creazione di un *business plan* analitico, che ha come punto di partenza i ricavi, dai quali si deducono i costi fissi e variabili, tenendo conto anche degli investimenti e del circolante. Sommando al reddito i costi non

monetari, come gli ammortamenti, gli investimenti marginali, gli oneri finanziari e sottraendo gli incrementi del circolante, è possibile giungere al flusso di cassa, altresì chiamato “*free cash flow*”.

- 2) **Definizione del tasso di attualizzazione:** rappresenta il tasso minimo di ritorno che viene richiesto dagli azionisti dell'impresa acquirente; quindi, costituisce il tasso che gli investimenti devono produrre<sup>95</sup>. L'ammontare di questo tasso deve essere almeno pari a quello che si otterrebbe nel caso in cui si scelga un investimento alternativo, con stesso livello di rischio.
- 3) **Determinazione dell'arco temporale:** come precedentemente affermato, la scelta dell'orizzonte temporale rappresenta un punto essenziale di questo processo valutativo. Di norma la durata a cui si fa riferimento è compresa in un intervallo che va dai 5 ai 10 anni.

## Metodo misto

Come è possibile dedurre dal nome stesso, questo metodo si caratterizza per l'applicazione sia di criteri patrimoniali che finanziari-redдитuali. In particolare, si collega il valore dell'impresa in esame sia al suo patrimonio che alla sua capacità di produrre dei flussi di cassa futuri.

La prassi professionale ha individuato una soluzione secondo cui si può giungere al valore dell'impresa mediante la somma del patrimonio netto rettificato e il sovra reddito attualizzato (questo elemento trova la sua reale manifestazione nell'avviamento, ossia nella capacità dell'azienda di generare una redditività incrementale rispetto al normale rendimento del settore).

## Metodo EVA

Costituisce uno dei metodi misti più utilizzati in ambito di valutazione di azienda, che ha come aspetto caratteristico quello della determinazione della *performance* aziendale correlata all'obiettivo di massimizzazione del valore degli azionisti. Questo metodo viene molto spesso impiegato per la

---

<sup>95</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.



misurazione del valore creato, da qui l'espressione "*Economic Value Added*", dopo aver dedotto il costo del capitale che è stato utilizzato per produrre tale profitto<sup>96</sup>.

Punto cardine di questo metodo è costituito dall'assunto secondo cui si verifica la creazione di valore in un complesso aziendale solo quando i profitti che vengono generati sono superiori al costo totale delle fonti di finanziamento impiegate. A tal riguardo, la misura del valore che viene generato, od eventualmente distrutto, si ottiene dal **profitto operativo al netto delle imposte** (il quale si traduce con la sigla **NOPAT**), dal quale si deduce un costo figurativo, che rappresenta la remunerazione del capitale investito. Da qui la formula:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{CE})$$

dove:

- **NOPAT** = risultato operativo netto d'imposta;
- **WACC** = costo medio ponderato del capitale investito;
- **CE** = capitale investito netto, che risulta dall'ultimo bilancio d'esercizio.

## 2.2.1 IL METODO PATRIMONIALE, REDDITUALE, FINANZIARIO: VANTAGGI E SVANTAGGI

Nella fase di valutazione del capitale economico di un'impresa vi sono degli elementi che ricoprono un ruolo importante, tra i quali il metodo utilizzato, le caratteristiche del settore in cui opera il complesso aziendale ed infine lo scopo secondo cui viene eseguita la valutazione stessa<sup>97</sup>.

In riferimento all'ultimo aspetto, è necessario tener presente che l'individuazione del valore dell'azienda è strettamente legata alla situazione in atto, secondo cui è richiesto tale processo.

---

<sup>96</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

<sup>97</sup> E. Fusa, G. Guatri, La valutazione del capitale economico dell'impresa, Il Sole 24Ore, Milano, 1999.

Misurare il valore di un'impresa in liquidazione è certamente diverso rispetto al valore che questa ha in sede di trasferimento o cessione.

Di conseguenza, la scelta della giusta metodologia di applicazione rappresenta la fase più importante in ambito valutativo. A tal riguardo si possono analizzare i principali metodi di valutazione impiegati:

- **Metodo patrimoniale;**
- **Metodo reddituale;**
- **Metodo finanziario.**

Ognuno di questi metodi è caratterizzato da punti di forza e di debolezza. A seconda della circostanza in cui viene richiesta la valutazione, uno risulta più adeguato di un altro.

Tra i principali *driver* che guidano il valutatore all'utilizzo di uno dei metodi poc'anzi menzionati, rientrano sicuramente le caratteristiche dell'azienda oggetto di analisi, il settore in cui opera, l'adeguatezza del sistema informativo ed infine la correttezza dei documenti di bilancio.

Il primo dei metodi da analizzare è rappresentato dal metodo **patrimoniale**: si fonda sul principio secondo cui il valore di un'impresa è espressione del patrimonio netto, rettificato a livello contabile, calcolato come differenza tra i valori correnti delle voci di Stato Patrimoniale, attive e passive, espressi alla data della valutazione<sup>98</sup>.

Si tengono in considerazione tutte le voci passive del bilancio, mentre per quanto riguarda le voci attive è possibile procedere con una distinzione in tre categorie, ossia:

- *Voci contabilizzate*: rientrano le voci costituite da beni materiali e quei beni immateriali che hanno un'utilità pluriennale, come i costi di Ricerca & Sviluppo;
- *Voci immateriali non contabilizzate*: sono quei beni che non sono contabilizzati ma hanno un valore di mercato;
- *Altre voci immateriali*: a differenza delle precedenti, queste voci non presentano nemmeno un valore di mercato.

In base alla considerazione o meno dei beni immateriali, il metodo patrimoniale può essere suddiviso in semplice o complesso.

---

<sup>98</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

Il **metodo patrimoniale semplice** risulta essere uno dei metodi più utilizzati nelle diverse categorie di impresa, il quale, attraverso il meccanismo delle rettifiche di valore, è in grado di dare una rappresentazione del valore corrente del patrimonio dell'azienda.

La fase iniziale di valutazione è caratterizzata dalla quantificazione del cosiddetto "Capitale netto di bilancio" (in inglese *Net asset value*), in cui è compreso anche l'utile di esercizio, nel caso in cui non sia stata decisa la sua distribuzione sotto forma di dividendi<sup>99</sup>.

I criteri di valutazione utilizzati in fase di redazione del bilancio rappresentano un aspetto di rilevante importanza: il capitale netto contabile non è espresso con valori correnti, ma si basa, appunto, su tali criteri<sup>100</sup>.

Una delle principali conseguenze è rappresentata dalla sottostima del valore contabile del patrimonio, a prescindere se si utilizzino i criteri definiti dal codice civile oppure i principi contabili internazionali (IAS/IFRS).

È necessario quindi effettuare operazioni di analisi e revisione nei confronti delle voci attive e passive, al fine di verificarne la consistenza. Tra queste rientrano:

- La verifica di congruità sull'accantonamento TFR;
- La reale esigibilità dei crediti oppure la loro rappresentazione in base alla reale possibilità di recupero;
- La rappresentazione di ratei e risconti, determinati analiticamente e comprovati;
- Il controllo sugli accantonamenti del passivo, i quali devono rispecchiare ciò che realmente è maturato.

Una seconda operazione riguarda il ricalco, seguendo i valori correnti di mercato, degli elementi attivi di natura non monetaria, dai quali si generano plusvalenze o minusvalenze.

L'applicazione di tale metodo può tradursi nella seguente formula:

$$W = P_n + (R_t - I)$$

dove:

**W** = valore dell'azienda

**P<sub>n</sub>** = patrimonio netto contabile

---

<sup>99</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

<sup>100</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

$R_t$  = rettifiche del patrimonio netto contabile

$I$  = effetto fiscale delle rettifiche<sup>101</sup>

Il processo di rettifica del capitale netto contabile è suddiviso nelle seguenti fasi<sup>102</sup>:

- 1) **Individuazione degli elementi attivi e passivi da valutare e quelli da tralasciare:** si prende come punto di riferimento una situazione patrimoniale, in cui la data della relazione di stima può coincidere con la chiusura dell'esercizio. Nel caso in cui ciò non avvenga, si utilizza come riferimento una situazione appositamente creata. A prescindere dalla situazione patrimoniale di riferimento, è importante valutare la capacità degli elementi attivi e passivi di rispettare ed essere in linea con il processo produttivo dell'azienda.
- 2) **Revisione contabile delle poste attive e passive:** questa attività, nel caso in cui la situazione patrimoniale non sia stata oggetto di giudizio da parte di revisori esterni, rappresenta un elemento indispensabile. Nel caso in cui sia assente una certificazione di bilancio, è necessario controllare che gli elementi attivi e passivi siano stati contabilizzati secondo le norme di riferimento. In particolare, per quanto riguarda le voci attive di bilancio, l'esperto deve accertare, tra i vari criteri, l'esistenza e la titolarità dell'elemento patrimoniale; per ciò che attiene le poste passive, invece, deve verificare la completezza e l'esistenza affinché ci sia una corretta determinazione delle stesse, come quella di *fondi rischi ed oneri*<sup>103</sup>;
- 3) **Riesposizione degli elementi attivi e passivi non monetari al valore corrente con conseguente calcolo delle rettifiche da apportare al patrimonio netto contabile:** per quanto riguarda gli elementi attivi, che possono essere scambiati direttamente sul mercato, è possibile utilizzare il criterio del valore di presunto realizzo<sup>104</sup>; mentre per i beni che hanno un realizzo indiretto, è conveniente usare il criterio del valore di rimpiazzo, ossia il valore di un bene sostituibile che svolge la stessa attività. In riferimento agli elementi passivi, invece, è possibile utilizzare il valore di presunta estinzione.

---

<sup>101</sup> E. Fusa, G. Guatri, La valutazione del capitale economico dell'impresa, op. cit.

<sup>102</sup> G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, La valutazione delle aziende, op. cit.

<sup>103</sup> G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, La valutazione d'azienda, op. cit.

<sup>104</sup> P. Onida, Le dimensioni del capitale d'impresa, Giuffrè, Milano, 1951.

- 4) **Eventuale attualizzazione dei debiti e dei crediti di finanziamento a lungo termine:** nel caso in cui dovesse effettuarsi tale operazione, il valore corrente delle voci in analisi, potrebbe essere differente rispetto al loro valore nominale<sup>105</sup>;
- 5) **Determinazione del patrimonio netto rettificato:** si esegue un confronto con il valore contabile, in modo tale da individuare le rettifiche apportate.

Rispetto al metodo patrimoniale semplice, il **metodo patrimoniale complesso** stima il valore del capitale economico considerando i beni immateriali, definiti anche come “risorse invisibili”, che non sono contabilizzati in bilancio. Sono una categoria di beni che, ai fini della determinazione del vantaggio competitivo di una impresa, sta assumendo sempre più importanza. È grazie a questi elementi che è possibile giustificare e quantificare l'**avviamento** di un'azienda.

Affinché queste tipologie di beni possano essere identificate come beni immateriali, è necessario che rispettino questi tre criteri<sup>106</sup>:

- 1) *Utilità differita nel tempo;*
- 2) *Trasferibilità;*
- 3) *Misurabilità del valore.*

Con il metodo patrimoniale complesso, quindi, il capitale economico dell'impresa viene calcolato partendo dal valore del patrimonio netto rettificato, sommando gli elementi intangibili, di conseguenza la formula impiegata è la seguente:

$$W = K + I$$

dove:

**W** rappresenta il valore dell'impresa;

**K** è il valore del capitale netto rettificato;

**I** costituisce il valore dei beni immateriali.

---

<sup>105</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

<sup>106</sup> G. Brugger, La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia in Scritti in onore di Luigi Guatri, Edizioni di Bocconi Comunicazione, Milano, 1989.

Nella pratica i metodi patrimoniali sono poco utilizzati in quanto la valutazione che deriva dalla loro applicazione è perlopiù statica, non offre una visione completa della realtà aziendale.

Una delle principali motivazioni che porta gli esperti a non impiegare tali metodi è dovuta alla scarsa considerazione di quegli elementi aziendali che generano valore.

Come ogni metodo di valutazione, il metodo patrimoniale gode di pregi e difetti che lo caratterizzano. Tra i principali aspetti negativi, è necessario menzionare che, oltre alla già citata rappresentazione statica dell'azienda, nella loro applicazione pratica, spesso non vengono considerati i beni immateriali non contabilizzati in bilancio.

Nonostante questi difetti, il metodo patrimoniale ha il privilegio di presentare sempre un valore aggiornato, tramite l'utilizzo delle rettifiche alle poste di bilancio e di fornire una valutazione certa e dimostrabile dell'impresa.

Proprio per questo motivo è necessaria una continua ed attenta valutazione delle voci di bilancio, precise stime riguardo i beni tangibili ed alta discrezionalità in riferimento ai beni immateriali, non presenti in bilancio<sup>107</sup>.

Il secondo metodo in analisi è costituito dal metodo **reddituale**, il quale è in grado di superare la rappresentazione statica del complesso aziendale, fornita dal metodo patrimoniale, in quanto riesce meglio a tradurre la dinamicità della attività d'impresa.

Il metodo reddituale è uno dei metodi indiretti fondati su valori di flusso, per stimare il capitale economico d'impresa in funzione della capacità prospettica di generare flussi reddituali, finanziari o flussi di dividendo. L'approccio anglosassone predilige i metodi finanziari, mentre la dottrina italiana privilegia i flussi reddituali per la stima del valore complessivo d'azienda<sup>108</sup>.

Infatti, l'utilizzo di questa metodologia presta maggior attenzione alla capacità reddituale dell'azienda, caratteristica strettamente legata ad eventi che richiedono un processo di valutazione, come la trasformazione d'azienda o altri fenomeni che generano una crescita ed espansione di questa. È possibile, quindi, affermare che la valutazione di un'azienda ha un più diretto collegamento con il suo reddito atteso, piuttosto che con il suo patrimonio netto<sup>109</sup>.

Questa metodologia ha come punto cardine l'attualizzazione delle grandezze stimate, in questo caso costituite dai redditi netti generati in normali condizioni di gestione aziendale, con un appropriato

---

<sup>107</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

<sup>108</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

<sup>109</sup> E. Fusa, G. Guatri, La valutazione del capitale economico dell'impresa, op. cit.

tasso di interesse. Per determinare quindi il valore del capitale economico dell'impresa, è necessario quantificare i redditi netti, al fine di ottenere i cosiddetti "redditi normalizzati".

Il processo impiegato in questa fase viene definito come "normalizzazione", il quale prevede l'eliminazione dei condizionamenti causati da componenti esterne e straordinarie alla gestione caratteristica. Più in generale, si cerca di allontanare tutte le politiche di bilancio che potrebbero modificare la stima del reddito che si produrrà in futuro.

Siccome all'interno del processo valutativo vengono impiegati i flussi di reddito netto, la prospettiva da adottare in quest'analisi è quella degli azionisti dell'impresa, senza considerare i finanziatori esterni. Come conseguenza di questa scelta, il tasso di interesse utilizzato per l'attualizzazione dei flussi reddituali è rappresentativo solamente del costo del capitale proprio, questo perché ai flussi presi in analisi è stata già sottratta la posizione debitoria. In tal modo il valore dell'azienda è dato dalla somma del valore attuale dei flussi reddituali e l'eventuale valore residuo.

Come è possibile dedurre da ciò che è stato appena presentato, uno degli aspetti principali del metodo reddituale è costituito dalla determinazione del reddito normalizzato. Quest'attività risulta facilmente perseguibile nel caso in cui l'azienda in analisi sia oggetto di una ristrutturazione organizzativa, in quanto disporrà certamente di piani pluriennali che presentino una proiezione reddituale normalizzata nel breve e nel medio termine.

Tale disponibilità dipende sempre dalla struttura ed organizzazione interna del complesso aziendale in analisi, oltre alla predisposizione che ha a formulare queste proiezioni future. È bene sottolineare, in tale ambito, come il grado di certezza di queste previsioni e l'orizzonte temporale siano inversamente proporzionali. Non sempre, però, la compagine aziendale è dotata di un piano pluriennale, tant'è che questa è stata, in tempi non molto recenti, una delle principali cause del suo scarso utilizzo<sup>110</sup>.

Dal punto di vista analitico, questo metodo collega, quindi, il valore dell'impresa con il reddito atteso, e questo può essere più facilmente rappresentato con la funzione di capitalizzazione:

$$W = f(R)$$

dove:

**W** rappresenta il valore dell'azienda

---

<sup>110</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

**R** rappresenta il reddito atteso.

Più precisamente, il reddito preso in analisi rappresenta il reddito netto normalizzato, il cui valore deriva da una stima che considera vari aspetti come l'andamento dei risultati storici dell'azienda, che risalgano ad almeno tre anni; i dati derivanti dalle proiezioni future che si estendono in un arco temporale di circa cinque anni, includono anche eventuali programmi di sviluppo e programmi di innovazione, comprese eventuali scelte strategiche di diversificazione, che possano interessare la compagine aziendale.

A livello operativo la funzione presentata può avere una diversa struttura a seconda della durata della stima dei redditi attesi futuri, che può essere limitata o illimitata. Nel caso in cui il periodo di riferimento è piuttosto ampio, i risultati tendono a coincidere.

Si può quindi affermare che questa metodologia poggia le sue basi sul concetto di reddito medio prospettico, secondo cui bisogna tenere in considerazione tre elementi fondamentali:

- risultati storici;
- risultati prospettici;
- durata del periodo di riferimento.

Il primo punto in elenco, i risultati storici, costituisce la base iniziale da cui partire con l'analisi valutativa, in quanto grazie a questi dati è possibile individuare quali sono gli andamenti ed i trend aziendali da proiettare nell'orizzonte temporale di riferimento, al fine di ottenere la redditività futura.

I risultati prospettici sono dei risultati stimati, pertanto devono essere sottoposti al processo di normalizzazione al fine di eliminare le varie distorsioni ed eventuali rischi connessi all'attività svolta.

I risultati prospettici si possono esprimere in:

- **flussi di reddito attesi per gli anni futuri**, per una valutazione che tenga conto di un arco temporale non superiore a 3 – 5 anni;
- **reddito medio atteso**, ovvero una media semplice o ponderata dei redditi degli esercizi futuri, grazie alla quale vengono esclusi i picchi che potrebbero verificarsi a causa di eventi eccezionali;



- **fascia di redditi**, che a differenza del precedente approccio, il reddito si determina in base ad informazioni analitiche, in un determinato range di valori.

Generalmente, per le stime con durata illimitata o indefinita, la formula utilizzata in fase valutativa è costituita dalla funzione del valore attuale di una rendita perpetua, in cui il fattore tempo, appunto, non viene preso in considerazione, e si esprime con la seguente formula<sup>111</sup>:

$$W = R / i$$

dove il denominatore “*i*” rappresenta il tasso di capitalizzazione.

Quando invece si considera una rendita limitata, per *n* anni, avremo la seguente formula<sup>112</sup>:

$$W = R \times a_n | i$$

dove:

**W** = il valore economico dell’azienda;

**R** = reddito atteso medio;

**i** = tasso di attualizzazione;

**n** = numero degli anni.

Considerata un’impresa quale complesso organizzato capace di generare reddito, il metodo reddituale ha il vantaggio di valorizzare l’azienda, unendo i dati storici ai risultati attesi. Questo approccio valutativo riscuote un generale consenso anche a livello internazionale, in quanto esprime il valore dell’impresa basando le stime sui proventi che sarà in grado di generare in futuro e remunerare adeguatamente l’investimento.

Un sicuro aspetto positivo è la semplicità del metodo valutativo, in quanto applica un valore medio in sostituzione di redditi annui analitici, mentre un aspetto negativo è dato dalla scarsa obiettività dei parametri reddito e tasso da utilizzare. La scelta del tasso, infatti, è un elemento soggettivo che può avere effetti distorsivi sul risultato.

---

<sup>111</sup> E. Fusa, G. Guatri, La valutazione del capitale economico dell’impresa, op. cit.

<sup>112</sup> M. Nizzola, Valutazione d’azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

Consigliabile, quindi, adottare questo metodo quando il trend dei risultati attesi è facilmente stimabile unitamente ad una consistenza patrimoniale dell'azienda particolarmente modesta.

Il **metodo finanziario**, come già accennato in precedenza, è largamente impiegato nei paesi di cultura anglosassone, oltre ad avere una larga diffusione tra gli operatori finanziari. Tale metodo stima il valore economico del capitale facendo ricorso al valore attuale dei flussi di cassa futuri che l'impresa sarà in grado di generare.

L'impresa viene pertanto considerata come uno specifico e complesso investimento al quale applicare questo modello che consiste nell'attualizzazione dei flussi di cassa rilevanti e prospettici.

Il metodo finanziario stima il valore economico del capitale d'impresa facendo ricorso al valore dei flussi monetari complessivi netti per il periodo che va dal tempo  $t = 1$  al tempo  $t = n-1$ , incluso il flusso monetario al tempo  $n$ , comprensivo del valore di liquidazione dell'azienda.

