

AMMINISTRAZIONE & FINANZA

INSERTO

2024

10

CRITICITÀ OPERATIVE DEI CRITERI CHE ESPLICITANO LA CREAZIONE DI VALORE

A cura di

Nicola Agnoli

Marco Kraner

Martino Zamboni



Premessa	III
Il metodo misto utile per l'analisi fondamentale	III
Patrimonio netto rettificato, rivalutazione controllata e coerenza con i flussi attesi	IV
La determinazione dei flussi di risultato attesi	VIII
Il possibile ruolo, in ambito contabile, dei criteri che esplicitano la creazione di valore: riflessioni sulla natura dell'avviamento (goodwill) ..	XI
Conclusioni	XIV

Criticità operative dei criteri che esplicitano la creazione di valore

di Nicola Agnoli (*) Marco Kraner (**) e Martino Zamboni (***)

Premessa

I criteri che esplicitano la creazione di valore sono spesso caratterizzati nella loro concreta applicazione da alcune criticità conseguenti alla loro impostazione concettuale.

Una definizione della componente patrimoniale e di quella reddituale non coerenti con la configurazione di valore obiettivo e non correlate tra loro, un eccessivo affidamento sul dato contabile nella definizione dei flussi economici attesi, l'utilizzo di tassi di rendimento e attualizzazione irrazionali e un'immotivata discrezionalità nella definizione del periodo (n) di monitoraggio dei differenziali di reddito sono solo alcuni dei casi in cui il valutatore rischia di introdurre punti di debolezza nell'impianto della stima, compromettendo l'affidabilità e la razionalità del giudizio di valore.

Come già evidenziato in un precedente articolo (1), l'analisi fondamentale costituisce una fase cruciale del processo di stima e consente al valutatore - in particolare attraverso la comprensione del modello di *business* dell'entità oggetto di valutazione e del contesto in cui essa opera - di evitare di commettere errori nella scelta delle variabili proprie delle espressioni matematiche dei metodi che esplicitano la creazione di valore.

Senza ambizioni di esaustività, questo secondo intervento ha l'obiettivo di fornire alcuni spunti di riflessione, attraverso delle esemplificazioni numeriche, su alcuni aspetti del metodo misto patrimoniale reddituale che spesso sono sottovalutati e che possono portare ad errori, anche rilevanti, nella valutazione.

Il metodo misto utile per l'analisi fondamentale

L'analisi fondamentale è una fase cruciale di ogni processo di valutazione.

Oltre a comprendere il contesto di stima (finalità, quadro giuridico di riferimento, analisi di settore e contesto competitivo, etc.) il valutatore deve identificare lo stadio di ciclo di vita dell'azienda oggetto di valutazione, le caratteristiche del suo modello di *business* e necessariamente la sua capacità di generare o meno valore nel tempo.

Proprio in queste attività il metodo misto patrimoniale reddituale si rivela particolarmente efficace, nella sua configurazione *asset side* e adottando un approccio all'*Economic Value Added* (EVA™) (2). In sintesi, solo se l'azienda presenta un ROIC maggiore del WACC con cui finanzia il proprio capitale investito è in grado di creare valore.

Il ROIC (*Return on Invested Capital*) rappresenta, infatti, il tasso di rendimento del capitale investito, ottenuto quale rapporto tra il NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) ed il capitale investito totale e dovrebbe auspicabilmente risultare superiore al costo medio ponderato del capitale, espresso dal WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), che l'azienda sostiene per finanziare le sue attività.

Una verifica che va condotta non solamente con riferimento al rendimento attuale degli *asset in place*, ma anche in ottica di ROIC e

Note:

(*) PhD, Dottore commercialista e revisore legale in Udine, partner VALEBO Valuation Advisory

(**) Dottore commercialista e revisore legale in Udine, partner Molaro Pezzetta Romanelli Del Fabbro & Partners

(***) PhD, Dottore commercialista e revisore legale in Verona, partner VALEBO Valuation Advisory

(1) Si veda in merito, degli stessi autori l'articolo "Criteri che esplicitano la creazione di valore: importanza dell'analisi fondamentale" in questa *Rivista*, n. 8-9/2024.

(2) La formula di riferimento è la seguente:

$$V_e = IC_0 + \sum_{t=1}^n [(Nopat_t - wacc IC_{t-1})(1 + j'')^{-t}] - D$$