

Partecipazione nella società AD2014 Srl

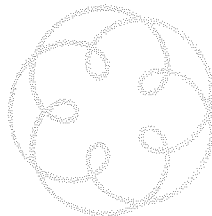
Relazione di stima

a cura dell'esperto

Matteo Zucca

Dottore Commercialista

Revisore Contabile



INDICE

L'incarico.....	3
Data di riferimento della stima	3
Svolgimento dell'incarico	3
Oggetto della Perizia	4
La società "AD2014 Srl"	5
Il mercato di riferimento	6
I metodi di valutazione.....	7
I metodi fondati sui valori stock	8
Il metodo patrimoniale semplice	8
Il metodo patrimoniale complesso	9
I metodi fondati sui flussi.....	10
Il metodo finanziario.....	11
Il metodo reddituale	12
I flussi attesi.....	13
L'arco temporale di riferimento	14
La scelta del tasso di attualizzazione	14
I metodi misti.....	16
Gli altri metodi di valutazione.....	18
Il metodo dei multipli di mercato	18
Il metodo delle "rules of thumb"	19
La valutazione della partecipazione in AD2014 Srl.....	19
Criticità emerse nella valutazione e analisi dei principali rischi ed assunzioni	19
Conclusioni	24

L'INCARICO

In data 27/11/2015 il Sig. Marco Gay, nella sua duplice veste di amministratore unico della società Webworking Srl e di titolare della partecipazione oggetto della presente relazione, conferiva allo scrivente Matteo Zucca, con studio in Crema (CR), via Boldori n. 18, iscritto al registro dei Revisori Legali al n. 128306, G.U. del 28/01/03, supplemento n. 8 – IV Serie Speciale, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Crema al n. 122, con anzianità 12/09/2001, incarico volto a stimare il valore della partecipazione di nominali Euro 4.932,40 dallo stesso detenuta nella società AD2014 Srl, con sede in Torino (TO), Corso Castelfidardo n. 30/A, cod.fisc. 10997170013, Il tutto nell'ottica di un successivo possibile trasferimento, anche solo limitatamente a una quota di nominali Euro 3.385,31, della titolarità della partecipazione stessa.

Data di riferimento della stima

La determinazione del valore è riferita alla data di sottoscrizione della presente perizia.

Svolgimento dell'incarico

Una valutazione è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene materiale o immateriale), o una passività, fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che si sviluppa attraverso 5 fasi:

- a) La formazione e l'apprezzamento della base informativa,
- b) l'applicazione dell'analisi fondamentale,
- c) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima idonee agli scopi della valutazione,
- d) l'apprezzamento dei principali fattori di rischio,
- e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Al fine di mantenere il livello di soggettività al minimo indispensabile, considerato che la valutazione non può essere fatta coincidere con la mera applicazione di una formula matematica, lo scrivente ha analizzato le informazioni disponibili sino alla data di stesura della presente valutazione, facendo riferimento alla seguente documentazione fornita dal dai Sigg.ri Marco Gay e dal CFO della società Fabio Carbone:

- Executive copy dell'accordo di investimento stipulato tra "I Soci Attuali" e "Fira S.p.a.", completo dei seguenti allegati:
 - Allegato A: Soci fondatori;
 - Allegato B: Soci investitori;
 - Allegato C: *Business plan* 2015/2018;
 - Allegato D: Nuovo statuto societario;
 - Allegato E: Patto parasociale;
 - Allegati F: Lettere di incarico;
 - Allegato H: Dichiarazioni e garanzie dei fondatori;
- Verbale del Consiglio di Amministrazione della società del 24/11/2015, completo, tra l'altro, dei seguenti allegati:
 - Allegato B: budget di cassa degli esercizi 2016, 2017 e 2018;
- File di dettaglio e costruzione del budget di cassa di cui sopra
- Situazione patrimoniale ed economica al 30/09/2015
- Copia delle contabili attestanti l'avvenuto versamento da parte di Fira S.p.a. delle somme dalla stessa dovute, in

conformità al contratto di investimento, a titolo di "seconda tranche" e "terza tranche".

- Copia della ricevuta di presentazione alla Camera di Commercio di Torino avente ad oggetto la comunicazione di avvenuta sottoscrizione da parte di Fira S.p.a. delle quote di aumento di capitale sociale alla stessa riservate, in conformità al contratto di investimento, a titolo di "seconda tranche" e "terza tranche".

Presupposti e limiti dell'incarico

Lo scrivente ha preso visione dell'accordo di investimento e dei patti parasociali in esso contenuti. E' di tutta evidenza che la presente valutazione parte dall'assunzione che ogni atto dispositivo della partecipazione in AD2014 Srl venga posto in essere nel pieno rispetto degli accordi sottostanti, secondo quindi modalità e con i consensi previsti contrattualmente. La presente valutazione è stata redatta tenendo anche conto di informazioni prospettiche, informazioni queste che non sono state sottoposte ad alcun tipo di revisione contabile da parte di chi scrive. L'attività dello scrivente non si è estesa quindi alla verifica quantitativa o qualitativa degli elementi assunti nello sviluppo dei piani economici, e quindi non viene espresso alcun giudizio circa la completezza, accuratezza e correttezza degli elementi e delle informazioni in esso contenute, limitandosi l'attività dello scrivente alla verifica della ragionevolezza delle principali ipotesi a base del piano, anche attraverso interviste e ricerche autonomamente effettuate. Ciò muovendo anche dalla circostanza che il piano economico finanziario pluriennale è stato formalizzato a fini negoziali con Fira S.p.a. in qualità di Soggetto Gestore del fondo di rotazione istituito dalla Regione Abruzzo ai sensi del POR FESR ABRUZZO 2007-2013 attività I.2.2 avviso "Start Up Start Hope" e che analogamente il budget finanziario alla base delle deliberazioni di cui al sopracitato Consiglio di Amministrazione è stato predisposto dal management di AD2014 Srl e sottoposto al giudizio del consiglio stesso: tenuto conto della competenza di tali soggetti è possibile assumere un'ipotesi di coerenza degli indicatori prospettici, ascrivendo la responsabilità dei dati e delle informazioni fornite ai soggetti chiamati alla predisposizione del piano stesso.