La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati dipende, quindi, da:

- struttura temporale e consistenza dei flussi di cassa nel tempo;
- valore del tasso di attualizzazione.

La formula fondamentale teorica finanziaria risulta essere la seguente<sup>113</sup>:

$$W = F_1 * v^1 + F_2 * v^2 + \dots + F_{n-1} * v^{n-1} + F_n * v^n$$

$W$  = valore del capitale economico

$F_1, F_2, \dots, F_{n-1}$  = flussi monetari complessivi netti disponibili per il periodo che va dal tempo  $t = 1$  al tempo  $t = n-1$ ;

$F_n$  = flusso monetario all'epoca  $t = n$ , comprensivo anche del valore di liquidazione dell'azienda;

$v^1, v^2, \dots, v^n$  = coefficienti di attualizzazione, ossia  $(1 + i)^{-n}$ .

Tale formula di applicazione del metodo finanziario discende dalla tecnica di analisi del valore basata sul metodo DCF (Discounted Cash Flow).

*“La caratteristica essenziale della tecnica DCF si basa sul fatto che un dollaro ricevuto oggi vale più di un dollaro che sarà disponibile tra un anno o più da ora. Ciò poiché il dollaro di oggi potrà essere investito per*

---

<sup>113</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

ottenere un ulteriore rendimento. Per stabilire un prezzo massimo accettabile per l'acquisizione di un'impresa utilizzando il metodo DCF, è necessario stimare (1) i flussi di cassa incrementali attesi generati a seguito dell'acquisizione e (2) il costo del capitale, ossia un tasso di rendimento accettabile richiesto dal mercato per investimenti alternativi"<sup>114</sup>.

Con il metodo del Discounted Cash Flow, il valore economico dell'impresa si basa sul processo di attualizzazione dei flussi monetari futuri, che si rendono disponibili per i suoi finanziatori (in linea di proprietà e in linea di prestito), utilizzando come tasso di sconto un appropriato costo-opportunità del capitale<sup>115</sup>.

Seguendo questo approccio, il valore del capitale proprio è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che saranno generati in futuro (Enterprise Value), scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (WACC, ossia Weighted Average Cost of Capital).
- La posizione finanziaria netta consolidata, espressa a valori di mercato;
- Il valore di mercato di eventuali attività estranee alla gestione caratteristica, non considerate nelle proiezioni dei flussi di cassa operativi.

Tale criterio prevede la stima di flussi di cassa operativi netti per ciascun anno dell'orizzonte temporale considerato. Il valore finale viene calcolato capitalizzando in perpetuo il flusso di cassa atteso nell'ultimo periodo dell'arco di tempo di previsione<sup>116</sup>.

- 1) I flussi di cassa attesi hanno natura operativa, legati, quindi, all'attività caratteristica dell'azienda;
- 2) Il costo medio ponderato del capitale (WACC) è il tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi, rappresentato dal costo medio ponderato del capitale che riflette il rischio specifico dell'azienda (operativo e finanziario), viene calcolato in base alla seguente formula<sup>117</sup>:

$$\text{WACC} = K_d * (1 - t) * (D/D+E) + K_e * (E/D+E)$$

---

<sup>114</sup> A. Rappaport, Strategic Analysis for more profitable acquisitions, in Harvard Business Review, 7/1979.

<sup>115</sup> G. Palomba, A. Gennaro, Finanza aziendale, McGraw Hill, Milano, 2016.

<sup>116</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

<sup>117</sup> Borsa Italiana, Guida alla Valutazione, 2004.

dove:

$K_d * (1 - t)$  = costo del debito al netto dell'effetto fiscale;

$K_e$  = costo del capitale proprio

$D$  = posizione finanziaria netta;

$E$  = valore di mercato del patrimonio netto o *Equity*.

- 3) Calcolo del valore finale ( $V_f$ ): questa grandezza di sintesi esprime il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'arco temporale di proiezione. Il valore viene calcolato attualizzando la formula della rendita perpetua applicata al flusso di cassa complessivo disponibile (FCCD) dell'anno *n-esimo*:

$$V_f = \frac{FCCD_n * (1 + g)}{(1 + WACC)^n}$$

dove "g" è il tasso di crescita del flusso di cassa operativo atteso in perpetuo.

- 4) La posizione finanziaria netta ( $D$ ) è calcolata come il totale dei debiti finanziari complessivi, ovvero sia a breve che a lungo termine, al netto delle liquidità e delle attività finanziarie facilmente liquidabili.
- 5) Altre componenti di valore (*surplus assets*) rappresentano il valore complessivo di eventuali attività che non concorrono alla determinazione dei flussi di cassa operativi, pertanto vengono determinate separatamente<sup>118</sup>.

Dal punto di vista teorico, il metodo finanziario ha sicuramente una indiscussa validità, ma vanno riscontrate alcune criticità. In particolare, **l'attendibilità delle previsioni**: i flussi di cassa prospettici necessitano una determinazione coerente per ottenere risultati accettabili, attendibili e sostenibili finanziariamente.

---

<sup>118</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

Infatti, negli esercizi successivi ai primi due o tre anni occorre procedere con stime molto prudentziali. Difficoltà operative emergono particolarmente nelle imprese che operano in settori ciclici.

Anche l'**orizzonte temporale** è un elemento fondamentale da tenere in debita considerazione per la misurazione del "periodo di vantaggio competitivo": l'ultimo anno di previsione dovrebbe essere quello in cui la società perde benefici differenziali allineandosi alle performance dei concorrenti.

In genere con questo metodo valutativo, l'arco temporale è compreso tra 6 e 10 anni, a seconda del settore di riferimento; un fattore determinante in questo caso, è proprio la durata del ciclo economico.

Altra criticità è riferita alla **presenza di surplus assets**, immobilizzazioni improduttive di flussi di cassa; la valutazione di tali assets potrebbe essere espressa nel valore di liquidazione.

Infine, particolare attenzione, con l'applicazione del metodo finanziario, deve essere posta quando si riscontra nell'impresa la presenza di rilevanti progetti di crescita relativi a nuove iniziative strategiche. Per cui occorre distinguere i flussi di cassa relativi ai nuovi progetti strategici da quelli che saranno prodotti all'interno della gestione corrente.

È utile in questo caso diversificare i beta<sup>119</sup> per il calcolo dei WACC.

### 2.3 IL METODO DEI MULTIPLI VANTAGGI E LIMITI

L'uso dei multipli, nella valutazione di aziende, ha conosciuto una grande diffusione negli anni recenti, grazie allo sviluppo dei mercati finanziari e delle operazioni di finanza straordinaria<sup>120</sup>.

La valutazione d'azienda basata sul metodo dei multipli di imprese comparabili è sicuramente meno complessa e di più immediata determinazione rispetto alla valutazione effettuata con i diversi

---

<sup>119</sup> Coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato. Esso è misurato dal rapporto tra la covarianza del rendimento di un'attività *i*-esima con il rendimento di mercato, e la varianza del rendimento di mercato:  $b_i = \text{covarianza}(R_i, R_M) / \text{varianza}(R_M)$  ove:  $R_i$  = Rendimento dell'attività *i*-esima;  $R_M$  = rendimento del mercato. *Borsa Italiana*

<sup>120</sup> Guatri, Bini, La valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2007.

metodi indiretti, descritti in precedenza, poiché i risultati ottenibili sono intuitivi e facili nella spiegazione.

L'uso dei moltiplicatori avviene secondo due distinti approcci:

- l'approccio delle società comparabili;
- l'approccio delle transazioni comparabili.

Il primo approccio utilizza i prezzi delle società comparabili ricavati da mercati regolamentati, mentre il secondo approccio delle transazioni comparabili (contrattazioni private) utilizza i prezzi di negoziazione tipicamente riguardanti il controllo, o comunque i pacchetti rilevanti.

Inoltre, in base all'approccio valutativo si distinguono multipli *Equity Side* (che consentono una stima diretta dell'*Equity Value*) e multipli *Asset Side*. Questa distinzione dipende esclusivamente dal valore indicato al numeratore del multiplo.

Infatti, nell'approccio *Equity Side* il numeratore è il prezzo di borsa delle azioni o la capitalizzazione di borsa; nel glossario italiano questo approccio viene definito **multipli di capitale**.

Nel secondo caso, *Asset Side*, per stimare l'*Enterprise Value* (EV) e determinare, quindi, in maniera indiretta l'*Equity Value* deducendo la posizione finanziaria netta, il numeratore è dato dall'investimento dell'attivo lordo, inteso solitamente quale somma tra capitalizzazione di borsa e debito finanziario netto. In lingua italiana vengono indicati come **multipli dell'attivo**<sup>121</sup>.

I multipli, poi, vengono distinti per le quantità espresse al denominatore, misure di performance ossia di risultato periodico.

Il risultato della performance utilizzato al denominatore impone, quindi, che i risultati periodici siano compatibili con il numeratore.

Altro punto rilevante, nella classificazione dei multipli, è il **livello** cui si pone la performance: più si pone in alto nel conto economico la misura della performance e meno risente delle politiche discrezionali utilizzate nella formazione del bilancio.

La formula del metodo in oggetto è ricavabile dalla seguente eguaglianza<sup>122</sup>:

$$W_E / K_t = (P/K)$$

dove:

---

<sup>121</sup> Guatri, Bini, La valutazione delle aziende, op. cit.

<sup>122</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

$W_E$  = valore dell'azienda target;

$K_t$  = grandezza espressiva del valore dell'azienda target;

$P$  = prezzo di mercato delle aziende comparabili;

$K$  = grandezza espressiva del valore delle aziende comparabili;

$(P/K)$  = multiplo medio di mercato di un campione di aziende comparabili.

Dalla formula generale, appena sopra trascritta, si può ottenere la seguente equazione:

$$W_E = (P/K) * K_t$$

Per una valutazione corretta, è richiesta la conoscenza del multiplo e la grandezza espressiva del valore del target.

Criticità nel metodo dei multipli, nell'ambito della valutazione di azienda, si rilevano innanzitutto per l'utilizzo di valori pur sempre relativi, e non frutto di analisi fondamentale.

Infatti, il valore oggetto di valutazione basato sul metodo dei multipli è fortemente condizionato dall'andamento del mercato finanziario che riflette i prezzi correnti e, inoltre, lo stesso approccio di stima può condurre a risultati non sempre coerenti, in quanto prescinde da variabili quali il rischio, la crescita potenziale, le caratteristiche tecnologiche dei prodotti, i flussi di cassa attesi ecc.

Un uso troppo disinvolto dei multipli significa assumere, di fatto, che i prezzi di mercato delle società quotate rappresentino una stima non lontana dal loro valore fondamentale e che questo possa essere spiegato da un'unica variabile rilevante, che può essere l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, il fatturato, ecc.<sup>123</sup>

Essendo poi legati fortemente al mercato, i multipli possono condurre ad una sovrastima o ad una sottostima, a seconda che il mercato sopravvaluti o sottovaluti le imprese considerate in un determinato momento<sup>124</sup>.

---

<sup>123</sup> Guatri, Bini, La valutazione delle aziende, op. cit.

<sup>124</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

## 2.4 L'IMPORTANZA DELLA DETERMINAZIONE DEL COSTO DEL CAPITALE: ANALISI DEI PROCESSI METODOLOGICI

Il costo del capitale proprio è una componente fondamentale delle funzioni del valore basate sui flussi, poiché costituisce il tasso di attualizzazione nell'approccio *Equity Side*, e una delle componenti del WACC se si utilizza un approccio *Asset Side*. Lo stesso equivale al rendimento atteso dai proprietari dato il livello di rischiosità dei flussi. È necessario, infatti, conoscere tale rendimento che non è direttamente osservabile sul mercato per l'utilizzo operativo dei modelli valutativi.

La determinazione del costo del capitale passa quindi attraverso metodologie di stima che consentono di effettuare un calcolo di  $K_e$ , quale parametro ragionevolmente affidabile.

Le più diffuse tecniche nella prassi per la stima del costo del capitale  $K_e$  sono:

- le metodologie fondate sull'estrapolazione del costo del capitale dai prezzi correnti delle attività finanziarie quotate;
- le metodologie fondate sui modelli teorici di analisi del profilo di rischio/rendimento di un titolo azionario, in particolare CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Quest'ultimo, Capital Asset Pricing Model, è sicuramente il modello più utilizzato, in quanto applicabile direttamente alle sole società quotate, mentre la stima del capitale delle altre società avviene per comparazione con un campione di società quotate simili a quelle da valutare<sup>125</sup>.

L'ipotesi principale a base del CAPM consiste nella distinzione tra due tipologie di rischio:

- il rischio diversificabile, ovvero non sistematico;
- il rischio non diversificabile o sistematico.

L'applicazione di questo modello passa quindi attraverso alcune considerazioni: detenere azioni in luogo di obbligazioni emesse da una società priva di rischio deve comportare necessariamente un maggior rendimento per compensare il maggior rischio. Inoltre, ogni titolo è caratterizzato da un rischio specifico e da un rischio generico legato all'andamento del mercato complessivo. Infine, il rendimento di mercato non remunera il rischio specifico del singolo titolo, ma solamente quello generico, ovvero il rischio non diversificabile.

---

<sup>125</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, op. cit.



Fatte queste premesse è possibile ora rappresentare la formula di determinazione del costo del capitale secondo il CAPM:

$$k_e = R_{rf} + \beta \cdot (R_m - R_{rf})$$

dove:

$R_{rf}$ : esprime il rendimento di mercato di un'attività finanziaria priva di rischio;

$R_m$ : indica il rendimento del portafoglio complessivo di mercato;

$\beta$ : è il coefficiente espressivo della sensibilità di un titolo al rendimento di mercato.

Il costo del capitale dipende quindi da due elementi, il primo espressione del rendimento di attività non rischiose; il secondo esprime il premio al rischio che remunera la componente sistematica (o non diversificabile).

Come risultato, il premio è pari all'intero premio al rischio del mercato azionario ( $R_m - R_{rf}$ ), moltiplicato per un coefficiente  $\beta$ , che esprime quanto varia il titolo rispetto alla variazione del portafoglio di mercato<sup>126</sup>.

- **La stima di  $R_{rf}$**

$R_{rf}$  è il rendimento adeguato offerto da investimenti caratterizzati dall'assenza di rischio di credito per il finanziatore.

Le passività prive di rischio sono essenzialmente i titoli del debito pubblico emessi dallo Stato, dagli Enti locali e simili, in questi casi il rischio di insolvenza è praticamente nullo. Le caratteristiche di un titolo privo di rischio utilizzabile nel modello CAPM sono quelle per cui è preferibile ricorrere ad un emittente pubblico, meglio se uno Stato; il tasso da utilizzare è il rendimento che tenga conto che il titolo sia mantenuto fino alla scadenza. Inoltre, è preferibile scegliere un titolo zero coupon rispetto ai titoli con cedole di interessi.

- Infine, il tasso  $R_{rf}$  deve essere omogeneo rispetto alla valuta dei flussi da attualizzare.

- **La stima del premio al rischio del mercato azionario (ERP)**

Il premio al rischio rappresenta la remunerazione che un investitore richiede in più rispetto al rendimento di un'attività priva di rischio. I metodi per la stima dell'ERP sono due:

- utilizzo delle serie storiche;

---

<sup>126</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, op. cit.

- la determinazione dell'ERP implicito nei prezzi di mercato.

Si tratta quindi di misurare l'ERP quale differenza tra rendimento effettivo del mercato azionario e dei titoli privi di rischio. Nella prassi è più frequente l'utilizzo delle serie storiche, in quanto il dato è più facilmente reperibile e dimostrabile oggettivamente, in alternativa si fa ricorso al premio implicito nei prezzi di mercato.

- **Il coefficiente  $\beta$**

Il coefficiente  $\beta$  esprime la sensibilità di ogni titolo alla variazione del portafoglio di mercato, rappresenta quindi la remunerazione al rischio non diversificabile, ovvero il rischio sistematico. Il coefficiente  $\beta$  del portafoglio di mercato è sempre pari ad 1. I titoli che hanno un coefficiente  $\beta$  vicino ad 1, hanno lo stesso rischio sistematico del mercato, mentre se tale valore è molto inferiore ad 1, i titoli sono definiti difensivi, in quanto attenuano il rischio del mercato; al contrario i titoli sono definiti aggressivi quando il valore di  $\beta$  supera di molto l'unità, amplificando il rischio del mercato. Il rischio al quale sono sottoposti i flussi netti aziendali è di tipo operativo e finanziario, le determinanti del coefficiente  $\beta$ , dunque, vanno ricercate nei fattori di rischio che variano insieme al rischio sistematico. Sono di tipo operativo e riguardano:

- il tipo di business (dipendenza dei flussi degli stati congiunturali dell'economia): più l'azienda risente meno del ciclo economico, più basso sarà il rischio, al contrario, un'azienda più sensibile alle variazioni del trend economico avrà un coefficiente  $\beta$  più elevato;
- il grado di leva operativa (confronto tra costi fissi e totale dei costi): maggiore è l'incidenza dei costi fissi rispetto a quelli totali, maggiore è la rigidità della struttura operativa dell'impresa e, quindi, più elevato il rischio ad essa associato. Infine, il rischio può dipendere anche dal livello di indebitamento, al crescere del quale il coefficiente  $\beta$  assume un valore maggiore<sup>127</sup>.

La funzione del costo complessivo del capitale per un'azienda dipende dal rischio operativo e dalle sue determinanti, oltre che dal ricorso al debito rispetto al capitale proprio (il rischio finanziario influenza sia il costo del debito che il costo del capitale proprio).

Il costo del capitale complessivo in termini matematici è dato da una media ponderata del capitale proprio e del costo del debito.

---

<sup>127</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, op. cit.

L'acronimo inglese WACC (Weighted Average Cost of Capital) indica il costo medio ponderato del capitale e si esprime con la seguente formula:

$$k_{WACC} = k_e c_e + k_d c_d (1 - T)$$

dove:

$k_e$  = costo del capitale proprio;

$k_d$  = costo del capitale di debito;

$c_e$  = coefficiente di ponderazione espressivo dell'utilizzo del capitale proprio;

$c_d$  = coefficiente di ponderazione espressivo dell'utilizzo del debito;

$T$  = aliquota d'imposta sul reddito d'impresa che consente la deduzione del costo del debito<sup>128</sup>.

#### 2.4.1 IL RISCHIO E IL COSTO DEL CAPITALE

Il costo del capitale è funzione di due componenti:

- 1) un tasso espressivo del rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio in un determinato periodo;
- 2) un premio al rischio.

Questi dati sono riconducibili alla seguente equazione:

$$r = k = r_f + s$$

dove:

$r = k$  = costo del capitale

$r_f$  = tasso privo di rischio

$s$  = premio al rischio (spread).

In base al principio di coerenza le grandezze devono appunto essere coerenti rispetto al trattamento del rischio. Se i valori da attualizzare fossero privi di rischio, allora si dovrebbe utilizzare un tasso pari alla sola componente priva di rischio; mentre, se i valori da attualizzare sono rischiosi, il tasso di attualizzazione deve essere adeguato al rischio.

---

<sup>128</sup> Comitato Scientifico Euroconference, La valutazione d'azienda con Excel, op. cit.

In un modello valutativo basato sui flussi attesi, il rischio esprime allora il timore dell'investitore di non ottenere il rendimento sperato, il premio per il rischio, allora, rappresenta la quantificazione di questo timore. Il premio al rischio rappresenta, quindi, il maggior rendimento che l'investitore richiede per essere tutelato dalla possibilità di ottenere un risultato inferiore rispetto alle sue attese. In ambito aziendale, e da un punto di vista operativo, a parità di valore dei flussi attesi, più elevato è il rischio che quei flussi non si realizzino, più si riduce il valore.

Il valutatore deve quindi porre particolare attenzione alla comprensione dei fattori alla base dei risultati aziendali, capaci di realizzare in futuro i flussi attesi.

La dottrina ha individuato tre situazioni tipiche di rischio, che si possono verificare quando si fa ricorso alla valutazione di un'azienda:

- 1) contesti dominati da fattori di mercato;
- 2) contesti in cui prevalgono iniziative innovative;
- 3) contesti caratterizzati dalla presenza di rischi specifici.

I **fattori di mercato** sono riferiti ai settori ciclici, dove i ricavi sono fortemente dipendenti dalla fase del ciclo economico; alla sensibilità dei margini alla variazione dei ricavi, con livelli di costo fisso elevati rispetto ai costi variabili, i margini saranno sensibili alle variazioni anche piccole dei ricavi stessi, aumentando l'esposizione al rischio.

Il rischio di mercato allora non è solo legato alla ciclicità dei ricavi, ma anche al cambiamento delle abitudini di consumo che porta ad una progressiva contrazione delle vendite senza possibilità di recupero.

Le **iniziative innovative** di un business comportano un grado elevato di rischio proprio perché non esiste una storia pregressa per verificare le performance aziendali. Tale è la situazione tipica delle aziende di nuova costituzione, ovvero le **start-up**, considerate maggiormente rischiose rispetto a quelle consolidate e con buone performance. A tal proposito è opportuno distinguere tra le start-up, quelle che nascono per ottenere il massimo rendimento da un'innovazione tecnologica, oppure per soddisfare un bisogno dei consumatori ancora non servito; e quelle che nascono, invece, all'interno di settori consolidati quando un imprenditore decide di mettersi in proprio.