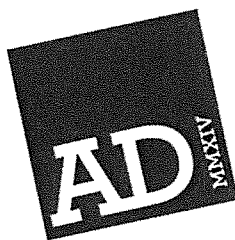
La valutazione poggia inoltre sul pilastro del mantenimento del *Going Concern* aziendale, e quindi sul reperimento dei mezzi finanziari idonei a sostenere finanziariamente la Società nella fase di massima tensione che, in base al predetto budget finanziario, è attesa per il secondo semestre dell'esercizio 2016.

OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

La partecipazione

L'incarico ha ad oggetto la valutazione della quota di partecipazione al capitale sociale della società AD 2014 Srl detenuta dal Sig. Marco Gabriele Gay alla data di redazione della presente valutazione. Considerato che alla data di redazione del presente documento non risulta ancora iscritta presso la competente Camera di Commercio l'avvenuta sottoscrizione da parte di Fira Spa, in linea con le previsioni di cui al contratto di investimento, dell'aumento di capitale alla stessa riservata, ma che la relativa comunicazione è stata presentata, ancorché in ritardo per quanto attinente la "Seconda Tranche", presso il competente Registro delle Imprese, la stessa è da intendersi pari a nominali Euro 4.932,40, corrispondenti al 29,14% del capitale sociale sottoscritto e versato.

La società "AD2014 Srl"

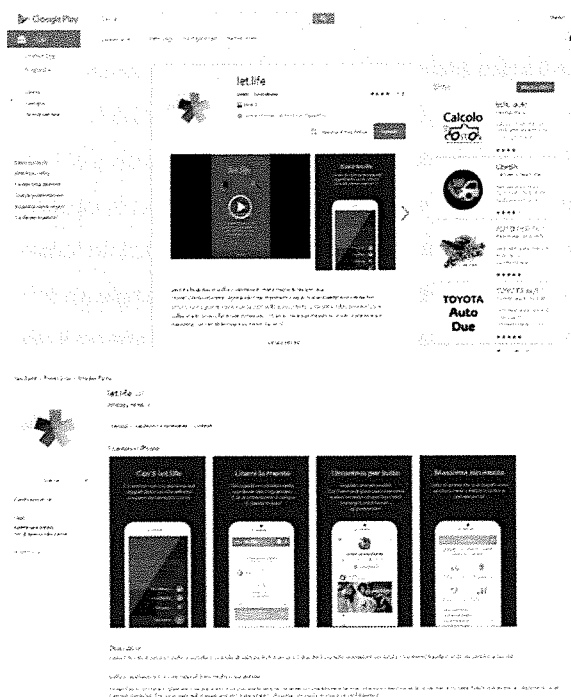


Costituita nel 2013, start-up innovativa, operante nell'ambito della *digital economy* ed in particolare nell'Internet of Things e incubata presso il TreataBit del Politecnico di Torino, AD2014 Srl ha sede in Torino, C.so Castelfidardo 30/A, p. IVA e cod. fisc. IT10997170013, Rea TO/1179387, e unità locale in Pescara, c/o Stazione Centrale Snc, capitale sociale di Euro 16.924,91 i.v.¹. Attività prevalente di AD2014 è lo sviluppo di una piattaforma web, e della relativa *app*, basata su un algoritmo di propria ideazione e finalizzata alla diffusione

dell'interazione tra utente e oggetto. Grazie anche al supporto finanziario da parte di Fira Spa, la società, titolare di un brevetto di invenzione industriale depositato presso l'UIBM in data 16 gennaio 2015 dal titolo "Procedimento per la gestione di oggetti virtuali corrispondenti a oggetti reali, sistema e prodotto informatico corrispondenti", ha infatti presentato nel corso dell'esercizio 2015 la versione beta della propria *app* denominata Let.Life, disponibile ora presso l'Apple Store, in versione IOS, e presso il Google Play Store, in versione Android.

Let.life parte dalla considerazione che collezionare i ricordi non è così semplice, perché, anche se le nuove tecnologie offrono spazi per conservare i contenuti con sempre maggiori possibilità di archiviazione, spesso i dati e le informazioni risultano non aggregate se non ridondanti. A fornire un database unico e sul *cloud* e a dare, quindi, un' "anima digitale" alle cose è proprio questa *app*, che consentirà all'utente di archiviare tutte le sue foto, gli oggetti e in generale le informazioni, associate anche ad una data e luogo, costruendo così, in un attimo, un database facile da usufruire e da consultare. Il tutto, avendo peraltro la possibilità di ottenere notifiche che daranno la possibilità all'utente di essere informato quando un evento di suo interesse, legato a una delle "anime digitali" registrate sta accadendo e anche quando si sta avvicinando una scadenza.

Let.Life non si rivolge però soltanto ai privati, ma anche alle aziende. Let.life, per il cliente business, rappresenta la soluzione per identificare in modo univoco e scevro da qualsiasi contraffazione tutti gli oggetti. Estremamente semplice dal punto di vista dell'adozione, risulta anche particolarmente conveniente dal lato dei costi. Tecnicamente l'*app* è adatta a tracciare ogni elemento coinvolto nei processi industriali: grazie a Let.life, infatti, è sufficiente applicare a ciascun materiale un codice univoco, acquisibile tramite QR code o NFC, che consenta all'azienda di marcare ogni singola unità: una vera e propria



¹ A seguito dell'avvenuta sottoscrizione da parte di Fira Spa della "seconda tranche" e della "terza tranche", attualmente in fase di iscrizione presso il competente Registro delle Imprese.

etichetta digitale. All'interno del *backoffice* messo a disposizione da Let.life, il codice viene associato a una scheda in cui sono iscritte tutte le caratteristiche fisiche e tecniche del fattore produttivo. Ecco che, ad esempio, nel caso dell'industria tessile saranno elementi come la metratura, il tipo di tessuto, l'imballaggio e ogni altro dato che l'azienda consideri importante. Let.life inoltre è integrabile con i sistemi eventualmente preesistenti di ERP e di monitoraggio di avanzamento produzione che consentono di controllare i tempi di lavorazione e soprattutto la precisa collocazione fisica dei materiali coinvolti.

È possibile così registrare tutte le fasi del ciclo di vita a cui è giunto il fattore produttivo, il semilavorato o il prodotto finito, e ogni informazione utile o interessante attinente il processo produttivo. Questo consente di annotare costantemente sia le fasi di trasformazione a cui il bene è sottoposto, che i suoi spostamenti fisici tra reparti o tra stabilimenti diversi. Il prodotto che esce dallo stabilimento porta con sé tutti i dati legati al suo ciclo di vita, che diventano importantissimi anche dal punto di vista marketing e comunicazione.

Se il brand adotta il sistema Let.life infatti può trasferire ogni informazione legata alle sue procedure e alle sue lavorazioni al consumatore finale. Una volta che questi avrà l'app Let.life installata nel proprio smartphone, il cliente possiederà la storia del prodotto, i passaggi di filiera e i processi a cui è stato sottoposto.

Let.life perciò è uno strumento duplice: utile per la logistica e anche fondamentale per il marketing operativo, strategico e per le campagne di comunicazione. Grazie a Let.life l'oggetto integra in sé una vera e propria "etichetta aumentata", nella quale le caratteristiche di prodotto vengono completate da contenuti di marketing e dallo *storytelling* che il brand sceglierà di proporre al proprio consumer. Il tutto senza alterare il ciclo produttivo.

In un mercato in cui la riduzione dei costi è una priorità e il consumatore è un soggetto sempre più attento e meticoloso, Let.life può rappresentare una opportunità comunicativa e di business ad alto valore aggiunto.

Il mercato di riferimento

Il fenomeno dell'Internet of Things ha raggiunto un valore di mercato di € 1,55 miliardi nel 2014 in Italia² e un impatto sulla produzione mondiale che, entro il 2030, potrebbe raggiungere la stratosferica cifra di 14,2 trilioni di dollari. Tale incremento, nella sola Italia, potrebbe valere fino ad oltre un punto percentuale di PIL³.

L'Internet of Things genera enormi opportunità per le imprese in termini di vantaggio competitivo, massimizzazione dei profitti e dell'efficienza, ma allo stesso tempo enormi benefici in capo agli utenti in termini di vantaggi, servizi, informazioni sempre più utili, precise e pertinenti.

A differenza dei prodotti "classici", gli oggetti "intelligenti" (cosiddetti "*smart*") sono in grado di tracciare i comportamenti degli utenti ed interagire tra di loro. In virtù di tale loro natura e del conseguente costante scambio di dati da un dispositivo all'altro, tali prodotti sono capaci di aggiornarsi, arricchirsi di funzionalità e risultare sempre più customizzati nel tempo rispetto alle esigenze degli utenti, fornendo loro un miglior servizio perché basato sulle loro specifiche esigenze. L'Internet of Things ha portato ad uno storico passaggio dalla vendita di prodotti alla vendita di servizi. Essi sono in grado di produrre

² Dati tratti dal report dell'Osservatorio sull'Internet of Things del Politecnico di Milano "*L'Internet of Things in Italia: Stato dell'arte e trend di mercato*"

³ Accenture: "Crescita economica dall'Industrial Internet of Things"

ricavi ricorrenti anche a seguito della vendita, grazie ad esempio a servizi aggiuntivi customizzati sulle esigenze degli utenti.

Queste potenzialità hanno portato a una nuova definizione dei concetti cardine di ogni business model sia in termini di *value creation* che di monetizzazione del valore creato (*value capture*). La natura degli oggetti, nell'Internet of Things, ha reso labile il confine tra prodotto e servizio, trasformando il prodotto "classico" in un ibrido prodotto-servizio, un oggetto intelligente e connesso capace di produrre dati che poi possono essere utilizzati per la fornitura di servizi. I rapporti tra venditore e acquirente che una volta si risolvevano in una singola transazione, ora danno vita, tramite i dispositivi dell'Internet of Things, ad un rapporto continuativo in cui vengono commercializzati servizi offerti dal venditore del dispositivo o dai suoi partner commerciali a favore degli utenti.

Tutto ciò ha portato all'individuazione di nuovi possibili business model che prevedono l'offerta di servizi innovativi orientati a una migliorata fruibilità dei prodotti.

I METODI DI VALUTAZIONE

Come precisa la dottrina il capitale di impresa costituisce un'entità astratta che si presta, per propria natura, ad essere valutata e quantificata diversamente in relazione alle proprie diverse configurazioni ed ai molteplici e spesso contrastanti interessi coinvolti: la stima del capitale economico non può fondarsi esclusivamente su dati obiettivi ed automaticamente determinabili, rendendo necessario il ricorso a stime, ipotesi e congetture.