La presenza di **rischi specifici**, di cui al terzo punto dei contesti enucleati, ha un impatto significativo sui risultati, difficilmente classificabile. Tra questi rischi si possono considerare quelli di un'azienda che dipende da uno o pochi clienti con potere contrattuale maggiore; la presenza di

accordi contrattuali prescindibili e per ultimo l'assenza di una struttura manageriale in grado di sostenere l'azienda qualora l'imprenditore venisse a mancare.

I fattori appena analizzati ci permettono di identificare più precisamente la rischiosità presente nei flussi operativi dell'azienda.

Per l'attualizzazione di tali flussi si dovrebbe utilizzare un tasso che sia espressione del rischio operativo, rischio che dipende dalle caratteristiche della gestione del business.

Il fabbisogno finanziario, necessario al mantenimento e allo sviluppo di un'azienda, viene garantito da flussi generati dall'attività aziendale e non distribuiti, e raccolti all'esterno: capitale di debito o di rischio.

Da un punto di vista finanziario, il capitale di debito e il capitale proprio hanno natura simile, in quanto l'investitore in tutti e due i casi si aspetta un rendimento adeguato al profilo di rischio. Ci si trova di fronte, allora, al principio base della finanza, che è quello della sostituibilità dell'investimento: il rendimento di un'attività deve essere adeguato rispetto a quello di investimenti alternativi che fanno parte della stessa classe di rischio.

In altre parole, il capitale ha un costo-opportunità, deve esistere cioè un rendimento al quale un investitore rinuncia scegliendo di investire le proprie risorse in una determinata azienda.

Sulla base dell'avversione al rischio e della sostituibilità dell'investimento, il rendimento del capitale proprio deve essere maggiore del rendimento del capitale di debito, perché altrimenti il proprietario avrebbe convenienza a vendere l'azienda e investire in attività alternative ugualmente rischiose.

Nell'ottica di un creditore finanziario, qual è il rischio che questi deve fronteggiare? L'intero capitale e il rendimento atteso.

In questi casi il rischio si concretizza quando l'impresa risulti insolvente, ovvero non abbia più flussi operativi per far fronte ai propri impegni in termini di flussi finanziari. Il creditore finanziario, allora, si concentra sulla rischiosità di quella parte necessaria ad evitare l'insolvenza dell'azienda. Quindi, ricordando che il costo del capitale è funzione del rischio di non ottenere il rendimento atteso, ne deriva che il costo del debito rifletterà il rischio di insolvenza e non il rischio operativo dell'azienda. Il proprietario dell'azienda fronteggia un diverso tipo di rischio individuato nella volatilità dei risultati. È evidente allora che in questi casi il rendimento atteso è rappresentato dai flussi residuali: quelli ottenibili una volta sottratti quelli posti al servizio del debito. La rischiosità di tali flussi è funzione del rischio operativo che incide sulla probabilità che si ottengano flussi

operativi diversi dalle attese, come pure del rischio finanziario, poiché inevitabilmente al crescere del rapporto di indebitamento, aumenta la porzione di flussi operativi contrattualmente destinati a terzi, rendendo più aleatori i flussi residuali.

In conclusione, il costo del capitale proprio remunera congiuntamente il rischio operativo e il rischio finanziario dell'azienda e soltanto quando l'azienda non sia indebitata il rischio operativo viene direttamente remunerato in quanto costo del capitale proprio.

## 2.5 IL METODO DELL'EVA, PREGI E DIFETTI

L'adesione da parte delle aziende di una gestione improntata alla creazione di valore ha reso necessario il continuo processo di stima del valore stesso, in ogni circostanza in cui ci fosse una decisione da prendere, la quale poteva riguardare acquisizioni, investimenti e così via.

Al fine di risolvere questo problema, agli inizi degli anni Novanta, ha preso sempre più piede una nuova metodologia di valutazione, la quale si fonda sul concetto dell'*Economic Value Added* (più semplicemente **EVA**)<sup>129</sup>.

L'*Economic Value Added* è un metodo di misurazione della performance di periodo, che ha come scopo quello di valutare il valore che viene creato e distrutto annualmente da un'impresa<sup>130</sup>.

Questa metodologia si fonda essenzialmente su due principi, ossia:

- il capitale degli azionisti deve essere remunerato;
- un'impresa che genera utili, grazie alla gestione caratteristica, non necessariamente ha la capacità di creare un valore economico per gli azionisti.

Può essere, inoltre, definito come un indicatore:

- sintetico di creazione di valore;
- utilizzabile in un'ottica periodale.

---

<sup>129</sup> M. Buongiorno, L'EVA tra indicatore di performance e metodo valutativo, tratto da La valutazione d'azienda con Excel, Euroconference, Verona, 2015.

<sup>130</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

Oltre ad essere un metodo improntato alla determinazione e misurazione del valore, l'EVA ha suscitato molto interesse anche come modello di valutazione delle aziende, poiché è in grado di offrire una differente rappresentazione del valore rispetto al più classico metodo finanziario, precedentemente analizzato, del *Discounted Cash Flow*.

Visto come metodo di valutazione, l'*Economic Value Added* ha come obiettivi primari la massimizzazione del valore degli azionisti, e la misurazione del valore creato, ossia quel profitto che rimane una volta eliminati i costi del capitale impiegati affinché potessero generare tale profitto<sup>131</sup>.

Secondo tale metodo, il valore dell'impresa è costituito da due principali componenti:

- il valore di bilancio del capitale investito;
- il valore attuale di tutti gli EVA che l'azienda sarà in grado di generare in futuro.

Per giungere al valore del capitale proprio, trovandoci in una prospettiva *Asset Side*, sarà necessario sottrarre la posizione finanziaria netta al valore dell'impresa (*Enterprise Value*). Da un punto di vista prettamente teorico, questo metodo sostiene che, nel caso in cui non si verificheranno le condizioni per cui sarà possibile ottenere degli EVA positivi futuri, ma saranno più propriamente pari a zero, il valore dell'impresa tenderà a coincidere con i valori di bilancio dei singoli elementi.

Di conseguenza, in quest'ottica non vi sarà creazione di valore, e quindi il valore dell'impresa sarà pari a quello che potrebbe ottenere qualsiasi investitore se acquistasse gli assets aziendali separatamente<sup>132</sup>.

Secondo la logica del metodo misto patrimoniale-reddituale, quindi, è possibile affermare che non vi è avviamento, in quando il cosiddetto sovra-reddito è inesistente.

Il valore che si crea è dato dalla differenza tra il saggio di redditività operativa dell'azienda e il costo delle risorse finanziarie che sono impiegate, ossia il costo del totale delle attività operative e il capitale complessivamente investito. La formula utilizzata per ottenere tale risultato è:

$$\text{EVA} = (r - \text{WACC}) * \text{CI}$$

quindi:

---

<sup>131</sup> M. Nizzola, *Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici*, op. cit.

<sup>132</sup> M. Buongiorno, *L'EVA tra indicatore di performance e metodo valutativo*, tratto da *La valutazione d'azienda con Excel*, op. cit.

$$EVA = r * CI - WACC * CI$$

dove:

**EVA** è il valore economico aggiunto nel singolo periodo;

**r** è il tasso di rendimento del capitale investito nella gestione operativa dell'azienda oggetto di valutazione;

**WACC** è il costo medio ponderato del capitale investito nella gestione operativa;

**CI** è il capitale investito nella gestione operativa, rettificato poiché espresso con valori correnti.

Il tasso di rendimento **r** del capitale investito nella gestione operativa è, in realtà, dato dal rapporto tra il reddito operativo normalizzato, al quale sono state sottratte le imposte, ossia il **NOPAT** (*Net Operating Profit After Taxes*), che viene posto al numeratore e il capitale investito nella gestione operativa espresso con valori correnti (**CI**), a sua volta posto al denominatore.

Il rapporto, espressione del tasso di rendimento del capitale investito, altro non è che una riconfigurazione dell'indice di redditività **ROI** (*Return on Investment*), al cui numeratore è stato sottratto l'effetto fiscale e il denominatore è il capitale investito nella sola gestione operativa, soggetto a rettifica e quindi espresso con valori correnti<sup>133</sup>.

Per meglio comprendere l'origine del tasso di rendimento, nella seguente tabella è rappresentato il calcolo del **NOPAT**<sup>134</sup>:

Tabella 1 - *Il calcolo del NOPAT*

Ricavi netti delle vendite
+ variazione di prodotti finiti
= Valore della produzione
- Consumi di beni e servizi esterni
= Valore aggiunto
- Costo del lavoro
= Margine operativo lordo (EBITDA)
- Ammortamenti
= Margine operativo netto (MON)

<sup>133</sup> F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

<sup>134</sup> Rielaborazione propria da F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.



- Imposte sul MON
<b>= NOPAT</b>
+/- Proventi e oneri gestione accessoria
+/- Proventi e oneri gestione straordinaria
+ Proventi gestione finanziaria attiva
- Imposte su gestione accessoria, straordinaria, finanziaria attiva
<b>= Reddito prima della gestione finanziaria passiva (EBI)</b>
- Oneri gestione finanziaria passiva
+ Scudo fiscale sulla gestione finanziaria passiva
<b>= Reddito netto (RN)</b>

Rielaborazione propria da F.G. Grandis, F. Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, op. cit.

Alla luce del precedente calcolo, è possibile esprimere la formula dell'EVA nel seguente modo:

$$\text{EVA} = \text{Nopat} - (\text{WACC} * \text{CI})$$

L'interpretazione del valore che assume l'EVA di una determinata azienda appare piuttosto immediata. Nel caso in cui tale valore sia positivo, ossia si ha un  $\text{EVA} > 0$ , l'impresa oggetto di valutazione sta creando valore economico.

Questo valore è rappresentato dal profitto residuo generato, dopo che il complesso aziendale ha remunerato i fornitori del capitale di credito e di rischio, quindi i finanziatori esterni ed i soci. Nei confronti di questi ultimi, ovvero i soggetti portatori di capitale di rischio, l'impresa, che ha generato un extra-profitto evidenziato appunto dall'EVA, può decidere di distribuire tale ammontare sotto forma di dividendi, in misura superiore ai livelli che si prospettavano. Da questo punto di vista, è possibile affermare che l'EVA rappresenti la differenza tra il ritorno attuale e quello atteso, moltiplicata per l'ammontare del capitale investito.

Nel caso, invece, in cui l'azienda decida di investire in progetti i cui rendimenti siano inferiori rispetto ai costi impiegati, si otterrà un risultato negativo, quindi un  $\text{EVA} < 0$ . In queste circostanze l'impresa sta distruggendo valore economico<sup>135</sup>.

Tra i principali vantaggi legati a questo metodo, è possibile evidenziare che tramite l'EVA si può superare uno dei principali limiti caratteristici dei numerosi indicatori di performance, applicati

<sup>135</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

tradizionalmente in azienda. L'*Economic Value Added* è in grado di responsabilizzare i top managers aziendali riguardo una misura che essi stessi sono in grado di controllare ed influenzare, a differenza di altre misure indipendenti ed aleatorie, come il prezzo di mercato delle azioni.

Essendo il calcolo dell'EVA influenzato principalmente dal WACC e dal CI, è utile conoscere le variabili che incidono su questi due fattori.

In particolare, il WACC è influenzato da vari fattori, tra i quali: il premio per il rischio, i tassi di mercato, la rischiosità legata all'azienda in analisi e la sua struttura patrimoniale. Mentre, il Capitale Investito (CI) risente anche delle politiche contabili della società stessa oltre che dei fattori gestionali. In ultima analisi, lo stesso indice EVA è influenzato da variabili quali l'ammontare degli investimenti e l'inflazione. Questo significa che il valore risultante dall'utilizzo di tale formula è inversamente proporzionale all'entità dei nuovi investimenti effettuati dall'azienda che si sta valutando.

Questo fenomeno si verifica normalmente quando all'interno del complesso aziendale sono presenti *assets* di nuova acquisizione e quindi il ritorno economico è influenzato dall'ammortamento delle immobilizzazioni presenti in azienda, diversamente dalle realtà aziendali in cui gli *assets* sono più "vecchi" e maggiormente ammortizzati. Per questo motivo i managers, dove la loro remunerazione è legata ai valori dell'EVA, tenderanno a rinviare nel tempo gli investimenti da realizzare per evitare di contrarre il valore dell'EVA stesso.

In riferimento all'inflazione, un elevato tasso della stessa tende a far aumentare il valore dell'EVA, e questo per due motivi in particolare: per il deprezzamento delle attività aziendali e per l'incremento degli utili.

## **2.6 LE TECNICHE DI VALUTAZIONE APPLICATE ALLE OPERAZIONI STRAORDINARIE**

La valutazione d'azienda, nel corso degli anni, ha ricoperto un ruolo sempre più importante, sia da un punto di vista interno, essendo uno dei principali strumenti volti alla creazione di valore, sia da un punto di vista esterno, rappresentando uno dei mezzi più utili in ambito di operazioni sul capitale, che hanno natura straordinaria.

Le finalità che richiedono l'intervento di un soggetto valutatore sono tra loro divergenti, perché le operazioni straordinarie, talvolta, hanno l'obiettivo di modificare la struttura o la forma giuridica del complesso aziendale adottato per lo svolgimento dell'attività. Altre volte riguardano il trasferimento della titolarità della società stessa. Infine, sono necessarie per le liquidazioni aziendali, nel caso in cui si debba estinguere l'impresa e cessare l'attività<sup>136</sup>.

Volendo analizzare più dettagliatamente le tecniche valutative nelle principali operazioni straordinarie, il primo caso in oggetto è costituito da un'operazione di **trasformazione**.

Nelle perizie di trasformazione, uno degli aspetti essenziali cui prestare interesse è senz'altro la scelta del metodo di valutazione.

La prassi professionale ha evidenziato come tra le principali metodologie, precedentemente analizzate, quella più inerente all'operazione in analisi è il metodo patrimoniale semplice. L'applicazione di questi prevede, quindi, una stima analitica dei singoli elementi patrimoniali, in cui non è prevista la misurazione dell'avviamento, attività caratteristica del metodo patrimoniale complesso<sup>137</sup>.

Seguendo questo percorso, il soggetto valutatore dovrà, in definitiva:

- revisionare i singoli elementi patrimoniali, sia attivi che passivi, che erano presenti nella situazione patrimoniale iniziale, ed evidenziare l'eventuale presenza di errori o discostamenti commessi da precedenti amministratori per via dell'applicazione di politiche di bilancio;
- esprimere, con valori correnti, tali elementi patrimoniali, passivi e attivi, precedentemente individuati;
- stimare le imposte latenti;
- misurare e determinare il capitale netto rettificato;
- accertare la sostenibilità economica dei valori analiticamente determinati.

Il secondo caso oggetto di analisi è costituito dall'operazione di  **fusione**, la quale consiste nell'aggregazione di due o più aziende che danno origine ad un unico soggetto economico o giuridico. In tal modo si viene a creare una nuova entità che integra tutte le risorse insite nelle precedenti compagini aziendali, coordinate in un progetto comune e guidate verso uno scopo unico.

---

<sup>136</sup> D. Balducci, Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie, op. cit.

<sup>137</sup> L. De Rosa, A. Russo, M. Iori, Guida Pratica Operazioni Straordinarie, Il Sole 24Ore, Milano, 2021.

In ambito valutativo, uno dei documenti imprescindibili è costituito dalla relazione degli esperti, nella quale vengono esposti pareri riguardo la congruità del rapporto di cambio delle azioni e delle quote sociali. In particolare, da un punto di vista prettamente tecnico, con il rapporto di cambio vengono fissati il numero delle azioni e delle quote della società che si genera dalla fusione e che saranno assegnati ai singoli soci in cambio delle loro azioni o quote precedentemente possedute, che saranno per questo annullate o ritirate<sup>138</sup>.

Con riguardo alla relazione degli esperti, all'interno di questo documento saranno analizzati due elementi in particolare:

- la descrizione della metodologia utilizzata per individuare e misurare il rapporto di cambio ed il valore che risulta tramite l'applicazione di questa;
- il giudizio riguardo l'adeguatezza delle metodologie scelte per determinare il rapporto di cambio e l'importanza che ne deriva riguardo la determinazione del valore attribuito.

Il contenuto di tale documento è perlopiù tecnico, all'interno del quale è analizzato, se richiesto dal caso, anche l'operato degli amministratori per ciò che attiene il processo valutativo. In questo ambito si indaga, quindi, sui metodi di valutazione adottati per la misurazione del capitale economico e, conseguentemente, ai criteri utilizzati per la determinazione del concambio.

Al fine di ottenere un'analisi il più completa possibile, gli esperti prendono in esame più rapporti di cambio che si sono originati mediante l'adozione di più metodologie. Vengono quindi tra loro confrontate tramite sia approcci prettamente analitici sia con criteri di mercato.

Ciò si verifica poiché durante il processo di valutazione vengono impiegati contemporaneamente più modelli e criteri di stima, al fine di ottenere un valore di cambio più calibrato, eventualmente anche attribuendo un peso alle varie metodologie, in termini di importanza.

Generalmente si individua quello che può definirsi come "metodo-base", che è considerato come quello che più si adatta alla struttura aziendale oggetto di analisi, ma al contempo vengono utilizzati dei metodi "secondari" con lo scopo di confrontare il valore che ne deriva e, in alcuni casi, ridurre il rischio del mancato impiego di una metodologia.

---

<sup>138</sup> D. Balducci, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, op. cit.

Tramite recenti studi statistici, in ambito di operazioni di fusione, si è osservato come ci sia maggior predilezione nell'utilizzo di metodi basati sui flussi di cassa, affiancati da metodologie basate su multipli di mercato, come strumento di controllo<sup>139</sup>.

Un caso opposto all'operazione di fusione è rappresentato dall'operazione di **scissione**, la quale consiste nella disaggregazione patrimoniale, totale o parziale, e conseguente attribuzione ad una o più compagini aziendali, definite società beneficiarie, già esistenti oppure di nuova costituzione. Tale operazione si conclude con l'assegnazione delle corrispondenti azioni o quote sociali ai soci, in maniera proporzionale o non proporzionale.

In ambito valutativo, non è presente nessuna disposizione normativa secondo la quale viene previsto l'utilizzo di una specifica metodologia da impiegare, sia per misurare il capitale economico sia per determinare il rapporto di cambio. Proprio per questo motivo, è generalmente preferito il ricorso ad una pluralità di criteri di valutazione, rispetto al singolo, in quanto un maggior numero di metodologie garantisce un più alto livello di affidabilità<sup>140</sup>.

Non vi sono quindi metodi in assoluto preferiti ad altri, dato che i soggetti valutatori compiono le loro scelte in base al contesto aziendale e al settore di operatività di riferimento, adottando il metodo che più si adatta all'azienda oggetto di valutazione.

In generale si tendono a riconoscere come criteri principali i metodi tradizionali, ossia quegli approcci analitici di natura patrimoniale-reddituale, mentre vengono adottati come metodi di confronto e controllo quelli basati sull'utilizzo di moltiplicatori di società comparabili. Questa gerarchia viene meno, però, nel caso in cui l'impresa che si sta valutando sia quotata in mercati regolamentati, poiché assumono un ruolo primario i metodi relativi, basati appunto sui moltiplicatori di società comparabili e di transazione comparabili. Il diverso grado di priorità assegnato ai metodi, che si manifesta in quest'ultimo caso, è dovuto al fatto che a differenza dei metodi analitici, quelli relativi si fondano sui valori del mercato finanziario, aspetto di centrale importanza per società quotate in mercati borsistici.

Coinvolgendo due o più società, l'operazione di scissione richiede necessariamente la presenza di due soggetti definiti come società scissa e società beneficiaria. Orientativamente entrambe le società seguono una logica valutativa, guidata essenzialmente dalla prassi professionale, la quale prevede

---

<sup>139</sup> D. Balducci, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, op. cit.

<sup>140</sup> D. Balducci, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, op. cit.

l'adozione di un metodo patrimoniale, nella valutazione della società scissa; mentre si prediligono metodi che prevedono attualizzazione di flussi, metodi reddituali o metodi finanziari, per quanto riguarda la società beneficiaria. In entrambi i casi il metodo dei multipli riveste il ruolo da metodo di controllo dei valori derivanti dai processi valutativi precedenti.

La dottrina prevede, comunque, massima libertà nei confronti dei soggetti preposti all'attività valutativa circa le scelte del metodo da applicare, richiedendo, però, il rispetto dei principi generali affinché venga data rappresentazione del valore vero che ogni azienda esprime<sup>141</sup>.