E il compito dell'esperto è proprio quello di giungere ad una valutazione che, seppur dotata di un certo grado di soggettività, risponda ai seguenti postulati:

- razionalità e coerenza, per il quale il metodo adottato deve essere concettualmente fondato, valido e dotato di consistenza tecnica;
- obiettività; in quanto il metodo deve essere concretamente applicabile nel caso di specie, ovvero sia, per quanto possibile, fondato su dati certi;
- neutralità; per cui il metodo prescelto prescinda dalle caratteristiche e dagli interessi dei vari *stakeholders* coinvolti, anche indirettamente, nella negoziazione. La dottrina economico-aziendale e la prassi professionale hanno elaborato nel corso degli anni diverse metodologie valutative, che sono man mano andate evolvendosi e moltiplicandosi. Indipendentemente dalla natura dell'asset che ci si propone di valutare, sia esso un'azienda, una partecipazione, o in generale un qualsiasi investimento. I diversi approcci proposti dalla tecnica possono distinguersi, in primo luogo, in base al principio ispiratore degli stessi, ossia al concetto base cui parametrare il valore dell'asset oggetto di osservazione, giungendo alla seguente classificazione:

1. Valori Stock

- Valori patrimoniali semplici
- Valori patrimoniali complessi

2. Valori Flusso

- Metodi finanziari
- Metodi reddituali

3. Sintesi di valori-flusso e di valori-stock
 - Metodi misti
4. Valori dedotti dal mercato o dall'esperienza
 - Metodo delle società comparabili
 - Metodo delle acquisizioni comparabili
 - Prezzi di *Break-up*
 - Grandezze orientative dedotte dall'esperienza.

Ognuno di tali concetti base si ispira a diversi criteri di stima, ed ogni criterio, in sede applicativa, trova espressione in una pluralità di metodi di calcolo.

Trasversalmente, gli approcci così classificati sono soliti essere distinti, in sede di prima impostazione del problema, in *diretti* ed *indiretti*.

Si definiscono *diretti* quei metodi che fanno riferimento, per l'individuazione del valore dell'*asset*, agli effettivi prezzi praticati dal mercato per *assets* simili ("*comparison approach*"); sono *indiretti*, invece, quei metodi che, a causa delle inadeguatezze manifestate dai dati di mercato o dell'assenza di dati comparabili, impostano su diverse fondamenta il processo di stima, facendo in particolare riferimento a stime o grandezze stock, flusso o miste.

Quanto ai metodi di valutazione della prima specie appare evidente che un approccio fondato sull'osservazione di un qualsiasi mercato, quale quello borsistico, di per sé non perfetto, o sul confronto con realtà simili, si scontra in modo lampante con le caratteristiche di unicità della realtà da valutare oltretutto con la peculiarità dell'investimento per cui il problema valutativo si pone. Tale singolarità appare estremamente evidente nel caso in cui l'oggetto di valutazione sia un'impresa, per la quale i metodi indiretti restano dunque i tipici procedimenti di stima.

Utile appare pertanto procedere ad un'analisi di tali metodi, ricordando che i diversi approcci non si presentano in posizione di alternatività, ma consistono in una serie di strumenti, fra loro complementari, posti a disposizione dalla tecnica, da vagliare, confrontare e soppesare al fine di giungere ad una valutazione rispondente ai generali postulati di coerenza, razionalità, obiettività e neutralità.

In estrema sintesi: la valutazione di un'azienda non è mai un'applicazione meccanica di criteri e di formule.

I metodi fondati sui valori stock

Il metodo patrimoniale è basato sul principio dell'espressione a valori correnti dei singoli componenti attivi e passivi attinenti l'*asset* oggetto di valutazione.

Nell'accezione aziendale, con specifico riferimento ai componenti attivi, il processo valutativo può fare riferimento solamente ai beni materiali ed agli oneri ad utilità pluriennale che risultano dalla situazione contabile della società o, viceversa, tenere anche conto di quei beni immateriali spesso non contabilizzati, tra i quali si possono ricomprendere i marchi, i brevetti, il *know-how*, l'immagine aziendale, nonché il fattore "risorse umane" di cui l'azienda dispone.

Questi due differenti approcci valutativi caratterizzano, rispettivamente, il metodo patrimoniale semplice ed il metodo patrimoniale complesso.

Il metodo patrimoniale semplice

La valutazione di un'azienda con il metodo patrimoniale semplice richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del

patrimonio, i quali vengono riespressi in base a criteri di valutazione che, per la maggior parte, differiscono da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento.

Il metodo conduce alla determinazione del cosiddetto "capitale (o patrimonio) netto rettificato". In simboli:

$$1) \quad W_0 = K' = A - P$$

Dove

W_0 è il valore del capitale odierno;

K' è il valore del patrimonio netto rettificato;

A è il valore delle attività espresso a valori correnti;

P è il valore delle passività, espresso a valori correnti.

Il processo di rettifica del capitale netto contabile si articola attraverso le seguenti fasi:

- individuazione degli elementi attivi e passivi del capitale dell'impresa da valutare;
- revisione contabile delle poste attive e passive;
- calcolo delle rettifiche da apportare al patrimonio netto contabile
- stima finale del patrimonio netto rettificato.

Il momento fondamentale della stima del capitale economico secondo il metodo patrimoniale semplice è la riespressione a valori correnti degli elementi attivi e passivi di patrimonio. In particolare, si è soliti utilizzare due criteri distinti:

- il criterio del valore del presunto realizzo, per i beni destinabili direttamente allo scambio (materie prime, semilavorati, prodotti finiti, lavori in corso di esecuzione, partecipazioni, titoli, ...) e per gli elementi del patrimonio che rappresentano valori derivati da scambi precedentemente effettuati, quali i crediti;
- il criterio del valore di sostituzione, che basa la valutazione di taluni elementi del capitale sui costi che si dovrebbero sostenere per porre a disposizione dell'azienda beni analoghi, cioè nella stessa condizione in cui si trovano all'atto della valorizzazione, per gli elementi a cosiddetto realizzo indiretto, quali le immobilizzazioni materiali ed immateriali.

In particolare per le immobilizzazioni tecniche nella pratica si è soliti procedere alla valorizzazione delle stesse o rivalutando il costo storico mediante moltiplicatori, o sulla base del valore assicurato, eventualmente riadattato per tener conto di eventuali clausole previste nel contratto di assicurazione non rispondenti alla realtà dei beni oggetto di stima (ad esempio per i contratti con clausola di garanzia valore a rinnovo).

Per la ponderazione dei rischi particolare importanza assume l'analisi qualitativa e quantitativa dei conti d'ordine. A conclusione di tale procedimento investigativo, l'esperto dovrebbe accertare che i conti stessi non denotino passività potenziali meritevoli di essere menzionate "al di sopra della linea".

Il metodo in esame trova generalmente utilizzo per le imprese di gestione immobiliare e per le holding di partecipazione

Il metodo patrimoniale complesso

Nella valutazione con il metodo patrimoniale complesso, oltre ad adottare i criteri sopra esposti con riferimento al metodo cosiddetto semplice, si procede alla valorizzazione dei beni immateriali non contabilizzati.

I principali elementi cui solitamente si fa riferimento sono il *know-how*, il portafoglio lavori, l'organizzazione umana, le licenze ed autorizzazioni, i marchi, i brevetti, le insegne ed i diritti di concessione.

Siffatto approccio si ispira alla teoria del *going concern value*, partendo dall'assunto che per creare un'azienda ex-novo sia necessario sostenere costi che, al contrario, non sono da sopportarsi nel caso di acquisizione di un'azienda già funzionante.

L'importanza di valutare gli *intangibles* nasce dalla considerazione, sin troppo evidente, che molto spesso gli stessi rappresentano i veri fautori del successo competitivo, o dell'eventuale insuccesso, di un'azienda.

Per affrontare in modo razionale la stima del valore dei beni immateriali, si deve quindi preliminarmente individuare se essi possiedono le seguenti caratteristiche:

- il valore dei beni deve essere misurabile;
- i beni devono aver dato origine in passato a costi la cui utilità risulti, almeno in parte, differibile nel tempo;
- il bene immateriale deve essere trasferibile, cioè cedibile a terzi.

Particolare rilevanza assume il requisito della trasferibilità. Per poter essere oggetto di valorizzazione, il bene immateriale deve poter essere estraibile dall'azienda in cui si è formato e cedibile. Il requisito della trasferibilità si intende soddisfatto anche qualora il bene sia cedibile congiuntamente ad altri beni, materiali o immateriali.

La dottrina aziendale ha sviluppato criteri alternativi di stima dei beni immateriali: criteri analitici, fondati sull'esame e valutazione di serie storiche di dati, e criteri empirici, basati sull'osservazione e valutazione dei prezzi espressi dal mercato per transazioni aventi per oggetto analoghi beni.

L'area più critica, nell'applicazione del metodo patrimoniale complesso, è dunque l'individuazione e la relativa valorizzazione dei molteplici elementi immateriali non contabilizzati. Il principio di coerenza implica per il soggetto valutatore la necessità di tener conto di *tutti* gli elementi, con la sola esclusione di quelli la cui entità sia palesemente irrilevante, e di giungere ad una valutazione obbiettiva, oltretutto prudentiale, degli stessi, con la particolare accortezza di evitare duplicazioni di valori.

La questione è di non scarso rilievo, in quanto, sovente, si corre il rischio di prendere in considerazione fattori la cui stessa espressione lessicale può risultare ambigua e il cui contenuto è difficilmente definibile in termini univoci: può allora accadere che la medesima "sostanza" venga celata sotto nomi diversi, col conseguente rischio che la relativa valorizzazione sia replicata nella stima del capitale economico.

I metodi fondati sui flussi

Con tale espressione si intendono quelle soluzioni valutative fondate sulla capacità dell'azienda valutata di generare flussi (finanziari o reddituali) futuri, riconducendo il valore del capitale economico alla attualizzazione, a determinati tassi, dei flussi stessi.

La migliore dottrina è solita definire queste metodologie "*universal*" in quanto applicabili per tutti i fini che riguardano le valutazioni di investimenti, ed in quanto capaci di valutazioni *assolute* legate a giudizi di congruità e di convenienza di ogni specie.

L'ampia applicabilità di siffatti criteri ne ha comportato un rapido sviluppo, rendendo le metodologie in questione particolarmente diffuse, soprattutto nell'assunzione reddituale, nella valutazione delle *performance* aziendali.

Nel momento in cui oggetto di valutazione è l'azienda, le formule base cui è riconducibile l'approccio in esame si distinguono in dipendenza del punto di vista assunto dal soggetto valutatore. Gli approcci possono essere ricondotti in un'ottica:

- equity – side, quindi dell'investitore, che stima il valore economico del patrimonio netto aziendale secondo la seguente formula

$$2) \quad W_0 = \sum_{s=1}^n d_s v^s + P_n \cdot v^n$$

Ove

W_0 è il valore del capitale odierno

d_s è il dividendo pagato dall'impresa nell'anno s

P_n è il prezzo più probabile ricavabile dalla cessione al tempo n

v^s, v^n sono i coefficienti di attualizzazione

- asset – side, ossia nell'ottica interna dell'impresa, con un processo di stima che comporta, in prima istanza, la determinazione del valore economico delle attività dell'azienda (detto anche Enterprise Value o EV), dalla quale, per poter giungere al valore economico del patrimonio netto aziendale, dovrà poi essere detratto il valore dell'indebitamento finanziario (Posizione Finanziaria Netta o PFN). In tal caso la formula adottata sarà la seguente

$$3) \quad W_0 = EV - PFN = \sum_{s=1}^n F_s v^s - PFN$$

dove

W_0 è il valore del capitale odierno

F_s è il flusso atteso per il periodo s (con s variabile da 1 a n), disponibile per la remunerazione tanto dell'investitore, quanto del debitore che ha apportato fonti finanziarie (capitale di credito);

v^s è il coefficiente di attualizzazione per il periodo s (con s variabile da 1 a n).

Differenti saranno evidentemente i flussi assunti a base del processo di calcolo: al netto dell'effetto finanziario legato alla modalità di finanziamento del capitale investito ("*levered*") nel primo caso, al lordo dello stesso ("*unlevered*") nel secondo.