L'ultima tipologia di operazione straordinaria presa in analisi è rappresentata dalla **cessione d'azienda**. Tale operazione si sostanzia nel trasferimento, che può essere parziale o globale, a titolo definitivo, del complesso aziendale ad un'altra entità giuridica. Questo trasferimento può verificarsi sia attraverso l'apporto di titoli azionari della società conferitaria, venendosi così a creare un rapporto di tipo partecipativo, sia tramite un corrispettivo economico, quindi una controprestazione in denaro.

A differenza delle precedenti operazioni straordinarie, nel caso della cessione, le parti possono stipulare un accordo che preveda una doppia valutazione del complesso aziendale, che abbia natura preliminare, in modo da poter misurare ed identificare l'ammontare del cosiddetto prezzo-limite, il quale, di norma, assume un valore maggiore per il cessionario rispetto a quello del cedente, per via di eventuali sinergie e benefici che ne potrebbe trarre l'azienda se verranno acquisiti gli assets presenti nella struttura patrimoniale della società cedente.

Da un punto di vista valutativo, la cessione non presenta elementi di alta criticità, ad esempio circa la stima dei patrimoni aziendali, problematica riscontrabile nelle altre tipologie di operazioni. In tal caso la dottrina non evidenzia una metodologia principale da adottare, ma la scelta è puramente discrezionale, in capo al soggetto valutatore.

Quest'ultimo, infatti, sarà enormemente influenzato da elementi di elevata importanza come la struttura patrimoniale ed il settore in cui opera l'azienda che si vuol valutare. Per via delle differenti determinazioni che si ottengono con l'applicazione delle varie metodologie, è consigliabile l'utilizzo di una pluralità di metodi.

Considerati i diversi metodi di valutazione, l'approccio valutativo che si vuole adottare è in funzione della controparte interessata all'operazione. Infatti, saranno preferite metodologie di tipo

---

<sup>141</sup> D. Balducci, Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie, op. cit.

reddituale e finanziario dal soggetto cessionario, in quanto prestano maggior attenzione ai ritorni economici. Mentre, se l'attività valutativa viene compiuta dal soggetto cedente, sarà preferibile l'applicazione del metodo patrimoniale, che misura le componenti attive e passive del complesso aziendale. In alternativa, il metodo misto è in grado di stimare autonomamente il valore dell'avviamento, che tiene in considerazione tutti gli elementi privi di materialità ma di grande influenza economica.

Il processo di valutazione deve, in definitiva, poter esprimere un valore che sia espressione di neutralità, garantendo la buona riuscita dell'operazione stessa<sup>142</sup>.

## **2.7 LA VALUTAZIONE DELLE START-UP**

La valutazione delle start-up rappresenta una tematica tanto interessante quanto complessa, data la presenza di alcuni elementi da tenere in considerazione. Tra i principali fattori, bisogna senz'altro considerare l'assenza di uno storico delle performance aziendali, per cui le previsioni economiche sono di scarsa affidabilità poiché si tratta di entità "giovani"; un altro fattore è l'alta probabilità di andare incontro ad un insuccesso ed infine, la poca esperienza degli imprenditori-fondatori che si riflette sul loro operato<sup>143</sup>.

### **2.7.1 LE INIZIATIVE INNOVATIVE**

Al giorno d'oggi una delle principali realtà imprenditoriali nell'economia mondiale è costituita dalle start-up.

Caratterizzate da singolari visioni e prospettive di mercato, per start-up si intendono quelle imprese di origine recente, solitamente due-tre anni, create da giovani imprenditori. Nonostante

---

<sup>142</sup> D. Balducci, *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, op. cit.

<sup>143</sup> F. Ballarin, A. Zanin, *La valutazione delle start-up*, *Amministrazione & Finanza* n. 1/2020

L'espressione inglese individui una particolare tipologia di impresa, è diventato di comune uso l'utilizzo del termine "start-up" per identificare qualsiasi impresa neocostituita.

Volendo soffermare l'attenzione sul piano finanziario, la start-up presenta alcuni aspetti peculiari che interessano il mantenimento della solvibilità e continuità aziendale. Essendo imprese con pochi anni di vita, presentano generalmente delle perdite operative, in quanto non si raggiungono i livelli di vendita previsti per coprire i costi impiegati<sup>144</sup>.

L'obiettivo principale è quello di raggiungere l'equilibrio finanziario, punto in cui i ricavi ottenuti vadano ad eguagliare i costi sostenuti. A tal riguardo, il conseguente fabbisogno finanziario che si viene a creare è rivolto principalmente a:

- investimenti in R&S, e più in generale ad attività immateriali;
- investimenti in macchinari ed attrezzature;
- investimenti in capitale circolante.

Così come ogni impresa che opera in un determinato settore, anche le start-up sono caratterizzate da un ciclo di vita che è scandito da quattro fasi di sviluppo:

1) *Seed capital*

Con questa espressione si intende la fase iniziale del processo di creazione della start-up. È costituita generalmente da un periodo di progettazione del prodotto o bene, fulcro dell'iniziativa imprenditoriale;

2) *Start up*

In questa fase si avvia l'impresa, caratterizzata da un maggior fabbisogno finanziario;

3) *Early stage*

Con durata variabile dagli 1 a 5 anni, in questa fase l'impresa è in grado di produrre e vendere il prodotto, ma non ancora di autofinanziarsi.

4) *Expansion stage*

Fase di maggior sviluppo per la start-up, in cui è riuscita a raggiungere maggior visibilità che le permetterà di raggiungere un equilibrio finanziario.<sup>145</sup>

---

<sup>144</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.

<sup>145</sup> M. Nizzola, Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici, op. cit.



## 2.7.2 I METODI DI VALUTAZIONE E CRITICITÀ

Per quanto riguarda la valutazione, alle start-up possono essere applicate varie metodologie, tra le quali vi sono:

- a) i metodi basati sui flussi finanziari futuri;
- b) metodi basati sulla comparazione con i valori di mercato ed i relativi multipli;
- c) metodi qualitativi.

I principali metodi finanziari utilizzati in questo ambiti sono il DCF (*Discounted Cash Flow*, precedentemente affrontato) e il Venture Capital Method, altresì chiamato *First Chicago Method*<sup>146</sup>.

Analizzando più nel dettaglio questo secondo approccio di valutazione, è utile affermare che si fonda essenzialmente sull'uso combinato di metodi basati sui multipli con metodi basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa (es. il DCF).

Il Venture Capital Method, in particolare, prevede che le analisi prospettiche sui ricavi e sugli utili abbiano un orizzonte temporale non inferiore ai due e non superiore ai cinque anni. Il valore che si ottiene alla fine della previsione è generalmente stimato grazie all'utilizzo di multipli come il *Price/Equity* del settore in cui è inserita la start-up in analisi. Questo valore dovrà poi essere attualizzato con un tasso che incorporerà il rischio di settore e la probabilità di default dell'impresa. Per tale motivo avrà un ammontare piuttosto elevato.

Sostanzialmente si avrà quindi un rapporto tra il **Terminal Value** dell'impresa e l'**Anticipated ROI**. Un secondo metodo particolarmente diffuso in ambito di start-up è il **Berkus Method**, che prende nome dal suo creatore, Dave Berkus.

L'assunto fondamentale di questo metodo è che le proiezioni finanziarie, utilizzate come strumento di valutazione, non sono un indicatore affidabile, in quanto è molto basso il loro livello di accuratezza<sup>147</sup>.

Sulla base di ciò, il metodo individua tutti quegli elementi presenti nelle start-up che possano ridurre il rischio di insuccesso, filtrando ed eliminando quelli ritenuti più superficiali.

---

<sup>146</sup> F. Ballarin, A. Zanin, La valutazione delle start-up, *Amministrazione & Finanza* n. 1/2020, op. cit.

<sup>147</sup> M. Nizzola, *Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici*, op. cit.

Nonostante l'efficacia di questo metodo, così come avviene nella valutazione delle operazioni straordinarie, il risultato che si ottiene viene confrontato con altre metodologie di controllo.

Il fatto che la valutazione, in questo caso, riguardi una tipologia di azienda che non presenta uno storico delle performance con annesso un alto livello di rischio di insuccesso, non la rende di facile applicazione.

Tra le principali criticità e problematiche legate alla valutazione delle start-up vi sono:

- **Attività esistenti:** generalmente, quando si pone in atto un processo di valutazione, si stimano i flussi di cassa che l'impresa genererà in futuro. Elemento essenziale affinché possa compiersi questa previsione è la presenza di attività esistenti che, nel caso delle start-up, hanno un'entità estremamente ridotta. Tra le principali conseguenze legate a questa mancanza di informazione vi è l'incapacità del valutatore nello stimare come l'andamento dei ricavi futuri possa essere influenzato, ad esempio, da una diversa politica dei prezzi.
- **Sviluppo e crescita delle attività:** la mancanza di informazioni riguardo lo storico dei ricavi e, in alcuni casi, la mancanza di entrate economiche causano difficoltà nella valutazione. Questo problema ha reso necessario l'utilizzo, seppur poco attendibile e realistico, delle stime fatte dai soci o dal proprietario dell'azienda. In questo ambito, una seconda problematica riguarda la mancanza di elementi con i quali stimare il rendimento atteso dei nuovi investimenti e, quindi, il valore della start-up.
- **Tasso di sconto:** il calcolo di un tasso di sconto adeguato al contesto aziendale di riferimento rappresenta un'altra criticità nella valutazione delle start-up. Il principale limite che si incontra nell'individuazione di questo valore è legato al calcolo del coefficiente Beta, in grado di incorporare il rischio specifico dell'azienda oggetto di valutazione.

### 2.7.3 CONCLUSIONI

In definitiva, si può quindi affermare che quello delle start-up è un ambito che presenta molte difficoltà e rischi. Infatti, sono poche le entità che riescono ad affermarsi nel tempo, in grado di generare dividendi e recuperare l'investimento inizialmente sostenuto.

Spesso accade che tali investimenti finiscano con la cessazione dell'attività, e quindi chiusura della start-up, in quanto non si riesce a raggiungere l'obiettivo dell'equilibrio finanziario né, tantomeno, quello di generare utili.

Da un punto di vista contabile sorge, inoltre, l'impossibilità di poter attribuire le perdite degli investimenti sostenuti ad un particolare momento, se non quello relativo alla chiusura dell'attività. Seguendo il principio di prudenza, è utile rilevare le perdite durevoli in anticipo rispetto alla manifestazione dell'evento.

Spetta, quindi, al management adottare adeguati criteri di valutazione che siano in grado di identificare un valore che possa supportare i costi sostenuti, piuttosto che il valore futuro di investimento.

Al fine di fronteggiare al meglio i vari limiti e difficoltà che questa categoria aziendale presenta, si rende necessaria l'adozione di metodologie di natura qualitativa o di mercato<sup>148</sup>.

---

<sup>148</sup> F. Ballarin, A. Zanin, La valutazione delle start-up, *Amministrazione & Finanza* n. 1/2020, op. cit.

## CAPITOLO III

### CASE STUDY - LA CREAZIONE DI VALORE NEL SETTORE MUSICALE: IL CASO SPOTIFY, APPLE MUSIC, YOUTUBE E AMAZON MUSIC

#### 3.1 ANALISI DEL SETTORE MUSICALE

Il settore musicale, come qualsiasi altro settore ha subito negli ultimi venti anni dei mutamenti radicali scaturenti dal progresso tecnologico e dai cambiamenti delle abitudini di vita dei consumatori.

Nell'ambito economico aziendalistico tale fenomeno dà origine alla distruzione creativa, o creatrice, dato che le nuove abitudini cannibalizzano le vecchie comportando un mutamento radicale. L'innovazione più rilevante ha interessato il mercato discografico, da sempre considerato il comparto principale dell'industria musicale. Tuttavia, per analizzare nello specifico l'intero settore, è necessario procedere ad un'analisi delle altre attività della filiera.

L'analisi richiede la necessità di includere qualsiasi attività economica connessa alla musica, in una dimensione sia temporale che spaziale, definendo i diversi attori coinvolti nel settore. Nel mercato musicale sono coinvolti innumerevoli soggetti che svolgono diverse attività della filiera produttiva, tra essi si annoverano produttori di strumenti musicali, autori, compositori, esecutori, editori, case discografiche, distributori, imprese radiofoniche, imprese televisive, organizzatori di concerti, società di raccolta dei diritti d'autore e connessi.

In particolare, con riferimento al settore musicale è stata effettuata una distinzione tra grande settore e piccolo settore. Il primo include il secondo, dato che fanno parte del grande settore attività quali la produzione di strumenti musicali; la musica stampata (spartiti e libri); la formazione, ovvero le scuole di musica. Sono, invece, afferenti al secondo settore la cosiddetta elettronica di consumo ossia lettori mp3 e autoradio.

Nello specifico le attività del primo settore definito a monte forniscono gli input necessari alla produzione di musica mentre le attività del secondo settore, definito a valle, sono inerenti al consumo del prodotto musica.

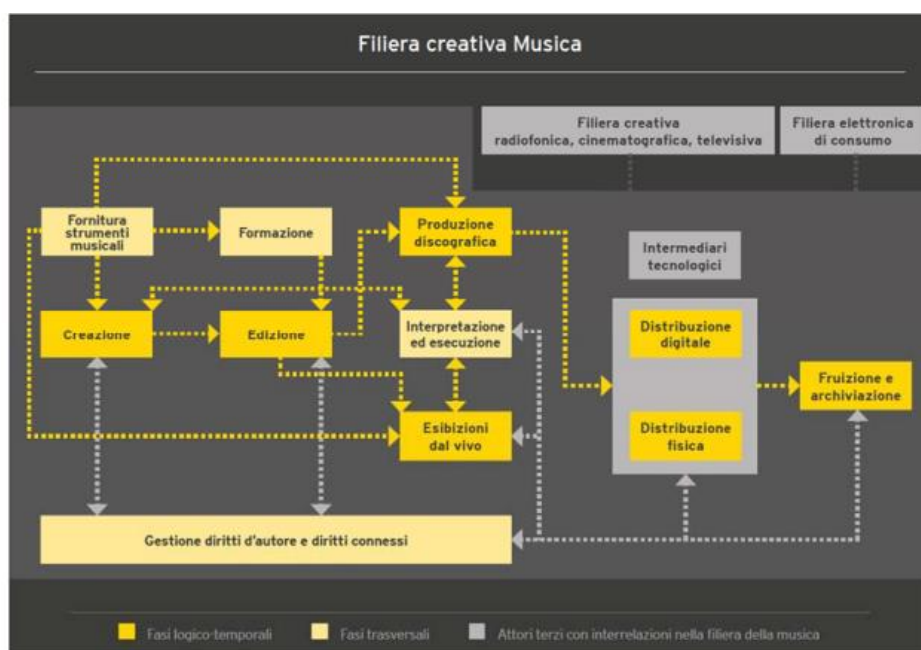
Il piccolo settore è caratterizzato dalla presenza di diverse attività, si spazia dalla produzione materiale dei brani alle modalità di consumo della stessa, fanno parte del settore gli autori, i compositori e gli interpreti ovvero cantanti e musicisti.

La fase di consumo, invece, annovera diverse modalità di fruizione del prodotto, è possibile effettuare una classificazione tra:

- musica in formato fisico;
- musica in formato digitale tra cui brani e suonerie;
- musica ascoltata alla radio;
- musica nei programmi televisivi;
- musica di sottofondo negli esercizi commerciali;
- musica ascoltata nelle discoteche;
- sincronizzazioni ossia musica abbinata a film o a filmati pubblicitari;
- musica ascoltata nelle esibizioni dal vivo in luoghi quali teatri, concerti, eventi di altro tipo.

Nel grafico sottostante si riporta lo schema della catena del valore del settore musicale, con i principali attori della filiera.

Figura 1 - *Catena del valore del settore musicale*



### 3.1.1 L'EVOLUZIONE DEL SETTORE MUSICALE

Il settore musicale è stato quello maggiormente interessato al cambiamento negli ultimi anni, frutto sia del progresso tecnologico che del cambiamento delle abitudini di vita di ciascuno di noi.

Una data importante nel settore è il 1877, anno in cui è stato inventato il fonografo, una macchina in grado di registrare e riprodurre i suoni. A partire da quella data sono stati ideati una serie di strumenti in grado di facilitare la distribuzione e la fruizione di musica. In tale epoca oltre alla musica dal vivo in cui predominavano i brand, sul lato della fruizione personale il grammofono ha dato origine al periodo del vinile, che ancora oggi rappresenta il supporto musicale più amato dai collezionisti e dagli appassionati di musica.

Il vinile ha lasciato il posto, a partire dagli anni settanta/ottanta alle musicassette e ai Walkman, in questo periodo è stato inventato il primo lettore portatile di audiocassette e intorno al 1978 fu lanciato il primo album musicale su Compact Disc.

Grazie all'innovazione tecnologica e all'avvento di internet l'industria musicale ha subito un radicale cambiamento, che ha portato alla diffusione del mp3. In questi anni si assiste alla nascita della musica digitale che ha cambiato profondamente il rapporto tra i diversi attori del settore musicale quali artisti, case discografiche, negozi di musica di vendita al dettaglio e consumatori. Ciò ha comportato importanti variazioni nel consumo di musica, con un impatto notevole sui mercati e sui fatturati delle principali etichette discografiche.

Dal punto di vista economico si assiste ad un notevole cambiamento della domanda e dell'offerta del prodotto musica.

L'analisi condotta dal lato della domanda evidenzia come l'innovazione tecnologica, alcune volte in contrasto con le normative sulla protezione del diritto d'autore, hanno reso la domanda più elastica rispetto al prezzo, in quanto i consumatori non sono più disposti a sostenere un prezzo elevato per l'acquisto di un supporto musicale avendo a disposizione la possibilità di fruizione libera e gratuita.

Se spostiamo l'analisi dal lato dell'offerta, è possibile constatare che le case discografiche si sono adeguate in maniera tardiva ai cambiamenti focalizzandosi solo sulla necessità di contrastare la pirateria anziché di sfruttare le nuove opportunità di business fornite dalla digitalizzazione.

Nella storia della musica inizia in questo momento, il cosiddetto periodo del Peer to Peer ossia del file sharing ma, purtroppo, anche della nascita della pirateria online, ad opera di Napster.

Napster è stato il primo programma di file sharing nato nel 1999 e successivamente chiuso nel 2001 in quanto violava le leggi sul copyright. Attualmente Napster è stato trasformato in un servizio legalizzato a pagamento.

Oltre a Napster furono inventati altri programmi di condivisione di file musicali, tra cui si annoverano eMule, WinMX e BitTorrent.

In tale periodo cambiano radicalmente le modalità di ascolto della musica, infatti, i brani iniziano ad essere scaricati online e ascoltati mediante l'ausilio del lettore mp3. Le case discografiche perdono la maggior parte del loro fatturato poiché non hanno considerato il grande impatto che l'innovazione avrebbe portato al settore musicale.

Il digitale che diffondeva repentinamente grazie al formato Mp3, ossia (Mpeg Layers 3 lanciato dal Moving Picture Expert Group).

Agli inizi di questo secolo Apple introduce sul mercato il primo iPod a cui hanno poi fatto seguito i diversi modelli e le varie versioni quali iPod Mini, iPod Shuffle, iPod Nano e iPod Touch.

Nascono nuove piattaforme digitali, nuovi device e anche Apple coglie l'opportunità offerta dal mercato lanciando il software iTunes con il suo iTunes Store. Da questo momento si assiste ad una trasformazione radicale del settore, molte grandi aziende entrano nel settore con una loro piattaforma di distribuzione di prodotti d'intrattenimento digitale, ciò porta alla nascita del business della vendita di musica online.

### 3.1.2 LA MUSICA DIGITALE E IL MODELLO DI BUSINESS

Prima di analizzare nello specifico il modello di business del settore musicale è opportuno fornire una definizione del concetto di modello di business. Attualmente non esiste una nozione di business model, tuttavia, è stata fornita in letteratura una definizione che racchiude tutti gli studi in materia. Secondo una definizione accreditata per modello di business si intende una *rappresentazione sistemica della combinazione delle attività strategiche, organizzative e tecnologiche di un'impresa, di come queste modellano le relazioni dell'impresa con il suo contesto di riferimento e della relativa struttura finanziaria sottostante, con lo scopo di spiegare come l'impresa riesca a creare o catturare valore*<sup>149</sup>.

Il modello di business svolge un ruolo fondamentale nel definire la modalità mediante la quale la tecnologia soprattutto in una fase iniziale può migliorare il business di un'impresa.

Sono individuate sei funzioni principali tipiche del business model:

- ✓ *value proposition: corrisponde al valore creato e offerto all'utilizzatore in base ad una specifica tecnologia;*
- ✓ *market segment: l'identificazione dell'utilizzatore al quale quella tecnologia è rivolta e la specificazione del meccanismo di generazione delle revenues;*
- ✓ *value chain: la definizione della struttura e del ruolo dell'impresa all'interno della catena del valore; o cost structure e profit potential: stima dei costi e profitti collegati all'offerta, una volta definite la proposizione di valore e la struttura della catena del valore;*
- ✓ *value network: la descrizione della posizione dell'impresa all'interno del value network (fornitori, clienti, concorrenti, ecc.);*
- ✓ *competitive strategy: formulazione delle strategie concorrenziali attraverso le quali l'impresa innovativa intende competere*<sup>150</sup>.

Il mercato della musica, come affermato nei precedenti paragrafi, si è evoluto verso il mondo digitale grazie all'utilizzo del Web e di strumenti quali smartphone e iPad; tutto ciò ha portato all'affermarsi di nuovi modelli di business che si basano sul digitale.

---

<sup>149</sup> T. Pucci, Il modello di business. Caratteri strutturali e dinamiche evolutive, Padova 2016

<sup>150</sup> H. Chesbrough, R. S Rosenbloom, The Role of the Business Model in Capturing Value from Innovation: Evidence from Xerox Corporation's Technology Spinoff Companies, Harvard business School, Boston 2002



Il termine “digitale” deriva dall’inglese *digit* che tradotto letteralmente vuol dire “cifra”, ossia un’attività di conversione di dati che vengono trasformati in una serie di numeri espressi secondo il linguaggio binario che danno vita ad un segnale la cui finalità è la trasmissione, la modifica del file stesso o semplicemente la conservazione.

In tale contesto è notevolmente cambiato il modello di business in quanto la rivoluzione digitale ha profondamente innovato i players e le dinamiche del settore; oggi il mercato musicale si presenta diverso rispetto a qualche anno fa .

Secondo una ricerca effettuata da IPSOS, negli ultimi anni il mercato musicale non è più caratterizzato dalla presenza di utenti che in violazione delle leggi sul copyright sono intenti a scaricare musica, bensì soggetti che sono disponibili a sottoscrivere un abbonamento per ascoltare musica direttamente sullo smartphone.<sup>151</sup>

Questo mutamento delle abitudini degli utenti del mondo musicale ha comportato una visione diversa del modo di ascoltare la musica, non più legata ad un desktop ma sempre più dinamica, in quanto attualmente è possibile portare la musica ovunque, in ogni luogo grazie all’utilizzo dei dispositivi portatili.

I nuovi modelli di business della musica digitale si basano, dunque, principalmente sullo streaming gratuito e downloading, sempre gratuito, dei file musicali ma come contropartita l’utente dovrà visionare dei filmati pubblicitari.

Nel settore della musica digitale l’innovazione vera e propria è stata apportata da Spotify, una società che inizialmente si è costituita sotto forma di start -up, oggi è una public company quotata alla borsa di New York.

Spotify ha apportato nel settore musicale la cosiddetta “disruptive innovation”, ossia distruzione creatrice, concetto elaborato da Schumpeter<sup>152</sup> che si basa sull’assunto che una società quando apporta l’innovazione in un determinato settore, induce tutte le altre le società ad adeguarsi allo scopo di rimanere sul mercato. La distruzione creativa è alimentata dall’innovazione tecnologica che consente alle imprese di lanciare sul mercato nuovi prodotti o nuovi modelli di business in grado di soddisfare sempre meglio i bisogni della clientela.

---

<sup>151</sup> <https://www.fimi.it/mercato-musicale/dati-di-mercato/music-consumer-insight-report-2016-la-ricerca-condotta-da-ipsos-in-13-nazioni-nel-mondo.kl>

<sup>152</sup> Schumpeter J. A., *Il capitalismo può sopravvivere? La distruzione creatrice e il futuro dell’economia globale*, Etas, Milano 2010.

L'espressione "distruzione creativa" deriva dal fatto che l'innovazione allo stesso tempo crea e distrugge poiché rappresenta una minaccia per le aziende che nel settore occupavano una posizione di leadership.

### 3.2 SPOTIFY



La crescita di Internet, come accennato in precedenza, ha portato alla diffusione della **pirateria musicale** che tuttora costituisce un problema rilevante.

Tuttavia, grazie all'ascesa delle piattaforme digitali, il fenomeno della pirateria è in parte superato. In tale contesto nasce Spotify, una delle principali piattaforme di streaming musicale.

Il fondatore di Spotify è Daniel Ek, un giovane imprenditore svedese con la passione per la musica e per la tecnologia che appena adolescente all'età di 13 ha dato vita ad una propria attività commerciale il cui core business era la creazione di siti Web.

La sua carriera è caratterizzata da continue idee innovative e da un elevato successo professionale tale per cui aveva deciso di ritirarsi. Tuttavia, ben presto si accorse che nonostante il successo economico gli mancava un progetto in cui credere e fu così che nel lontano 2002 ebbe l'idea di creare Spotify.

In quel periodo Napster fu obbligata a chiudere e un'altra piattaforma illegale si stava diffondendo, fu proprio in tale contesto che EK si rese conto che per risolvere il problema della pirateria era necessario creare un servizio innovativo che consentisse di superare la pirateria, da questa idea è nata "Spotify".

Nel realizzare la sua idea Ek si rivolge a Martin Lorentzon e grazie alla loro attività congiunta lanciano sul mercato una piattaforma web grazie alla quale è possibile ascoltare e scaricare musica in modo legale.

Dalla loro collaborazione e dopo due anni di attività nasce, nel 2008, Spotify. Al gruppo societario ben presto si aggiunge anche il fondatore di Napster, Sean Parker.

La nascita di Spotify è stata caratterizzata da numerosi ostacoli, in quanto in quel periodo il settore musicale era caratterizzato da una fase di forte decrescita, la presenza di molteplici competitor e profitti bassi. Nonostante questi ostacoli i fondatori della start up svedese sono stati in grado di predisporre un piano strategico il cui intento è stato quello di soddisfare i bisogni di ogni tipologia di consumatori.

Prima del lancio definitivo del prodotto è stato immesso sul mercato un programma provvisorio disponibile solo per pochi utenti selezionati, i cosiddetti *"early adopters"* che hanno dato il loro contributo al completamento del programma mediante test e valutazione della value proposition della piattaforma definitiva.

Il programma è stato lanciato definitivamente nel 2008 a seguito di una raccolta fondi che ha consentito alla start up di raccogliere 21,6 milioni di \$ provenienti da diversi finanziatori, tra cui Horizons Ventures, Northzone, Creandum e Li Ka-shing.

Il servizio, fin da subito, è stato distribuito con una modalità che consente l'accesso da tutti i dispositivi mobile, quali PC, smartphone e tablet. Successivamente il servizio si è reso disponibile anche per altri device quali smartwatch, console per videogiochi e smart TV.

La fruizione del servizio è molto semplice, è possibile effettuare il download dell'app, creare un account e in tal modo si accederà al servizio radio e ad un catalogo di brani contenuti in una libreria digitale che potrà essere accessibile in qualsiasi momento.

L'accesso al servizio avviene mediante un abbonamento, è previsto un periodo di prova.

Il servizio prevede due tipologie di abbonamento, uno definito *"Spotifyfree"* in quanto è completamente gratuito, l'altro denominato *"Premium"* che è a pagamento e che è differenziato in *"Family"* e *"Student"*.

Il servizio gratuito attribuisce al sottoscrittore la possibilità di ascoltare tutti i brani presenti nel catalogo, con l'obbligo però di visualizzare le inserzioni pubblicitarie e vi è un vincolo di ascolto definito *"shuffle mode"*, ossia in modalità casuale non on-demand.

Il fruitore del servizio ha la possibilità di scaricare per l'ascolto offline solo un numero limitato di brani, massimo 15, inseriti in apposite playlist personalizzate dagli utenti.

Spotify attinge i brani che offre da varie case discografiche ed etichette indipendenti, tra cui le Majors Sony, EMI, Warner Music Group e Universal, con le quali la società ha stipulato accordi di collaborazione continuamente rinegoziati allo scopo di fornire un servizio sempre più diversificato, inoltre, sono stati stipulati accordi di partnership con i social network, tra cui Facebook.

Questa tipologia di offerta ha consentito di raggiungere un elevato numero di clienti e nel contempo ha permesso una grande diffusione del servizio.

Attualmente Spotify ha raggiunto 345 milioni di utenti mensili e più di 155 milioni di abbonati.<sup>153</sup>

### 3.2.1 ANALISI STRATEGICA DI SPOTIFY

La strategia di Spotify si basa essenzialmente sulla necessità di attirare il maggior numero di utenti attraverso il metodo del freemium pricing, ossia un modello mediante il quale l'azienda offre una versione gratuita agli utenti in maniera tale da raggiungerne diversi i quali, una volta attirati, verranno fidelizzati, verrà proposta loro una versione premium o a pagamento.

Il servizio a pagamento è giustificato dal fatto che si sta acquistando una qualità del servizio superiore che giustifica un prezzo che l'utente in caso contrario non avrebbe pagato, continuando ad utilizzare la versione free. Questa strategia è stata messa in atto in quanto gli sviluppatori della piattaforma erano sicuri che il consumatore una volta testate le caratteristiche e la qualità del prodotto sarebbero stati disposti a sostenere un costo per prestazioni più performanti.

Il modello di business di Spotify è di successo in quanto si rivolge ad un pubblico globale, l'obiettivo primario dell'impresa è sempre stato il coinvolgimento di un gran numero di utenti.

Dall'analisi SWOT emerge che:

- punti di forza: innovazione;
- punti di debolezza: settore altamente competitivo;
- minacce: nuove entranti sul mercato;
- opportunità: diversificare il business entrando in nuovi settori.

---

<sup>153</sup> [https://s22.q4cdn.com/540910603/files/doc\\_financials/2020/ar/4e770a8c-ee99-49a8-9f9e-dcc191807b56.pdf](https://s22.q4cdn.com/540910603/files/doc_financials/2020/ar/4e770a8c-ee99-49a8-9f9e-dcc191807b56.pdf)

Il vantaggio competitivo di Spotify si basa sulla capacità di intrattenere relazioni con gli utenti che accedono alla piattaforma, questo distingue la società dagli altri competitor.

In particolare, Spotify si relaziona con i maggiori social media, tra cui Facebook: questa modalità le consente di avere rapporti con un maggior numero di soggetti.

Facebook consente di condividere con i propri amici brani musicali e playlist personalizzate.

Il modello di business di Spotify si basa sulla necessità di adattarsi ai cambiamenti dell'industria musicale. La società crea, distribuisce e cattura valore mediante la necessità di intrattenere relazioni con tutti i soggetti che compongono la catena del valore.

Il modello si basa su una piattaforma e-business digitale, strutturata sul Business Model Canvas caratterizzato da nove elementi interconnessi tra loro, tra cui si annoverano:

- clienti (customer segments), ossia i gruppi di persone a cui Spotify si rivolge;
- proposizione di valore (value proposition), ossia dopo aver individuato il mercato si decide cosa offrire per creare valore;
- canali distributivi (channels), attraverso i canali distributivi si diffonde e si trasferiscono i servizi offerti;
- relazioni con il cliente (customer relationship), fa riferimento alle modalità secondo cui si trasferisce il valore al cliente;
- ricavi (revenues streams) ossia i ricavi che l'azienda ottiene dalla vendita dei prodotti/servizi;
- risorse (key resources), ossia le risorse chiave dell'azienda, ossia gli accordi di licensing, le risorse ingegneristiche, la piattaforma e il brand;
- attività (key activities) ossia le attività strategiche che devono essere attuate per creare e sostenere valore e che consentono di raggiungere i clienti e intrattenere con loro relazioni stabili;
- partnership (key partners) nello specifico si fa riferimento alla rete di fornitori e partner necessari al funzionamento del modello di business;
- struttura dei costi (cost structure) rappresenta la voce di costi più rilevanti per l'impresa quali: salari e stipendi, costi legati ai provider dei servizi internet che gestiscono il traffico web e soprattutto royalties pagate ai detentori dei diritti d'autore, le case discografiche.

La mission di Spotify si concretizza nel fornire a tutti gli utenti la possibilità di accedere a tutta la musica che desiderano ascoltare in qualsiasi luogo o momento della giornata.

### 3.2.2 I PRINCIPALI KEY ITEM DI SPOTIFY

La tabella che segue riporta i principali dati di bilancio di Spotify, si evince un aumento dei ricavi dal 2020 al 2021:

Figura 2 - Confronto ricavi Spotify esercizi 2020-2021

Ricavi	2021 H1		2020 H1		Delta	
	meur	%	meur	%	meur	%
Premium	3.987	89,0%	3.458	92,5%	529	15,3%
Ad-Supported	491	11,0%	279	7,5%	212	76,0%
<b>Totale</b>	<b>4.478</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.737</b>	<b>100,0%</b>	<b>741</b>	<b>19,8%</b>

Fonte: <https://www.analiscorporate.net/spotify-risultati/>

Figura 3 - Confronto MOL Spotify esercizi 2020-2021

MOL	2021 H1		2020 H1		Delta	
	meur	%	meur	%	meur	%
Premium	1.171	96,7%	976	102,6%	195	20,0%
Ad-Supported	40	3,3%	-25	-2,6%	65	n.s.
<b>Totale</b>	<b>1.211</b>	<b>100,0%</b>	<b>951</b>	<b>100,0%</b>	<b>260</b>	<b>27,3%</b>

Fonte: <https://www.analiscorporate.net/spotify-risultati/>

La società nel corso del 2020 ha notevolmente aumentato il numero di utenti facendo registrare un aumento del 29% rispetto all'anno precedente. La maggior parte degli utenti sono europei circa il 34% mentre il 25% sono nordamericani. Il principale mercato di Spotify è quello europeo.<sup>154</sup>

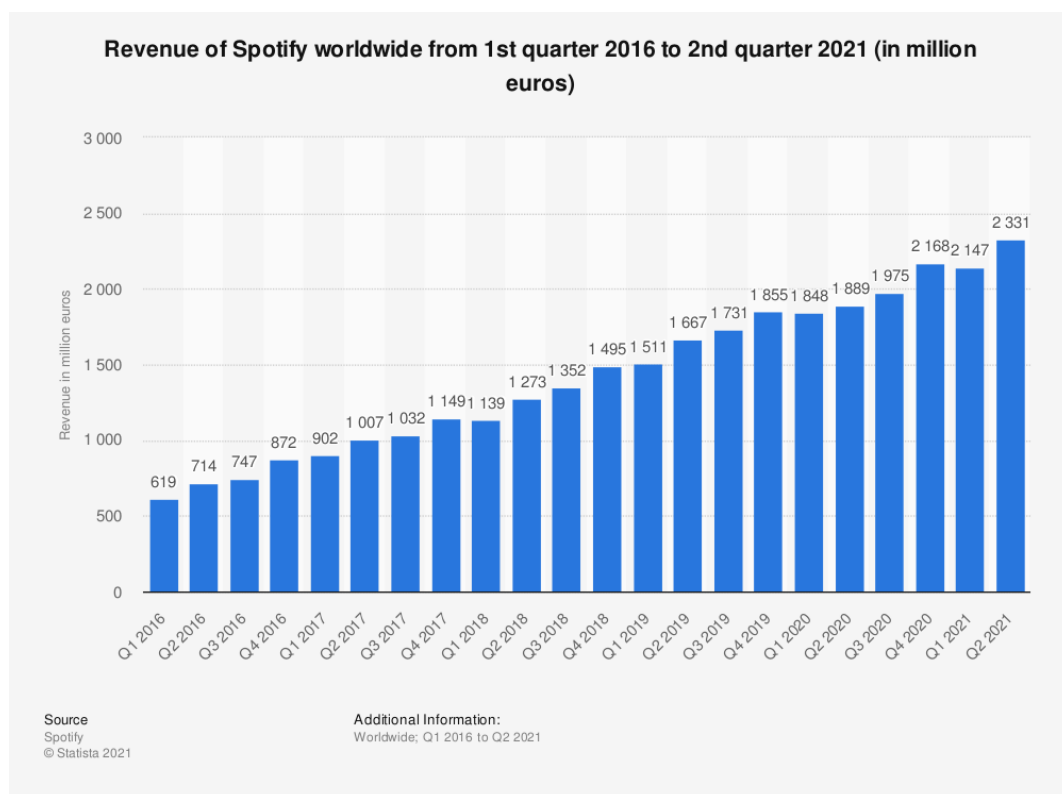
La società è leader del settore ed è in forte crescita rispetto all'altro competitor Apple Music. Il fatturato è cresciuto del 14% annuo, nonostante ciò, il bilancio di Spotify ha registrato nel 2020 una perdita pari a 581 milioni di euro. La perdita è da attribuire alle spese del personale ed in generale ad un aumento sia dei costi che dell'imposizione fiscale.

Spotify ha generato 7,85 miliardi di euro di entrate nel 2020, con un aumento del 16% su base annua, non ha mai pubblicato un utile operativo. Nel 2020, ha registrato una perdita di 581 milioni di euro,

<sup>154</sup> [https://s22.q4cdn.com/540910603/files/doc\\_financials/2020/ar/4e770a8c-ee99-49a8-9f9e-dcc191807b56.pdf](https://s22.q4cdn.com/540910603/files/doc_financials/2020/ar/4e770a8c-ee99-49a8-9f9e-dcc191807b56.pdf)

345 milioni di persone usano Spotify una volta al mese, 155 milioni sono abbonati, 70 milioni di brani sono disponibili su Spotify e 2,9 milioni di podcast.

Figura 4 - Entrate di Spotify



Fonte: <https://www.statista.com/statistics/813828/spotify-revenue-quarterly/>

Figura 5 - Entrate annuali di Spotify

Anno	Entrate
2016	2,93 miliardi di euro
2017	4,07 miliardi di euro
2018	5,24 miliardi di euro
2019	6,75 miliardi di euro
2020	7,85 miliardi di euro

Fonte: <https://www.investing.com>

Figura 6 - *Profitto di Spotify*

Anno	Perdita operativa
2010	(28 milioni di euro)
2011	(45 milioni di euro)
2012	(83 milioni di euro)
2013	(63 milioni di euro)
2014	(188 milioni di euro)
2015	(230 milioni di euro)
2016	(539 milioni di euro)
2017	(1,23 miliardi di euro)
2018	(78 milioni di euro)
2019	(186 milioni di euro)
2020	(581 milioni di euro)

Fonte: <https://www.investing.com>

Nel corso del 2021 gli utenti sono cresciuti ancora di più, in virtù di una strategia commerciale finalizzata ad espandere la presenza della piattaforma nel maggior numero di Paesi. Tale politica ha comportato un ulteriore aumento del fatturato e ha fatto registrare un utile netto pari a circa 23 milioni di euro.

La crescita dei dati del 2021 potrebbe subire una forte contrazione dovuta all'andamento della pandemia; infatti, la società stima che l'esercizio 2021 chiuderà con una perdita tra 134 e 54 milioni di euro.<sup>155</sup>

---

<sup>155</sup> <https://www.hdblog.it/mobile/articoli/n537342/spotify-utenti-paganti-mensili-q1-2021/>



### 3.3 APPLE MUSIC



Apple Music ad oggi è il maggior concorrente di Spotify. Da sempre Apple si differenzia dai competitor per gli investimenti in progresso e innovazione. Apple è entrata nel mondo dello streaming musicale nel 2015 dopo la grande espansione di Spotify.

Apple Music è una piattaforma che prevede sia l'ascolto dei brani che la diffusione radiofonica il tutto mediante l'utilizzo dei social. Il servizio è stato reso accessibile al pubblico statunitense il 30 giugno 2015 mentre in Europa si è dovuto attendere l'autunno dello stesso anno. Il servizio offerto da Apple Music si distingue dalle altre piattaforme, poiché l'utente che si abbona al servizio può ascoltare per tutto il giorno una stazione radio che trasmette in tutto il mondo, curata da DJ molto noti ed esperti. Il servizio prevede tre modalità di utilizzo, il principale riguarda lo streaming Radio, che prevede sia un utilizzo gratuito che con abbonamento mensile.

L'idea di Apple nasce come un servizio che costituisce un'evoluzione iTunes e di Beats Music ed è contenuta all'interno di iTunes e in tutti i Mac e i dispositivi iOS.

Apple Music si basa principalmente sulla condivisione e sull'interazioni tra gli utenti, ciò è favorito da Connect, una rete sociale creata appositamente per questo scopo. Una particolarità che distingue Apple dalle altre piattaforme è che le playlist non vengono create da software in base ad algoritmi sugli ascolti ma da esperti di musica e musicisti.

Apple Music, al contrario di Spotify, inoltre, non mette a disposizione un servizio free di ascolto supportato dalla pubblicità ma tutto il servizio è a pagamento.

Da quando il servizio è nato Apple ha fatto registrare le seguenti entrate:

Figura 7 - Entrate di Apple Music

Anno	Entrate
2016	\$0.6 miliardi
2017	\$1.1 miliardi
2018	\$1.8 miliardi
2019	\$2.8 miliardi
2020	\$4.1 miliardi

Fonte: <https://www.investing.com>

Figura 8 - Utenti di Apple Music

Anno	Utenti
2015	11 milioni
2016	20 milioni
2017	27 milioni
2018	40 milioni
2019	50 milioni
2020	72 milioni

Fonte: <https://www.investing.com>

Per quanto riguarda la politica di prezzo la seguente tabella mostra che a differenza dei competitor i servizi di Apple sono tutti a pagamento, ciò comporta un flusso di entrate più elevato.