Le diverse soluzioni applicative cui possono ricondursi tali metodologie discendono da una serie di assunzioni che il soggetto valutatore dovrà fare circa:

- la natura del flusso da prendere in esame;
- il modo in cui le proiezioni future vengono concepite e realizzate;
- la durata dell'arco temporale di riferimento;
- la metodologia di attualizzazione.

Il metodo finanziario

La valutazione con il metodo finanziario rispecchia la logica di un ipotetico investitore che, a fronte di un immediato esborso, si attende una serie di flussi di cassa futuri.

Il metodo finanziario identifica dunque il valore attuale con la sommatoria dei futuri flussi monetari che l'asset valutato sarà in grado di generare, attualizzati ad un tasso appropriato.

La formula cui si riconduce il metodo in esame è dunque un'evoluzione di quella indicata al precedente punto 2), che, nella versione attualmente più utilizzata (*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*) assume la seguente forma

$$4) \quad W_0 = I - D_a$$

in cui

W_0 è il valore del capitale odierno

D_a è il valore attuale dei debiti finanziari, nella pratica spesso ricondotto al valore nominale degli stessi

I è valore dell'investimento netto

con

$$5) \quad I = \sum_{i=1}^n CF_i \cdot v^i + V_f \cdot v^n$$

ove

CF_i flusso di cassa unlevered atteso per l'anno i

n numero di anni del periodo di previsione analitica dei flussi

v^i coefficiente di attualizzazione

V_f Terminal Value – valore finale, all'anno n , dell'investimento

Il metodo in esame, pur nella razionalità dell'impostazione teorica, comporta rilevanti problemi a livello di applicazione pratica: se, in forza di piani pluriennali, comparati ai risultati storici ottenuti, non particolarmente complessa può presentarsi la quantificazione dei previsti *livelli di redditività* per gli esercizi a venire, ben più difficoltoso risulta in sede di valutazione ricondurre le risultanze economiche di competenza ai corrispondenti flussi di cassa.

Il metodo reddituale

La valutazione con il metodo reddituale può essere considerata da un punto di vista metodologico come una semplificazione del metodo finanziario, e nasce proprio in risposta alla problematica tosto evidenziata.

I metodi reddituali identificano infatti il valore di un'asset (e quindi anche di un'azienda) con il valore attuale dei redditi normali attesi ipotizzando, di fatto, un'identità tra tali redditi ed i flussi monetari futuri.

La validità pratica del metodo reddituale, nonostante le semplificazioni che presenta rispetto al metodo finanziario, può essere principalmente ricondotta alle seguenti considerazioni:

- nel lungo periodo i flussi monetari ed il reddito tendono ad equivalersi;
- il reddito che normalmente l'azienda è in grado di generare costituisce un dato di più agevole previsione rispetto alla stima dei futuri flussi monetari.

Le formulazioni matematiche applicabili al metodo in esame sono direttamente collegate alle formule precedentemente analizzate, la cui rappresentazione è però soggetta ad alcuni adattamenti originati dal diverso flusso in osservazione e del diverso arco temporale di riferimento preso a riferimento per la stima.

Nella prospettiva di rendita perpetua, la 1) diviene (in un'ottica equity side):

$$6) \quad W_0 = \bar{R}/i$$

in cui

$\bar{R}$ reddito medio atteso

i tasso di attualizzazione

Attendendosi invece una "vita limitata" dell'investimento, la formula 1) assume le seguenti rappresentazioni:

$$6.1) \quad W_0 = \bar{R} \cdot a_{n-1|i}$$

con

$\bar{R}$ reddito medio atteso

oppure

$$6.2) \quad W_0 = \sum_{i=1}^n R_i \cdot v^i$$

con

R_i reddito atteso per l'anno i -esimo, con i che va da 1 a n

La formula della vita limitata può altresì tener conto di un eventuale *Terminal Value* divenendo la seguente

$$7) \quad W_0 = \sum_{i=1}^n R_i \cdot v^i + V_f \cdot v^n$$

con

V_f valore atteso dell'investimento al tempo n .

I flussi attesi

La previsione dei flussi attesi, tanto da un punto di vista finanziario quanto da quello reddituale, si fonda essenzialmente sull'analisi ed il confronto di quattro tipologie di dati:

- risultati storici;
- proiezione di risultati storici;
- risultati programmati futuri;
- risultati futuri sulla base di ipotesi possibili.

Il ricorso a risultati storici, pur avendo il vantaggio della semplicità di determinazione, presenta l'inconveniente di essere basato sull'idea che il futuro non presenti difformità rispetto al passato. Nasce in tal caso la necessità, per chi valuta, di procedere alla cosiddetta "*normalizzazione*" dei risultati storici. Con tale termine si intende un processo articolato, avente per obbiettivo l'eliminazione, o l'imputazione, di componenti la cui presenza, o assenza, distorce la più attendibile o probabile misura del reddito atteso.

La normalizzazione consiste in una serie di interventi principalmente diretti:

- all'eliminazione dei componenti straordinari di reddito;
- all'eliminazione dei componenti di reddito afferenti i capitali accessori;
- all'eliminazione dei componenti non inerenti la produzione di reddito;
- alla neutralizzazione delle politiche di bilancio, ivi comprese quelle fiscali;
- all'imputazione di componenti di reddito contabilmente non rilevate;
- alla rideterminazione delle imposte di competenza.

Di particolare rilievo e comune a tutti i predetti approcci, storici così come prospettici, è inoltre la necessità di eliminare gli eventuali effetti dell'inflazione, riconducendo i redditi normalizzati a valori monetari correnti, omogeneizzandoli a tal modo dal punto di vista del metro monetario.

La seconda modalità di previsione, non esente dalla necessità di normalizzazione, consiste nella proiezione dei risultati storici nel futuro, adeguandone la grandezza in funzione del prevedibile comportamento di alcune variabili quali, per esempio, la dimensione dell'attività, il livello dei prezzi-ricavo, il grado di produttività del lavoro, l'incidenza dei costi generali.