Figura 9 - *Apple Music vs concorrenti: Pay per stream*

Servizio di streaming musicale	Paga per flusso
Apple Musica	us\$ 0,0076
Spotify	us\$ 0,0026-0,0049 usd
YouTube	us\$ 0,00067

Fonte: <https://www.investing.com>

### 3.4 YOUTUBE MUSIC

Anche YouTube ha strategicamente deciso di entrare nel settore dello streaming musicale.

Il servizio prevede la sottoscrizione di un abbonamento Premium a YouTube Music, attraverso il quale gli utenti hanno la possibilità di guardare i video e ascoltare musica senza pubblicità.

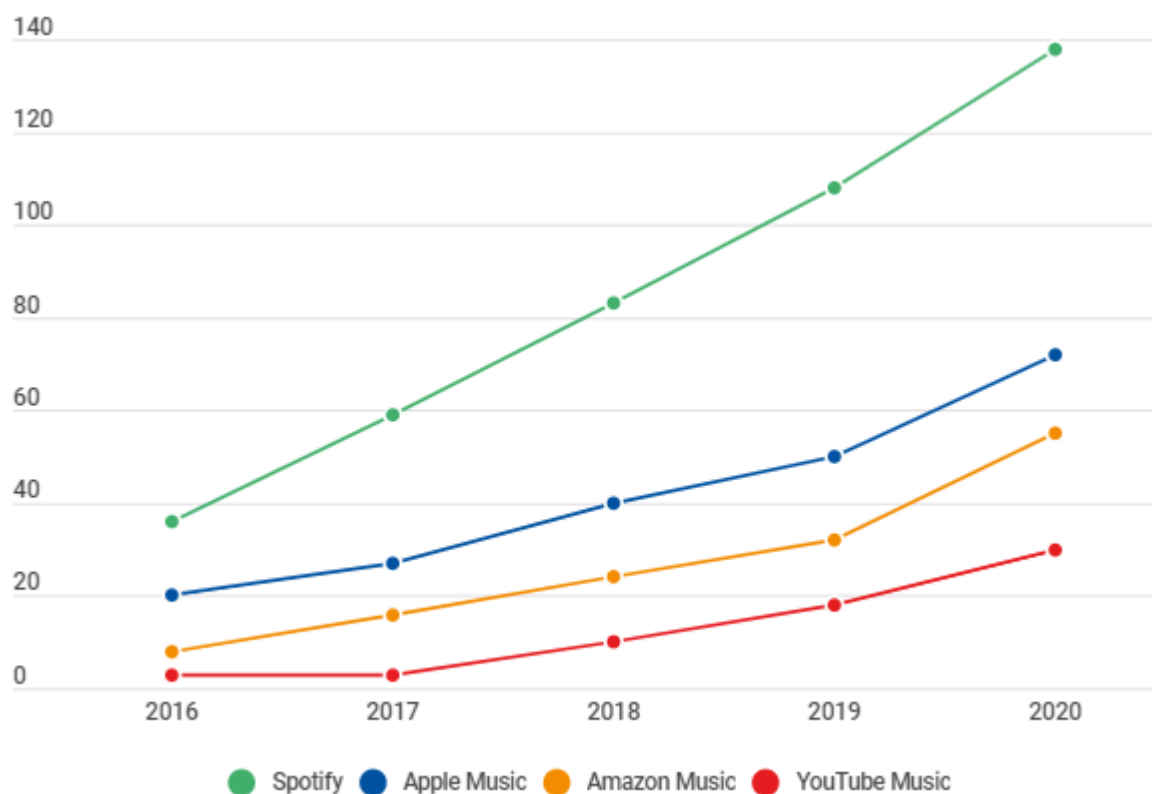
La maggiore innovazione, però consiste nella possibilità di ascoltare la musica disattivando lo schermo dello smartphone. YouTube consente, inoltre, di riprodurre i brani in background, con un consumo di dati internet maggiore rispetto all'ascolto del semplice brano su Spotify o Apple Music. A differenza di Spotify, Apple e tutti gli altri competitors YouTube Music comprende tutti i contenuti che sono reperibili solo su YouTube come i live, i remix e le cover, il costo è di 9.99€ al mese, con un periodo di prova gratuita iniziale e la possibilità di sottoscrivere l'account "Family". YouTube Music è disponibile anche versioni gratuita. La piattaforma di YouTube è simile alle altre piattaforme, è stata lanciata 2011, ma in molti è paesi è stato reso disponibile da poco, come nel caso italiano, soltanto da settembre 2017. Una delle caratteristiche di questa piattaforma è la possibilità di caricare sul cloud a fino a 50 mila brani. Il servizio offre due possibilità di utilizzo ossia quella gratuita con funzionalità limitate e quello Unlimited al costo di 9.99€ mensili.

### 3.5 AMAZON MUSIC

Amazon Music Unlimited è l'ultima piattaforma che è stata lanciata sul mercato da Amazon. Il servizio è molto simile a quello dei concorrenti, essa non prevede la versione gratuita, ad eccezione dei clienti di Amazon Prime.

La versione a pagamento detta Premium è disponibile al costo di 9.99€, con la possibilità di sottoscrivere un abbonamento Family. A differenza dei competitor è prevista una prova gratuita per soli 30 giorni.

Figura 10 - Spotify, Apple Music, Amazon Music, Youtube Music: Utenti



Sul mercato ci sono anche altre piattaforme, come Tidal, Pandora o Deezer non molto utilizzate. Il mercato offre un'ampia gamma di scelte, a prezzi e servizi simili, ma la piattaforma Spotify rimane la regina incontrastata del mercato dello streaming musicale.

## CONCLUSIONI

Non esistono valori di impresa neutrali e oggettivi. Non esiste pertanto, il giusto valore d'impresa ma diversi valori più o meno condivisibili. Compito del valutatore è quello di comprendere la finalità della valutazione dell'azienda e acquisire le conoscenze che gli mancano attraverso la raccolta di informazioni, orientandosi verso due direzioni: all'esterno e all'interno dell'azienda.

Per quanto concerne le informazioni esterne, è utile analizzare il settore in cui è inserita l'impresa, il quale, nonostante sia sempre meno determinante sulle performance aziendali, rappresenta comunque un aspetto essenziale da considerare. Le informazioni interne all'azienda possono riguardare dati di tipo quantitativo, di più facile reperimento, mentre di più difficile individuazione sono quelle informazioni che riguardano le risorse che l'impresa impiega al suo interno al fine di garantire lo svolgimento della sua attività e le modalità con cui viene organizzata.

Il settore musicale, oggetto di indagine del presente lavoro, come qualsiasi altro settore ha subito negli ultimi anni mutamenti radicali dovuti al progresso tecnologico e ai cambiamenti delle abitudini di vita dei consumatori.

Nell'ambito economico aziendalistico tale fenomeno dà origine alla *distruzione creativa*, o creatrice, dato che le nuove abitudini cannibalizzano le vecchie comportando un mutamento radicale. Nel mercato musicale sono coinvolti innumerevoli soggetti che svolgono diverse attività della filiera produttiva. Grazie all'innovazione tecnologica e all'avvento di internet l'industria musicale ha subito un radicale cambiamento e, dal punto di vista economico, ha comportato un notevole mutamento della domanda e dell'offerta del prodotto musica.

Il mercato della musica si è evoluto verso il mondo digitale grazie all'utilizzo del web e di strumenti quali smartphone e tablet; tutto ciò ha portato all'affermarsi di nuovi modelli di business che si basano sul digitale. Il modello di business è notevolmente cambiato in quanto, la rivoluzione digitale ha profondamente innovato i players e le dinamiche del settore. L'innovazione è stata apportata da Spotify: società inizialmente costituita come start-up, oggi è una public company quotata alla borsa di New York.

Il modello di business di Spotify è di successo in quanto si rivolge ad un pubblico globale, l'obiettivo primario dell'impresa è sempre stato il coinvolgimento di un gran numero di utenti. Questa tipologia di offerta ha consentito di raggiungere un elevato numero di clienti e allo stesso tempo ha permesso una grande diffusione del servizio. Attualmente Spotify ha raggiunto 345 milioni di utenti

mensili e più di 155 milioni di abbonati. Nel corso del 2020 ha notevolmente aumentato il numero di utenti facendo registrare un aumento del 29% rispetto all'anno precedente. Il fatturato è cresciuto del 14% su base annua. Ciononostante, il bilancio di Spotify ha registrato nel 2020 una perdita pari a 581 milioni di euro. I dati del 2021 potrebbero subire una forte contrazione dovuta all'andamento della pandemia; infatti, la società stima che l'esercizio 2021 chiuderà con una perdita tra 134 e 54 milioni di euro.

Il vantaggio competitivo di Spotify si basa sulla capacità di intrattenere relazioni con gli utenti che accedono alla piattaforma, questo distingue la società dagli altri competitor.

Apple Music ad oggi è il maggior concorrente di Spotify. Gli utenti registrati sulla piattaforma di Apple Music alla fine del 2020 sono circa 72 milioni. Anche YouTube ha deciso di entrare nel settore dello streaming musicale: la maggiore innovazione apportata consiste nella possibilità di ascoltare la musica disattivando lo schermo dello smartphone. Amazon Music Unlimited è l'ultima piattaforma che è stata lanciata sul mercato, con un servizio molto simile a quello dei concorrenti. Sul mercato sono comunque presenti altre piattaforme meno diffuse come Tidal, Pandora o Deezer. Il mercato offre un'ampia gamma di scelte, a prezzi e servizi simili, ma la piattaforma Spotify rimane la regina incontrastata del mercato dello streaming musicale.

## BIBLIOGRAFIA

- AA. VV. *Principi Italiani di Valutazione*, paragrafo I.6.8 rubricato «le configurazione di valore e i loro possibili attributi».
- Balducci D., *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, AEDI Edizioni, 2019.
- Ballarin F., Zanin A., *La valutazione delle start-up*, Amministrazione & Finanza, 2020.
- Bini M., *Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare? La Valutazione delle Aziende*, OIV, 2019.
- Borsa Italiana, *Guida alla Valutazione*, 2004.
- Brugger G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia in Scritti in onore di Luigi Guatri*, Edizioni di Bocconi Comunicazione, 1989.
- Buongiorno M., *L'EVA tra indicatore di performance e metodo valutativo, tratto da La valutazione d'azienda con Excel*, Euroconference, 2015.
- Buttignon F., *Il modello economico finanziario. Introduzione alla costruzione e analisi del bilancio, al calcolo economico e alla valutazione dell'impresa*, Giuffrè, 2001.
- Cattaneo M., *La finanza aziendale nell'ambito degli studi aziendali italiani degli ultimi cinquant'anni*, in E. Zaninotto (a cura di), *Presente e futuro degli studi di Economia aziendale e management in Italia*, AIEDA, Il Mulino, 2006.
- Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze, *Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione*, 2016.

- Chesbrough H., Rosenbloom R. S., *The Role of the Business Model in Capturing Value from Innovation: Evidence from Xerox Corporation's Technology Spinoff Companies*, Harvard business School, 2002.
- Coda V., *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d'impresa*. Giuffrè, Milano, 1963.
- Colombi F., *Strategie & Finanza. Modelli interpretativi e funzioni direzionali per i comportamenti finanziari d'azienda*, Etas Libri, 1989.
- Comitato scientifico Euroconference, *La nozione di valore dell'impresa e il processo di valutazione*, Euroconference, 2015.
- Comitato Scientifico Euroconference, *La valutazione d'azienda con Excel*, 2015.
- Comoli M., *Valore: la più grande idea nella storia del business*, EGEA, 2020.
- Comuzzi E.; Zanin F., *La valutazione delle aziende, dei gruppi e delle parti aziendali*, Giuffrè, 2018.
- Comuzzi E., *Complessità, valore e imprese*, Giappichelli, 2016.
- Donna G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, 1999.
- De Rosa L., Russo A., Iori M., *Guida Pratica Operazioni Straordinarie*, Il Sole 24Ore, 2021.
- Ferrero G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, 1966.
- Fischer Black, *The magic in Earnings: Economic Earnings versus Accounting earnings*, FAJ, 1980.
- Fusa E., Guatri G., *La valutazione del capitale economico dell'impresa*, Il Sole 24 Ore, 1999.



- Golinelli G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa, vol. II, La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, Cedam, 2000.
- Grandis F. G., F. Palazzi, *La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese*, Giappichelli, 2017.
- Guatri, Bini, *La valutazione delle aziende*, Egea, 2007.
- Guatri, Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione d'azienda*, Università Bocconi, 2005.
- Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 1998.
- Guatri L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, 1991.
- Guatri L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, Egea, 1990.
- Guatri L., *La valutazione delle aziende*, Giuffrè, 1987.
- Maffei M., *Il principio della continuità aziendale e il controllo della sua corretta applicazione*, Giappichelli, 2018.
- Masini C., *La dinamica economica nei sistemi dei valori di azienda. Valutazioni e rivalutazioni*, Giuffrè, 1955.
- Massari M., *La valutazione d'azienda: l'evoluzione della dottrina*, in *La valutazione delle aziende*, 1999.
- Massari M., *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw Hill, Milano, 1998.

- Natalucci G., Ceroli P., Marchegiani A., *Valutazione d'azienda e operazioni straordinarie*, Giuffrè, 2014.
- Nizzola M., *Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici*, Maggioli, 2020.
- Onida P., *Economia d'azienda*, Utet, 1987.
- Onida P., *Le dimensioni del capitale d'impresa*, Giuffrè, 1951.
- Palomba G., Gennaro A., *Finanza aziendale, analisi, valutazioni e decisioni finanziarie*, McGraw Hill, 2016.
- Palomba G., *Valore e Tempo, Strategie & Finanza*, Aracne, 1996.
- Paoloni M., *La crisi finanziaria internazionale e nazionale. Gli strumenti contabili e di controllo, i meccanismi di risoluzione e le prospettive future. Studi di Ragioneria e di Economia Aziendale*, Giappichelli, 2019.
- Pellati G., *Valutazione d'azienda*, Il Sole 24Ore, 2021.
- Pellati, Rinaldi, *Guida alla valutazione d'azienda*, Il Sole 24Ore, 2006.
- Pucci T., *Il modello di business. Caratteri strutturali e dinamiche evolutive*, Wolters Kruwer 2016.
- Rappaport A., *Strategic Analysis for more profitable acquisitions*, Harvard Business Review, 1979.
- Schumpeter J. A., *Il capitalismo può sopravvivere? La distruzione creatrice e il futuro dell'economia globale*, Etas, 2010.

- Vincenzini M., *Un approccio comunicazionale alla teoria dell'impresa di intermediazione finanziaria*, Bancaria, 2001.
- Zanda G., Lacchini M., Onesti T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, 2013.
- Zappa G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, 1957.

## SITOGRAFIA

- <https://www.investing.com>
- <https://www.hdblog.it/mobile/articoli/n537342/spotify-utenti-paganti-mensili-q1-2021/>
- <https://www.statista.com/statistics/813828/spotify-revenue-quarterly/>
- [https://s22.q4cdn.com/540910603/files/doc\\_financials/2020/ar/4e770a8c-ee99-49a8-9f9e-dcc191807b56.pdf](https://s22.q4cdn.com/540910603/files/doc_financials/2020/ar/4e770a8c-ee99-49a8-9f9e-dcc191807b56.pdf)
- <https://www.analiscorporate.net/spotify-risultati/>
- <https://www.fimi.it/mercato-musicale/dati-di-mercato/music-consumer-insight-report-2016-la-ricerca-condotta-da-ipsos-in-13-nazioni-nel-mondo.kl>
- [http://www.italiacreativa.eu/wpcontent/uploads/2017/01/ItaliaCreativa\\_SecondaEdizione\\_Musica.pdf](http://www.italiacreativa.eu/wpcontent/uploads/2017/01/ItaliaCreativa_SecondaEdizione_Musica.pdf)
- [http://www.antonioricciardi.it/materiali-analisi-bilancio-12-13/15\\_La%20valutazione%20d%27azienda%20e%20i%20metodi.pdf](http://www.antonioricciardi.it/materiali-analisi-bilancio-12-13/15_La%20valutazione%20d%27azienda%20e%20i%20metodi.pdf)

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Operazioni straordinarie e  
valutazione d'azienda

**RIASSUNTO TESI**  
**La creazione di valore nel mercato dello  
streaming musicale**

Prof. Eugenio Pinto

---

RELATORE

Prof. Alberto Incollingo

---

CORRELATORE

717111

---

Francesco Colacicco

Anno Accademico 2020/2021

## INDICE

1. Introduzione.....	4
<b>Capitolo I</b>	
<b>La creazione di valore delle imprese</b>	
1.1 Il concetto di valore.....	5
1.1.1 L'importanza della creazione di valore per l'impresa.....	5
1.2 La determinazione del capitale economico e la sua evoluzione.....	6
1.3 Aspetti generali della valutazione d'azienda.....	7
1.4 Il concetto di prezzo e valore.....	8
1.5 Le diverse fasi del processo di valutazione.....	8
<b>Capitolo II</b>	
<b>I diversi metodi di stima del capitale economico</b>	
2.1 Il processo valutativo e la base informativa.....	9
2.2 I principali metodi di valutazione.....	9
2.2.1 Il metodo patrimoniale, reddituale, finanziario: vantaggi e svantaggi.....	10
2.3 Il metodo dei multipli vantaggi e limiti.....	11
2.4 L'importanza della determinazione del costo del capitale: analisi dei processi metodologici.....	12
2.5 Il metodo dell'EVA, pregi e difetti.....	12
2.6 Le tecniche di valutazione applicate alle operazioni straordinarie.....	13
2.7 La valutazione delle start-up.....	14
2.7.1 Le iniziative innovative.....	14
2.7.2 I metodi di valutazione e criticità .....	14
2.7.3 Conclusioni.....	15
<b>Capitolo III</b>	
<b>Case Study - la creazione di valore nel settore musicale: il caso Spotify, Apple Music, YouTube e Amazon Music</b>	
3.1 Analisi del settore musicale.....	15
3.1.1 L'evoluzione del settore musicale.....	16
3.1.2 La musica digitale e il modello di business.....	16

<b>4. Conclusioni.....</b>	<b>17</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>19</b>
<b>Sitografia.....</b>	<b>25</b>

## RIASSUNTO

### 1. INTRODUZIONE

La determinazione del valore di un'impresa rappresenta una delle tematiche più interessanti dell'economia aziendale. È uno dei principali obiettivi che si prefigge il management aziendale. Nel settore musicale si assiste al particolare fenomeno della "distruzione creativa": l'innovazione tecnologica contemporaneamente crea e distrugge valore e rappresenta una minaccia per le aziende che nel settore occupavano una posizione di leadership.

Il concetto di valore è associato alla nozione di capitale economico tanto che nella dottrina economica aziendalista si fa riferimento all'espressione "valore del capitale economico d'impresa". La creazione di valore rappresenta un obiettivo pienamente coerente con lo sviluppo dei sistemi imprenditoriali, in quanto pone l'attenzione sulla ricerca continua di maggiori capacità competitive e sulla rischiosità delle strategie adottate. Il valore dell'azienda è rappresentato dal suo "capitale economico", grandezza che comprende tutti gli elementi per contribuire alla futura creazione di ricchezza, in grado di approssimare al meglio il valore di scambio della stessa. Per la determinazione del capitale economico si ricorre a diversi metodi: il metodo patrimoniale, quello reddituale, il metodo finanziario, i metodi misti e il metodo dei multipli. Affinché un metodo possa definirsi tale, deve necessariamente soddisfare dei criteri indispensabili, tra i quali vi sono la *razionalità*, *dimostrabilità*, *neutralità* e *stabilità*.

Anche la valutazione delle start-up rappresenta una tematica tanto interessante quanto complessa, data la presenza di particolari elementi da tenere in considerazione. Alle start-up possono essere applicate varie metodologie: a) i metodi basati sui flussi finanziari futuri; b) metodi basati sulla comparazione con i valori di mercato ed i relativi multipli; c) metodi qualitativi. Per fronteggiare i limiti e le difficoltà che questa categoria aziendale presenta, si rende necessaria l'adozione di metodologie di natura qualitativa o di mercato. Nel settore musicale, nello streaming in particolare, sono profondamente mutati i modelli di business, in quanto la rivoluzione digitale ha profondamente innovato i players e le dinamiche del settore. Spotify ha apportato nel settore musicale la cosiddetta "*disruptive innovation*", distruzione creatrice, concetto basato sull'assunto che una società quando apporta l'innovazione in un determinato settore, induce tutte le altre ad adeguarsi allo scopo di rimanere sul mercato.



## CAPITOLO I

### LA CREAZIONE DI VALORE NELLE IMPRESE

#### 1.1 IL CONCETTO DI VALORE

La determinazione del valore di un'impresa rappresenta da sempre uno dei principali obiettivi che si prefigge il management aziendale ed è allo stesso tempo una delle tematiche più interessanti dell'economia aziendale. Il concetto di valore è associato alla nozione di capitale economico tanto che nella dottrina economica aziendalista si fa riferimento all'espressione "valore del capitale economico d'impresa".