La terza modalità di previsione assume, quale significativa espressione dei flussi attesi, i risultati evidenziati nei piani e

programmi aziendali definiti per periodi futuri.

La quarta modalità, infine, ipotizza nuove condizioni di gestione futura e ne valuta le probabili conseguenze in termini di redditi attesi.

L'arco temporale di riferimento

I metodi reddituali, così come quelli finanziari, presentano nell'esperienza vari possibili orizzonti temporali, il cui limite minimo è di pochi anni, ed il massimo è l'infinito. Come precisato dalla migliore dottrina in materia⁴, *"contro la limitazione a pochi anni si pone l'argomento, generalmente valido, che l'impresa è un istituto atto a perdurare ... ed i cui orizzonti temporali ben poche volte possono essere delimitati. Certo, nei pochi casi in cui tale durata risulta determinata ci si può riferire ad essa; ma ciò non accade quasi mai. La regola è dunque l'indeterminatezza."*

Tale considerazione non costituisce limite invalicabile, in forza di due considerazioni: da un punto di vista matematico il meccanismo dell'attualizzazione fa sì che i valori attesi incidano sul valore attuale in misura inversamente proporzionale all'ampiezza dell'arco temporale. Da un punto di vista tecnico, inoltre, considerato che la scelta dell'orizzonte di riferimento viene agganciata a condizioni di certezza e rischiosità dei flussi attesi, l'estendersi dell'arco temporale implicherebbe la scelta di tassi di attualizzazione più elevati, ciò comportando una minore incisività a livello di valore attuale.

Per definire l'estensione devono peraltro essere presi in considerazione i seguenti aspetti:

- le condizioni generali del settore in cui l'azienda opera;
- il ciclo di vita dei prodotti;
- le tecnologie attuali e prospettiche di cui l'azienda può, e ragionevolmente potrà, disporre;
- la durata residua degli impianti;
- prestabiliti limiti di carattere giuridico/negoziale.

Alla luce delle raccomandazioni della dottrina e degli esempi forniti dalla pratica, si osserva come l'arco temporale di riferimento, nell'ipotesi della durata limitata, generalmente oscilla tra i tre e i sette anni.

La scelta del tasso di attualizzazione

Con riferimento alle molteplici configurazioni dei flussi, sorge per il valutatore, di volta in volta, la necessità di determinare altrettante configurazioni dei tassi di attualizzazione.

Il principio generale della coerenza impone, in prima istanza, che il tasso sia omogeneo e compatibile con i flussi da attualizzare, e ciò non solo nel senso degli elementi da considerare, quali l'inflazione o le imposte, ma anche nel senso dell'approccio utilizzato nella valutazione (*equity side o asset side*).

Qualora la valutazione venga effettuata in un'ottica *equity side*, tra le metodologie principalmente adottate per la determinazione del tasso i la più nota e utilizzata in pratica è quella del Capital Asset Pricing Model (CAPM) che riconduce il tasso di rendimento del capitale proprio, K_E a un valore che tiene conto;

- della remunerazione per il "puro investimento di capitale"
- di un premio per il rischio peculiare per l'investimento oggetto di osservazione.

Quanto al primo elemento, generalmente e nella consapevolezza dell'inesistenza di investimenti privi di rischio, si fa

⁴ L. Guatri – "Trattato sulla valutazione delle aziende" – Egea

riferimento al rendimento dei titoli di Stato Italiani o, come sempre più spesso si preferisce negli ultimi anni, ai Bund Tedeschi. Il rendimento dovrà essere assunto al lordo o al netto dell'imposizione fiscale o dell'effetto inflattivo, coerentemente con i flussi da scontare, e la durata dei titoli stessi, cui sarà associato un differente rendimento, dovrà essere compatibile con l'arco temporale di riferimento assunto a base della valorizzazione.

Un'ampia parte degli studiosi e dei professionisti del settore sono inoltre dell'opinione che ai fini della stima di K_E sia opportuno tenere conto anche dei rischi "idiosincratici" (SCP), ovvero dei rischi non diversificabili che caratterizzano ciascuna impresa.

Oltre al rischio "Paese", che può già essere implicito nella determinazione del tasso *risk free* e del premio per il rischio azionario, i principali fattori di rischio specifici dei quali è opportuno tenere conto ai fini dell'aggiustamento del costo del capitale possono essere infatti ricondotti alla dimensione, alla struttura finanziaria, alla leva operativa, alla fase di vita dell'asset oggetto di valutazione. Numerosi sono gli approcci proposti per la stima di tali specifici fattori; tuttavia ciascuno di essi presenta limiti non indifferenti. Nell'attesa che venga definito un approccio condiviso e di comune accettazione, il parametro SCP viene quindi spesso rimesso al giudizio professionale del valutatore.

Approcciandosi alla valutazione secondo un'ottica *asset side*, la coerente configurazione del tasso di attualizzazione è quella che lo riconduce al Costo Medio Ponderato del Capitale, o $WACC^5$.

La rappresentazione matematica del WACC si fonda sulla seguente equazione

$$9) \quad WACC = \text{Costo Medio dei Mezzi di Terzi} + \text{Rendimento Medio del Capitale Proprio}$$

Da cui

$$10) \quad WACC = \frac{D}{D+E} \cdot K_D \cdot (1-t) + \frac{E}{D+E} \cdot K_E$$

ove

D = (Debt) Mezzi di Terzi

E = (Equity) Mezzi Propri

K_D = Costo Medio dell'Indebitamento, ossia oneri finanziari attesi

$K_D \cdot (1-t)$ = Costo Medio dell'Indebitamento al netto del cosiddetto "scudo fiscale", considerata la deducibilità degli oneri finanziari attesi

K_E = Rendimento Medio del Capitale Proprio

La variabile K_E tosto specificata può ulteriormente scomporsi nel seguente modo

$$11) \quad K_E = r + s$$

ove

r = rendimento atteso da investimenti privi di rischio

s = rendimento aggiuntivo

Le ragioni dell'esistenza del fattore addizionale sono logicamente fondate nel fatto che l'investimento in un'attività rischiosa

⁵ Weighted Average Cost of Capital

deve promettere (ancorché non garantire) un premio aggiuntivo che sarà tanto più elevato quanto rischioso è l'investimento prodromico allo stesso.