Nella realtà aziendalistica si fa riferimento al concetto di "creazione del valore"; l'impresa deve creare valore tenendo conto della necessità di massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio.

La creazione di valore rappresenta un obiettivo pienamente coerente con lo sviluppo dei sistemi imprenditoriali, si raccorda e ricomprende gli altri moderni principi di *strategic management*.

Il concetto di "impresa-valore" si è sviluppato negli anni; gli sforzi degli aziendalisti si sono concentrati sulla necessità di definire una *Value Creation Theory* che fosse in grado di trovare soluzioni ottimali per le imprese grazie alle quali si individuano le variabili, sia endogene che esogene che possono condizionarne la capacità di creare valore.

I comportamenti e gli assetti strutturali dei mercati finanziari condizionano in maniera rilevante la "creazione di valore": l'impresa deve essere capace di generare valore per tutti i soggetti che, a vario titolo, partecipano o sono interessati alle sue vicende. Esso è funzione non solo dei suoi risultati economico finanziari futuri, ma anche di quelli competitivi e sociali di cui ciascuna categoria di stakeholders, in diversa misura, potrà beneficiare.

È fondamentale che l'azienda si avvalga di un buon governo strategico con scelte e decisioni coerenti con la ricerca della massima valorizzazione delle risorse che compongono la struttura aziendale. La creazione di valore economico segna il punto di raccordo tra gli aspetti economici e quelli finanziari della gestione, collegando il circuito della produzione e degli investimenti con quello dei finanziamenti.

##### 1.1.1 L'IMPORTANZA DELLA CREAZIONE DI VALORE PER L'IMPRESA

La teoria di creazione del valore ha comportato un aumento di interesse sempre più crescente per i metodi e finalità di valutazione delle aziende: un'impresa può aumentare il proprio valore solamente nel momento in cui il risultato di esercizio è positivo, dopo aver provveduto a remunerare

tutte le fonti di finanziamento. Creare valore nell' *approccio europeo* significa accrescere la dimensione del capitale economico dell'impresa, mentre nel mondo anglosassone, afferisce ad un concetto borsistico ossia al valore di quotazione di borsa.

Il momento di diffusione del valore interessa tanto gli investitori finanziari (che acquistano, vendono e amministrano grosse quantità di titoli azionari) quanto gli investitori di tipo imprenditoriale, coloro che detengono il controllo dell'impresa. Un diverso approccio innovativo alla teoria del valore è quello comunicazionale, fondato sull'organizzazione ottimale e sulla comunicazione: il valore viene visto come l'entità che emerge dall'organizzazione del sistema impresa.

## 1.2 LA DETERMINAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO E LA SUA EVOLUZIONE

La valutazione di azienda "moderna" si è consolidata con il criterio reddituale puro ( $W = R/i$ ), il valore come conseguenza della capacità di creazione di reddito dell'impresa e non il risultato degli elementi patrimoniali che aveva al suo interno: valore del capitale economico contrapposto al valore contabile. Sotto l'ipotesi della **continuità aziendale**, si definisce il "capitale di funzionamento", la sua determinazione è limitata dai vincoli e dai principi che disciplinano la redazione del documento di bilancio. In ipotesi di **cessazione dell'attività aziendale** si giunge alla determinazione di "capitale di liquidazione". Il capitale economico è anche determinato quando l'azienda è coinvolta in **operazioni straordinarie**: cessione delle quote sociali, cessione d'azienda o di un ramo di essa, conferimento d'azienda, fusione e scissione. Un'ulteriore distinzione è riscontrabile tra valori "in atto" e valori "potenziali" nella previsione dei flussi. Per la determinazione del capitale economico si ricorre a diversi metodi, tra cui si annoverano: il metodo patrimoniale, quello reddituale, il metodo finanziario, i metodi misti e il metodo dei multipli.

Non tutti i metodi sono idonei ad esprimere valutazioni generali- astratte, razionali e dimostrabili per determinare il valore di capitale economico. Analizzando il criterio reddituale puro, ossia  $W = R/i$ , è possibile notare come il tasso di capitalizzazione ( $= i$ ) venisse assunto come dato: il valore finale della capitalizzazione risultava essere uno stock, in netto contrasto con la dinamicità del reddito, il quale era rappresentato come un flusso di valori. Al fine di individuare una misura di reddito economico è stato introdotto il concetto di risultato economico integrato, in grado di inglobare il rischio, tenendo in considerazione le oscillazioni di valore dei cosiddetti "*intangibles*" aziendali.

La difficoltà di inserire la crescita all'interno del reddito ha portato la dottrina a dar maggiore attenzione ai metodi finanziari rispetto al criterio reddituale puro. Tra i criteri finanziari adottati, il più diffuso è senz'altro costituito dal DCF (*Discounted Cash Flow*): il valore finanziario è legato al valore generato per i creditori e gli azionisti. La progressiva crescita dei tassi di sconto ha portato con sé l'adozione di nuovi metodi di stima, tra i quali l'*adjusted* CAPM, che tiene conto dei premi per il rischio, considera la volatilità e la correlazione dei rendimenti del titolo con il mercato.

### **1.3 ASPETTI GENERALI DELLA VALUTAZIONE D'AZIENDA**

La valutazione d'azienda si basa essenzialmente sul principio dell'utilità, con lo scopo di individuare il valore e la qualità dei suoi processi di stima. È assolutamente indispensabile per il soggetto valutatore accertare e pesare le caratteristiche generali e i tratti tipici dell'unità economica da stimare, prestando maggior attenzione alle sue componenti immateriali, strategiche e di sistema. È necessario conoscere le caratteristiche settoriali in cui l'azienda opera e l'ambiente circostante, al fine di utilizzare un corretto procedimento metodologico che meglio possa adattarsi al contesto di riferimento. Il processo valutativo è "*connaturalmente discrezionale*".

Una prima categoria di finalità è ravvisabile nei trasferimenti di azienda e nelle altre operazioni straordinarie (fusioni, conferimenti e scissioni).

Non infrequente è il caso in cui la valutazione venga richiesta semplicemente per sapere quanto valga la propria azienda.

Un quadro logico rigoroso poggia su tre pilastri: i valori assoluti, ispirati a modelli e formule; i valori relativi, fondati sui multipli di mercato; l'analisi fondamentale, supportata da una adeguata base informativa.

Il successo di ciascuna impresa è in massima parte determinato dalla dotazione di risorse immobilizzate (tangibili, intangibili e finanziarie): esiste un "gap" tra le informazioni possedute direttamente dalle imprese e quelle fruibili dagli utilizzatori esterni del bilancio.

Sul versante interno, per stimare il valore economico di un'azienda si sono affermate tecniche basate su scelte razionali, estese a valutazioni che accertino la fattibilità di un investimento.

La valutazione è anche importante di per sé nell'ambito della stessa impresa, che sia quotata o meno, trovando le sue ragioni quale supporto alle scelte gestionali.

Sul fronte esterno, il ruolo di supporto della valutazione d'impresa assume particolare rilevanza per importanti operazioni sul capitale, in operazioni di *mergers and acquisitions (M&A)*, nella quotazione sui mercati finanziari, ecc.

Operazioni straordinarie e operazioni societarie, in particolare quelle di trasformazione, fusione e scissione, costituiscono momenti fondamentali della vita di una società. La valutazione economica è utile e necessaria ad orientare il processo decisionale finalizzato ad iniziare operazioni di finanza straordinaria, anche in via esecutiva, nell'insieme di interventi comunque volti alla crescita ed al rafforzamento del complesso aziendale e del suo valore.

#### **1.4 IL CONCETTO DI PREZZO E VALORE**

Riguardo il concetto di valore ed il concetto di prezzo, molte sono le espressioni e le configurazioni coniate dalla dottrina. Il concetto di valore riferito all'impresa è finalizzato all'individuazione degli elementi che più caratterizzano un'azienda: tra le varie espressioni vi sono "valore economico del capitale aziendale", "valore aziendale stand alone" e "valore del capitale economico".

Diverse sono le espressioni collegate al concetto di prezzo, tra le quali la più importante è senz'altro quella di "prezzo di mercato".

L'espressione "prezzo di mercato", sicuramente più concreta rispetto a quella di "valore economico", è collegata a determinate transazioni di mercato che possono interessare l'impresa nella sua interezza o solamente parti di essa.

Importante è anche l'espressione "prezzo probabile di mercato", la quale si riferisce al prezzo che deriva dalle valutazioni realizzate da potenziali acquirenti dell'impresa.

#### **1.5 LE DIVERSE FASI DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE**

Le varie fasi che compongono un processo valutativo sono le seguenti:

- 4) fase preliminare:** a) definizione delle finalità e dell'oggetto della valutazione; b) raccolta della base informativa; c) analisi della performance; d) scelta della funzione del valore;
- 5) fase esecutiva:** a) costruzione del modello di valutazione; b) analisi di simulazione;
- 6) fase di sintesi:** a) determinazione del valore; b) stesura della perizia.

Nell'ambito della "fase preliminare" il soggetto valutatore deve fornirsi di più informazioni possibili riguardo l'impresa oggetto di analisi. La fase successiva, detta "fase esecutiva" si fonda sulla creazione del modello di valutazione che si vuole adottare per la specifica impresa. Infine, la

“fase di sintesi” è lo stadio conclusivo del processo valutativo, il quale si sostanzia nell’ottenimento di un numero in grado di rappresentare e, per l’appunto, sintetizzare l’intero lavoro svolto.

Non esiste il giusto valore d’impresa ma diversi valori più o meno condivisibili. Compito del valutatore è quello di comprendere la finalità della valutazione dell’azienda, e acquisire le conoscenze che gli mancano attraverso la raccolta di informazioni.

## CAPITOLO II

### I DIVERSI METODI DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO

#### 2.1 IL PROCESSO VALUTATIVO E LA BASE INFORMATIVA

Il processo di valutazione guarda alle aspettative future riguardanti l’impresa e la continuità aziendale, in inglese *going concern*.

Il punto cardine su cui si basano le nuove metodologie è costituito dall’espressione **giudizio integrato**, che rappresenta anche il risultato finale cui bisogna giungere.

Una prima distinzione può essere effettuata considerando la base informativa “generale” o “specifica”; altra distinzione riguarda le informazioni esterne e le informazioni interne al complesso aziendale.

*Le informazioni esterne* - È utile analizzare il settore in cui è inserita l’impresa attraverso pubblicazioni delle associazioni di categoria, consultazione di istituzioni pubbliche, tra le quali il sito internet dell’AGCM, le pubblicazioni di natura accademica, informazioni dirette dell’azienda.

In questo ambito, le principali informazioni da selezionare riguardano la fase del ciclo di vita del settore; la sensibilità al trend economico; il grado di concorrenza interna; la presenza di barriere all’ingresso; la dinamica di tecnologie sostitutive per il soddisfacimento degli stessi bisogni; la rilevanza della regolamentazione pubblica.

*Le informazioni interne* - possono riguardare dati di tipo quantitativo, di più facile reperimento come visura storica dell’azienda, bilanci relativi agli ultimi tre esercizi, il bilancio di verifica, eventuali documenti previsionali.

#### 2.2 I PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE

Per analizzare il valore di un’azienda è necessario conoscere una serie di variabili, **oggettive e soggettive**. Il valore di un’impresa deve tener conto del rischio connesso alla stima dei flussi futuri, per loro natura incerti e variabili. Per evitare di ottenere un risultato aleatorio è bene soffermarsi sull’analisi fondamentale circa l’andamento storico dei risultati aziendali.

Un metodo possa definirsi tale se soddisfa criteri indispensabili: *razionalità, dimostrabilità, neutralità e stabilità*.

La dottrina economico-aziendale ha individuato due tipologie di metodi: diretti e indiretti.

Con riferimento ai criteri della *razionalità, dimostrabilità, neutralità e stabilità*, i metodi diretti tendono a non soddisfarne alcuno perché sono strettamente collegati alle oscillazioni della domanda e dell'offerta, ossia all'andamento dei mercati. Quelli indiretti, invece, hanno origine contabile, caratterizzati da maggior attendibilità, in quanto i valori contabili sono definiti come una perfetta sintesi numerica dell'azienda a valenza universale.

I metodi indiretti vengono suddivisi in due ulteriori categorie: quelli basati su grandezze "*stock*" e quelli basati su grandezze "*flusso*".

Nessuno dei metodi è in grado di rispettare interamente i criteri di *razionalità, dimostrabilità, neutralità e stabilità*, per giungere ad un giudizio "**integrato**". Seguendo questa ottica, una delle metodologie più vicina al raggiungimento di questo obiettivo è rappresentata dalle **procedure miste**, che uniscono sia componenti patrimoniali (*grandezze stock*) sia componenti reddituali (*grandezze flusso*).

**Metodo patrimoniale**, si fonda sull'individuazione del patrimonio netto rettificato, quale differenza tra elementi correnti attivi e passivi; **Metodo reddituale** per determinare il valore del complesso aziendale tramite l'ammontare di reddito in grado di generare; **Metodo finanziario** "*discounted cash flow*" od anche "*metodo del valore attuale netto*" (in inglese *net present value*), costituisce uno dei metodi maggiormente apprezzati dalla teoria aziendalistica; **Metodo misto** applicazione sia di criteri patrimoniali che finanziari-reddituali; **Metodo EVA** applicato per la determinazione della *performance* aziendale correlata all'obiettivo di massimizzazione del valore degli azionisti.

### **2.2.1 IL METODO PATRIMONIALE, REDDITUALE, FINANZIARIO: VANTAGGI E SVANTAGGI**

Ognuno dei metodi utilizzabili è caratterizzato da punti di forza e di debolezza. A seconda della circostanza in cui viene richiesta la valutazione, uno risulta più adeguato di un altro.

In base alla considerazione o meno dei beni immateriali, il **metodo patrimoniale** può essere suddiviso in semplice o complesso. Il **metodo patrimoniale semplice** è in grado di dare una rappresentazione del valore corrente del patrimonio dell'azienda.

**Il metodo patrimoniale complesso** stima il valore del capitale economico considerando i beni immateriali non contabilizzati in bilancio. È grazie a questi elementi che è possibile giustificare e quantificare l'**avviamento** di un'azienda.

Tra i principali aspetti negativi, è necessario menzionare la rappresentazione statica dell'azienda.

Il metodo patrimoniale ha il privilegio di presentare sempre un valore aggiornato, tramite l'utilizzo delle rettifiche alle poste di bilancio e di fornire una valutazione certa e dimostrabile dell'impresa.

Il metodo **reddituale** è in grado di superare la rappresentazione statica, in quanto riesce meglio a tradurre la dinamicità dell'attività d'impresa: è fondato su valori di flusso (reddituali, finanziari o di dividendi). Questo metodo collega il valore dell'impresa con il reddito atteso.

Il metodo reddituale ha il vantaggio di valorizzare l'azienda, unendo i dati storici ai risultati attesi, mentre un aspetto negativo è dato dalla scarsa obiettività dei parametri reddito e tasso da utilizzare.

Il **metodo finanziario** stima il valore economico del capitale facendo ricorso al valore attuale dei flussi di cassa futuri che l'impresa sarà in grado di generare.

Il metodo finanziario stima il valore economico del capitale d'impresa facendo ricorso al valore dei flussi monetari complessivi netti per il periodo che va dal tempo  $t = 1$  al tempo  $t = n-1$ , incluso il flusso monetario al tempo  $n$ , comprensivo del valore di liquidazione dell'azienda.

La formula di applicazione del metodo finanziario discende dalla tecnica di analisi del valore basata sul metodo DCF (Discounted Cash Flow).

Il valore finale viene calcolato capitalizzando in perpetuo il flusso di cassa atteso nell'ultimo periodo dell'arco di tempo di previsione.

Il metodo finanziario ha sicuramente una indiscussa validità, ma vanno riscontrate alcune criticità: **l'attendibilità delle previsioni, l'orizzonte temporale e la presenza di surplus assets.**

### **2.3 IL METODO DEI MULTIPLI VANTAGGI E LIMITI**

La valutazione d'azienda basata sul metodo dei multipli di imprese comparabili è sicuramente meno complessa e di più immediata determinazione. L'uso dei moltiplicatori avviene secondo due distinti approcci: l'approccio delle società comparabili e l'approccio delle transazioni comparabili. Il primo utilizza i prezzi delle società comparabili ricavati da mercati regolamentati, mentre il secondo utilizza i prezzi di negoziazione. Si distinguono multipli *Equity Side* e multipli *Asset Side*. Questa distinzione dipende esclusivamente dal valore indicato al numeratore del multiplo. Infatti, nell'approccio *Equity Side* il numeratore è il prezzo di borsa delle azioni o la capitalizzazione di

borsa, definito **multipli di capitale**. Nel secondo caso, *Asset Side*, il numeratore è dato dall'investimento dell'attivo lordo, **multipli dell'attivo**. I multipli, poi, vengono divisi per le quantità espresse al denominatore, misure di performance ossia di risultato periodico. Altro punto rilevante è il **livello** cui si pone la performance: più si pone in alto nel conto economico la misura della performance e meno risente delle politiche discrezionali utilizzate nella formazione del bilancio.

Per una valutazione corretta, è richiesta la conoscenza del multiplo e la grandezza espressiva del valore del target. Criticità nel metodo dei multipli si rilevano per l'utilizzo di valori relativi e non frutto di analisi fondamentale. Essendo legati fortemente al mercato, i multipli possono condurre ad una sovrastima o ad una sottostima, a seconda che il mercato sopravvaluti o sottovaluti le imprese considerate in un determinato momento.

## **2.4 L'IMPORTANZA DELLA DETERMINAZIONE DEL COSTO DEL CAPITALE: ANALISI DEI PROCESSI METODOLOGICI**

Il costo del capitale proprio è una componente fondamentale delle funzioni del valore basate sui flussi, poiché costituisce il tasso di attualizzazione nell'approccio *Equity Side*, e una delle componenti del WACC se si utilizza un approccio *Asset Side*. La determinazione del costo del capitale passa quindi attraverso metodologie di stima che consentono di effettuare un calcolo di  $K_e$ , quale parametro ragionevolmente affidabile:

- le metodologie fondate sull'estrapolazione del costo del capitale dai prezzi correnti delle attività finanziarie quotate;
- le metodologie fondate sui modelli teorici di analisi del profilo di rischio/rendimento di un titolo azionario, in particolare CAPM (Capital Asset Pricing Model).

L'ipotesi principale a base del CAPM consiste nella distinzione tra due tipologie di rischio:

- il rischio diversificabile, ovvero non sistematico;
- il rischio non diversificabile o sistematico.

Il costo del capitale complessivo in termini matematici è dato da una media ponderata del capitale proprio e del costo del debito. L'acronimo inglese WACC (Weighted Average Cost of Capital) indica il costo medio ponderato del capitale.

## **2.5 IL METODO DELL'EVA, PREGI E DIFETTI**



L'*Economic Value Added* (EVA) è un metodo di misurazione della performance di periodo, che ha come scopo quello di valutare il valore che viene creato e distrutto annualmente da un'impresa.

Il valore che si crea è dato dalla differenza tra il saggio di redditività operativa dell'azienda e il costo delle risorse finanziarie che sono impiegate.

L'interpretazione del valore che assume l'EVA di una determinata azienda appare piuttosto immediata. Nel caso in cui tale valore sia positivo, l'impresa oggetto di valutazione sta creando valore economico. Nel caso, invece, in cui l'azienda decida di investire in progetti i cui rendimenti siano inferiori rispetto ai costi impiegati, si otterrà un risultato negativo. In queste circostanze l'impresa sta distruggendo valore economico.

Il vantaggio del metodo EVA risiede nel responsabilizzare i top managers aziendali riguardo una misura che essi stessi sono in grado di controllare ed influenzare: il prezzo di mercato delle azioni.

L'indice EVA è influenzato da variabili quali l'ammontare degli investimenti e l'inflazione: il valore risultante dall'utilizzo di tale formula è inversamente proporzionale all'entità dei nuovi investimenti effettuati dall'azienda, per questo motivo i managers tenderanno a rinviare nel tempo gli investimenti da realizzare per evitare di contrarre il valore dell'EVA. Inoltre, un elevato tasso di inflazione tende a far aumentare il valore dell'EVA: per il deprezzamento delle attività aziendali e per l'incremento degli utili.

## 2.6 LE TECNICHE DI VALUTAZIONE APPLICATE ALLE OPERAZIONI STRAORDINARIE

Operazione di **trasformazione**: uno degli aspetti essenziali cui prestare interesse è senz'altro la scelta del metodo di valutazione. Quella più inerente all'operazione in analisi è il metodo patrimoniale semplice: stima analitica dei singoli elementi patrimoniali, in cui non è prevista la misurazione dell'avviamento.

Operazione di **fusione**: aggregazione di due o più aziende che danno origine ad un unico soggetto economico o giuridico. Documento imprescindibile è costituito dalla relazione degli esperti con parere riguardo la congruità del rapporto di cambio delle azioni e delle quote sociali. In queste circostanze vengono adottate più metodologie, confrontate tramite approcci prettamente analitici e con criteri di mercato. Non vi sono metodi in assoluto preferiti ad altri, la scelta dipende dal contesto aziendale e dal settore di operatività di riferimento, adottando il metodo che più si adatta all'azienda oggetto di valutazione.

**Cessione d'azienda:** trasferimento parziale o globale, a titolo definitivo, del complesso aziendale ad un'altra entità giuridica. Non presenta elementi di alta criticità, la dottrina non evidenzia una metodologia principale da adottare, ma la scelta è puramente discrezionale, in capo al soggetto valutatore. L'approccio valutativo che si vuole adottare è in funzione della controparte interessata all'operazione.

Il processo di valutazione deve, in definitiva, poter esprimere un valore che sia espressione di neutralità, garantendo la buona riuscita dell'operazione stessa.

## **2.7 LA VALUTAZIONE DELLE START-UP**

La valutazione delle start-up rappresenta una tematica tanto interessante quanto complessa. I principali fattori: assenza di uno storico delle performance aziendali; alta probabilità di andare incontro ad un insuccesso; poca esperienza degli imprenditori-fondatori che si riflette sul loro operato.

### **2.7.1 LE INIZIATIVE INNOVATIVE**

Per start-up si intendono quelle imprese di origine recente, solitamente due-tre anni, create da giovani imprenditori. Presentano alcuni aspetti peculiari che interessano il mantenimento della solvibilità e continuità aziendale, quali le perdite operative, in quanto non si raggiungono i livelli di vendita previsti per coprire i costi impiegati.

L'obiettivo principale: raggiungere l'equilibrio finanziario, il fabbisogno finanziario che si viene a creare è rivolto principalmente a: investimenti in R&S; investimenti in macchinari ed attrezzature; investimenti in capitale circolante.

Anche le start-up sono caratterizzate da un ciclo di vita che è scandito da quattro fasi di sviluppo:

- 5) *Seed capital*: fase iniziale del processo di creazione della start-up, progettazione del prodotto o bene, fulcro dell'iniziativa imprenditoriale;
- 6) *Start up*: avvio dell'impresa, caratterizzata da un maggior fabbisogno finanziario;
- 7) *Early stage* (durata variabile dagli 1 a 5 anni): impresa è in grado di produrre e vendere il prodotto, ma non ancora di autofinanziarsi.
- 8) *Expansion stage*: raggiunta maggior visibilità che permette di raggiungere un equilibrio finanziario.

### **2.7.2 I METODI DI VALUTAZIONE E CRITICITÀ**

Alle start-up possono essere applicate varie metodologie di valutazione, tra le quali vi sono:

- a) i metodi basati sui flussi finanziari futuri;
- b) metodi basati sulla comparazione con i valori di mercato ed i relativi multipli;
- c) metodi qualitativi.

I principali metodi finanziari utilizzati in questo ambito sono il DCF (*Discounted Cash Flow*, precedentemente affrontato) e il Venture Capital Method, altresì chiamato *First Chicago Method*.

Il Venture Capital Method, in particolare, prevede che le analisi prospettiche sui ricavi e sugli utili abbiano un orizzonte temporale non inferiore ai due e non superiore ai cinque anni.

Tra le principali criticità e problematiche legate alla valutazione delle start-up vi sono:

- **Attività esistenti:** le start-up hanno un'entità estremamente ridotta.
- **Sviluppo e crescita delle attività:** mancanza di informazioni dello storico dei ricavi causano difficoltà nella valutazione.
- **Tasso di sconto:** il principale limite è legato al calcolo del coefficiente Beta, in grado di incorporare il rischio specifico dell'azienda oggetto di valutazione.

### 2.7.3 CONCLUSIONI

In definitiva, si può quindi affermare che le start-up presentano molte difficoltà e rischi, sono poche le entità che riescono ad affermarsi nel tempo, in grado di generare dividendi e recuperare l'investimento inizialmente sostenuto. Scontano l'impossibilità di poter attribuire le perdite degli investimenti sostenuti se non quello relativo alla chiusura. È utile quindi rilevare le perdite durevoli in anticipo rispetto alla manifestazione dell'evento. Al fine di fronteggiare al meglio i vari limiti e difficoltà che questa categoria aziendale presenta, si rende necessaria l'adozione di metodologie di natura qualitativa o di mercato.

## CAPITOLO III

### CASE STUDY: LA CREAZIONE DI VALORE NEL SETTORE MUSICALE: IL CASO SPOTIFY APPLE MUSIC YOUTUBE E AMAZON MUSIC

#### 3.1 ANALISI DEL SETTORE MUSICALE

Il settore musicale, come qualsiasi altro settore ha subito negli ultimi venti anni dei mutamenti radicali scaturiti dal progresso tecnologico e dai cambiamenti delle abitudini di vita dei consumatori.

Nell'ambito economico aziendalistico tale fenomeno dà origine alla distruzione creativa, o creatrice, dato che le nuove abitudini cannibalizzano le vecchie comportando un mutamento radicale.

L'innovazione più rilevante ha interessato il mercato discografico, da sempre considerato il comparto principale dell'industria musicale.

Nel mercato musicale sono coinvolti innumerevoli soggetti che svolgono diverse attività della filiera produttiva. In particolare, è stata effettuata una distinzione tra grande settore e piccolo settore. Il primo include il secondo, dato che fanno parte del grande settore attività quali la produzione di strumenti musicali; la musica stampata (spartiti e libri); la formazione, ovvero le scuole di musica. Sono, invece, afferenti al secondo settore la cosiddetta elettronica di consumo ossia lettori mp3 e autoradio.

Nello specifico le attività del primo settore forniscono gli input necessari alla produzione di musica mentre le attività del secondo settore, sono inerenti al consumo del prodotto musica.

### **3.1.1 L'EVOLUZIONE DEL SETTORE MUSICALE**

Il settore musicale è stato quello maggiormente interessato al cambiamento negli ultimi anni, frutto sia del progresso tecnologico che del cambiamento delle abitudini di vita di ciascuno di noi.

Grazie all'innovazione tecnologica e all'avvento di internet l'industria musicale ha subito un radicale cambiamento, che ha portato alla diffusione del mp3. In questi anni si assiste alla nascita della musica digitale che ha cambiato profondamente il rapporto tra i diversi attori del settore musicale quali artisti, case discografiche, negozi di musica di vendita al dettaglio e consumatori.

Dal punto di vista economico si assiste ad un notevole cambiamento della domanda e dell'offerta del prodotto musica.

Nella storia della musica inizia in questo momento, il cosiddetto periodo del Peer to Peer ossia del file sharing ma, purtroppo, anche della nascita della pirateria online, ad opera di Napster, nato nel 1999 e successivamente chiuso nel 2001 in quanto violava le leggi sul copyright. Cambiano radicalmente le modalità di ascolto della musica: i brani iniziano ad essere scaricati online e ascoltati mediante l'ausilio del lettore mp3. Le case discografiche perdono la maggior parte del loro fatturato poiché non hanno considerato il grande impatto che l'innovazione avrebbe portato al settore musicale. Agli inizi di questo secolo Apple introduce sul mercato il primo iPod a cui hanno poi fatto seguito i diversi modelli e le varie versioni quali iPod Mini, iPod Shuffle, iPod Nano e iPod Touch. Nascono nuove piattaforme digitali, nuovi device e anche Apple coglie l'opportunità offerta dal mercato lanciando il software iTunes con il suo iTunes Store. Da questo momento si assiste ad una trasformazione radicale del settore, molte grandi aziende entrano nel settore con una loro

piattaforma di distribuzione di prodotti d'intrattenimento digitale, ciò porta alla nascita del business della vendita di musica online.

### 3.1.2 LA MUSICA DIGITALE E IL MODELLO DI BUSINESS

Attualmente non esiste una nozione di business model. Tuttavia, è stata fornita in letteratura una definizione che racchiude tutti gli studi in materia: una *rappresentazione sistemica della combinazione delle attività strategiche, organizzative e tecnologiche di un'impresa, di come queste modellano le relazioni dell'impresa con il suo contesto di riferimento e della relativa struttura finanziaria sottostante, con lo scopo di spiegare come l'impresa riesca a creare o catturare valore.*

Il modello di business svolge un ruolo fondamentale nel definire la modalità mediante la quale la tecnologia soprattutto in una fase iniziale può migliorare il business di un'impresa.

Il mercato della musica si è evoluto verso il mondo digitale grazie all'utilizzo del web e di strumenti quali smartphone e tablet; tutto ciò ha portato all'affermarsi di nuovi modelli di business che si basano sul digitale. In tale contesto è notevolmente cambiato il modello di business in quanto la rivoluzione digitale ha profondamente innovato i players e le dinamiche del settore; oggi il mercato musicale si presenta diverso rispetto a qualche anno fa. I nuovi modelli di business della musica digitale si basano, dunque, principalmente sullo streaming gratuito e downloading, sempre gratuito, dei file musicali ma come contropartita l'utente dovrà visionare dei filmati pubblicitari.

Nel settore della musica digitale l'innovazione vera e propria è stata apportata da Spotify, una società che inizialmente si è costituita sotto forma di start -up, oggi è una public company quotata alla borsa di New York.

Spotify ha apportato nel settore musicale la cosiddetta "*disruptive innovation*", ossia distruzione creatrice. La distruzione creativa è alimentata dall'innovazione tecnologica che consente alle imprese di lanciare sul mercato nuovi prodotti o nuovi modelli di business in grado di soddisfare sempre meglio i bisogni della clientela. L'espressione "distruzione creativa" deriva dal fatto che l'innovazione allo stesso tempo crea e distrugge poiché rappresenta una minaccia per le aziende che nel settore occupavano una posizione di leadership.

La strategia di Spotify si basa essenzialmente sulla necessità di attirare il maggior numero di utenti attraverso il metodo del freemium pricing, ossia un modello mediante il quale l'azienda offre una versione gratuita agli utenti in maniera tale da raggiungerne diversi i quali, una volta attirati, verranno fidelizzati, verrà proposta loro una versione premium o a pagamento. Il modello di

business di Spotify è di successo in quanto si rivolge ad un pubblico globale, l'obiettivo primario dell'impresa è sempre stato il coinvolgimento di un gran numero di utenti. Si basa sulla necessità di adattarsi ai cambiamenti dell'industria musicale. La società crea, distribuisce e cattura valore mediante la necessità di intrattenere relazioni con tutti i soggetti che compongono la catena del valore. Il vantaggio competitivo di Spotify si basa sulla capacità di intrattenere relazioni con gli utenti che accedono alla piattaforma, questo distingue la società dagli altri competitors. I maggiori competitors di Spotify sono Apple Music, Amazon Music, YouTube Music. Sul mercato sono comunque presenti altre piattaforme meno diffuse come Tidal, Pandora o Deezer.

Il mercato offre un'ampia gamma di scelte, a prezzi e servizi simili, ma la piattaforma Spotify rimane la regina incontrastata del mercato dello streaming musicale.

#### 4. CONCLUSIONI

Non esistono valori di impresa neutrali e oggettivi. Non esiste pertanto, il giusto valore d'impresa ma diversi valori più o meno condivisibili. Compito del valutatore è quello di comprendere la finalità della valutazione dell'azienda e acquisire le conoscenze che gli mancano attraverso la raccolta di informazioni, orientandosi verso due direzioni: all'esterno e all'interno dell'azienda.

Per le informazioni esterne, è utile analizzare il settore in cui è inserita l'impresa che rappresenta comunque un aspetto essenziale da considerare. Le informazioni interne all'azienda possono riguardare dati di tipo quantitativo, di più facile reperimento, di più difficile individuazione sono le informazioni che riguardano le risorse che l'impresa impiega al suo interno al fine di garantire lo svolgimento della sua attività e le modalità con cui viene organizzata.

Il settore musicale ha subito negli ultimi anni mutamenti radicali dovuti al progresso tecnologico e ai cambiamenti delle abitudini di vita dei consumatori. Nell'ambito economico aziendalistico tale fenomeno dà origine alla *distruzione creativa*, o creatrice: le nuove abitudini cannibalizzano le vecchie comportando un mutamento radicale. Grazie all'innovazione tecnologica e all'avvento di internet l'industria musicale ha subito un radicale cambiamento e, dal punto di vista economico, ha comportato un notevole mutamento della domanda e dell'offerta del prodotto musica.

Il mercato della musica si è evoluto verso il mondo digitale grazie all'utilizzo del web e di strumenti quali smartphone e tablet; tutto ciò ha portato all'affermarsi di nuovi modelli di business che si basano sul digitale. Il modello di business è notevolmente cambiato. L'innovazione è stata apportata da Spotify: società inizialmente costituita come start-up, oggi è una public company quotata alla

borsa di New York. Il modello di business di Spotify è di successo in quanto si rivolge ad un pubblico globale. Questa tipologia di offerta ha consentito di raggiungere un elevato numero di clienti e allo stesso tempo ha permesso una grande diffusione del servizio. Attualmente Spotify ha raggiunto 345 milioni di utenti mensili e più di 155 milioni di abbonati. Nel corso del 2020 ha notevolmente aumentato il numero di utenti facendo registrare un aumento del 29% rispetto all'anno precedente. Il fatturato è cresciuto del 14% su base annua. Ciononostante, il bilancio di Spotify ha registrato nel 2020 una perdita pari a 581 milioni di euro. I dati del 2021 potrebbero subire una forte contrazione dovuta all'andamento della pandemia; infatti, la società stima che l'esercizio 2021 chiuderà con una perdita tra 134 e 54 milioni di euro. Il vantaggio competitivo di Spotify si basa sulla capacità di intrattenere relazioni con gli utenti che accedono alla piattaforma, questo distingue la società dagli altri competitor.

Apple Music ad oggi è il maggior concorrente di Spotify. Gli utenti registrati sulla piattaforma di Apple Music alla fine del 2020 sono circa 72 milioni. Anche YouTube ha deciso di entrare nel settore dello streaming musicale: la maggiore innovazione apportata consiste nella possibilità di ascoltare la musica disattivando lo schermo dello smartphone. Amazon Music Unlimited è l'ultima piattaforma che è stata lanciata sul mercato, con un servizio molto simile a quello dei concorrenti. Sul mercato sono comunque presenti altre piattaforme meno diffuse come Tidal, Pandora o Deezer. Il mercato offre un'ampia gamma di scelte, a prezzi e servizi simili, ma la piattaforma Spotify rimane la regina incontrastata del mercato dello streaming musicale.

## BIBLIOGRAFIA

- AA. VV. *Principi Italiani di Valutazione*, paragrafo I.6.8 rubricato «le configurazione di valore e i loro possibili attributi».
- Balducci D., *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, AEDI Edizioni, 2019.
- Ballarin F., Zanin A., *La valutazione delle start-up*, Amministrazione & Finanza, 2020.
- Bini M., *Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare? La Valutazione delle Aziende*, OIV, 2019.
- Borsa Italiana, *Guida alla Valutazione*, 2004.
- Brugger G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia in Scritti in onore di Luigi Guatri*, Edizioni di Bocconi Comunicazione, 1989.
- Buongiorno M., *L'EVA tra indicatore di performance e metodo valutativo, tratto da La valutazione d'azienda con Excel*, Euroconference, 2015.
- Buttignon F., *Il modello economico finanziario. Introduzione alla costruzione e analisi del bilancio, al calcolo economico e alla valutazione dell'impresa*, Giuffrè, 2001.
- Cattaneo M., *La finanza aziendale nell'ambito degli studi aziendali italiani degli ultimi cinquant'anni*, in E. Zaninotto (a cura di), *Presente e futuro degli studi di Economia aziendale e management in Italia*, AIEDA, Il Mulino, 2006.
- Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze, *Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione*, 2016.



- Chesbrough H., Rosenbloom R. S., *The Role of the Business Model in Capturing Value from Innovation: Evidence from Xerox Corporation's Technology Spinoff Companies*, Harvard business School, 2002.
- Coda V., *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d'impresa*. Giuffrè, Milano, 1963.
- Colombi F., *Strategie & Finanza. Modelli interpretativi e funzioni direzionali per i comportamenti finanziari d'azienda*, Etas Libri, 1989.
- Comitato scientifico Euroconference, *La nozione di valore dell'impresa e il processo di valutazione*, Euroconference, 2015.
- Comitato Scientifico Euroconference, *La valutazione d'azienda con Excel*, 2015.
- Comoli M., *Valore: la più grande idea nella storia del business*, EGEA, 2020.
- Comuzzi E.; Zanin F., *La valutazione delle aziende, dei gruppi e delle parti aziendali*, Giuffrè, 2018.
- Comuzzi E., *Complessità, valore e imprese*, Giappichelli, 2016.
- Donna G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, 1999.
- De Rosa L., Russo A., Iori M., *Guida Pratica Operazioni Straordinarie*, Il Sole 24Ore, 2021.
- Ferrero G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, 1966.
- Fischer Black, *The magic in Earnings: Economic Earnings versus Accounting earnings*, FAJ, 1980.
- Fusa E., Guatri G., *La valutazione del capitale economico dell'impresa*, Il Sole 24 Ore, 1999.

- Golinelli G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa, vol. II, La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, Cedam, 2000.
- Grandis F. G., F. Palazzi, *La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese*, Giappichelli, 2017.
- Guatri, Bini, *La valutazione delle aziende*, Egea, 2007.
- Guatri, Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione d'azienda*, Università Bocconi, 2005.
- Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 1998.
- Guatri L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, 1991.
- Guatri L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, Egea, 1990.
- Guatri L., *La valutazione delle aziende*, Giuffrè, 1987.
- Maffei M., *Il principio della continuità aziendale e il controllo della sua corretta applicazione*, Giappichelli, 2018.
- Masini C., *La dinamica economica nei sistemi dei valori di azienda. Valutazioni e rivalutazioni*, Giuffrè, 1955.
- Massari M., *La valutazione d'azienda: l'evoluzione della dottrina*, in *La valutazione delle aziende*, 1999.
- Massari M., *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw Hill, Milano, 1998.

- Natalucci G., Ceroli P., Marchegiani A., *Valutazione d'azienda e operazioni straordinarie*, Giuffrè, 2014.
- Nizzola M., *Valutazione d'azienda, metodi e casi pratici*, Maggioli, 2020.
- Onida P., *Economia d'azienda*, Utet, 1987.
- Onida P., *Le dimensioni del capitale d'impresa*, Giuffrè, 1951.
- Palomba G., Gennaro A., *Finanza aziendale, analisi, valutazioni e decisioni finanziarie*, McGraw Hill, 2016.
- Palomba G., *Valore e Tempo, Strategie & Finanza*, Aracne, 1996.
- Paoloni M., *La crisi finanziaria internazionale e nazionale. Gli strumenti contabili e di controllo, i meccanismi di risoluzione e le prospettive future. Studi di Ragioneria e di Economia Aziendale*, Giappichelli, 2019.
- Pellati G., *Valutazione d'azienda*, Il Sole 24Ore, 2021.
- Pellati, Rinaldi, *Guida alla valutazione d'azienda*, Il Sole 24Ore, 2006.
- Pucci T., *Il modello di business. Caratteri strutturali e dinamiche evolutive*, Wolters Kruwer 2016.
- Rappaport A., *Strategic Analysis for more profitable acquisitions*, Harvard Business Review, 1979.
- Schumpeter J. A., *Il capitalismo può sopravvivere? La distruzione creatrice e il futuro dell'economia globale*, Etas, 2010.

- Vincenzini M., *Un approccio comunicazionale alla teoria dell'impresa di intermediazione finanziaria*, Bancaria, 2001.
- Zanda G., Lacchini M., Onesti T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, 2013.
- Zappa G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, 1957.

## SITOGRAFIA

- <https://www.investing.com>
- <https://www.hdblog.it/mobile/articoli/n537342/spotify-utenti-paganti-mensili-q1-2021/>
- <https://www.statista.com/statistics/813828/spotify-revenue-quarterly/>
- [https://s22.q4cdn.com/540910603/files/doc\\_financials/2020/ar/4e770a8c-ee99-49a8-9f9e-dcc191807b56.pdf](https://s22.q4cdn.com/540910603/files/doc_financials/2020/ar/4e770a8c-ee99-49a8-9f9e-dcc191807b56.pdf)
- <https://www.analiscorporate.net/spotify-risultati/>
- <https://www.fimi.it/mercato-musicale/dati-di-mercato/music-consumer-insight-report-2016-la-ricerca-condotta-da-ipsos-in-13-nazioni-nel-mondo.kl>
- [http://www.italiacreativa.eu/wpcontent/uploads/2017/01/ItaliaCreativa\\_SecondaEdizione\\_Musica.pdf](http://www.italiacreativa.eu/wpcontent/uploads/2017/01/ItaliaCreativa_SecondaEdizione_Musica.pdf)
- [http://www.antonioricciardi.it/materiali-analisi-bilancio-12-13/15\\_La%20valutazione%20d%27azienda%20e%20i%20metodi.pdf](http://www.antonioricciardi.it/materiali-analisi-bilancio-12-13/15_La%20valutazione%20d%27azienda%20e%20i%20metodi.pdf)