La determinazione del fattore è a sua volta fondata su tre variabili:

r = rendimento atteso da investimenti privi di rischio

r_m = rendimento attendibile dall'investimento in imprese simili quotate

β = fattore beta indicativo della misura della volatilità di un investimento azionario, ossia indicatore della sensibilità dell'investimento prescelto alle variazioni del mercato.

Da quanto esposto si ricava pertanto che

$$12) \quad s = \beta \cdot (r_m - r)$$

ossia il premio di rischio per l'investimento di capitale proprio nell'impresa analizzata è commisurabile al maggior rendimento offerto da analoghi investimenti borsistici rispetto all'investimento in capitale privo di rischio, con un grado di volatilità misurato dal fattore β .

La 10) diventerà allora

$$13) \quad WACC = \frac{D}{D+E} \cdot K_D \cdot (1-t) + \frac{E}{D+E} \cdot [r + \beta \cdot (r_m - r)]$$

I metodi misti

I metodi misti si pongono a livello intermedio tra i metodi patrimoniali e quelli fondati sui flussi, cercando di temperare in un unico approccio l'oggettività delle stime patrimoniali alle inevitabili considerazioni circa le aspettative future in termini reddituali e finanziari.

Il più semplice dei metodi (*metodo del valore medio*) in esame assegna eguale peso alla componente reddituale ed a quella patrimoniale nella stima del valore corrente, giungendo alla seguente espressione:

$$14) \quad W_0 = \frac{1}{2} \left(K' + \frac{R}{i} \right)$$

ove:

K' è il valore del patrimonio netto rettificato

R è il reddito medio prospettico

i è il tasso di attualizzazione.

Dalla 14) si trae la seguente

$$15) \quad W_0 = K' + \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} - K' \right)$$

ove l'espressione $(R/i - K')$ rappresenta il valore dell'avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*).

Una evoluzione della precedente formula 16) è quella del cosiddetto *metodo anglosassone* o *metodo della durata limitata dell'avviamento*, la cui funzione è la seguente

$$16) \quad W_0 = K' + (R - K' \cdot i) \cdot a_n \cdot \neg_i$$

in cui W_0 è determinato dal valore del capitale netto rettificato, a cui viene sommato il valore attuale del "surplus" reddituale rispetto a $K' \cdot i'$, attesa per un periodo finito di tempo n .

Evidenti sono le analogie concettuali di tali approcci con le metodologie separatamente analizzate nei paragrafi precedenti, cui si rinvia. Due considerazioni appaiono però importanti, al fine di una migliore comprensione dei modelli ora in esame e delle questioni che inevitabilmente comportano scelte di carattere soggettivo inevitabili per il valutatore:

- quanto al patrimonio netto rettificato K' : ragioni di coerenza impongono che, se nella stima dello stesso sono state calcolate, ad esempio, rivalutazioni dei beni ammortizzabili, nella determinazione del parametro reddituale si consideri il maggior ammortamento conseguente alla rivalutazione. Similmente, se lo stesso viene assunto nell'accezione di cui al metodo patrimoniale complesso, anche i valori dei beni immateriali non contabilizzati devono essere assoggettati ad ammortamento, se ed in quanto deperiscono col passare del tempo;
- quanto al tasso di remunerazione del capitale i' : ragioni di ordine logico impongono che lo stesso non sia ammissibile di valore superiore al tasso di attualizzazione del sovrareddito i , dal momento che ciò che deve essere congruamente remunerato è l'intero valore economico dell'investimento (W_0) e non solo un suo elemento, quale è K' . Peraltro si può razionalmente ipotizzare che il tasso di sconto del sovrareddito possa essere maggiore del tasso di congrua remunerazione, dal momento in cui il sovrareddito presenta un livello di rischio superiore a quello che caratterizza il reddito ritenuto congruo.

Tra i metodi di valutazione mista rientra anche il modello dell'Economic Value Added (E.V.A.), approccio che ha ottenuto ampia notorietà nell'ambito della valutazione dell'operato del *management*, ed in particolare nella capacità ed efficacia delle politiche gestionali adottate nel creare valore in capo agli investitori.

L'assunzione di base è che la performance aziendale debba essere tale da produrre redditi attesi superiori rispetto al costo medio ponderato delle risorse rese necessarie per ottenerli. In termini formulistici, dato un capitale investito CI , nell'arco temporale limitato di un anno:

$$17) \quad EVA = NOPAT - (wacc \cdot CI)$$

E' di tutta evidenza quindi che:

- se $NOPAT > (wacc \cdot CI)$ allora è stato "creato valore";
- viceversa, se $NOPAT < (wacc \cdot CI)$, ciò implica che è stato "distrutto valore".

A livello aggregato, il valore generato atteso è una grandezza (denominata Market Value Added, o MVA), pari al valore attuale di tutti gli EVA attesi. E quindi:

$$18) \quad MVA = \sum_{i=1}^n EVA_i + TV_{EVA}$$

o, in ipotesi di rendita perpetua con $n = \infty$:

$$19) \quad MVA = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1 + wacc)^i}$$

Considerato che l'approccio, secondo la schematizzazione precedentemente proposta, è da intendersi *asset side* (in quanto il NOPAT non recepisce gli effetti reddituali conseguenti la configurazione assunta dalle fonti di finanziamento), allora la valutazione del capitale economico sarà in tal caso:

$$20) \quad W_0 = CI + MVA - PFN$$

Gli altri metodi di valutazione

Mantenendosi nell'ambito aziendalistico, una serie di metodi, alcuni oggetto di ampie ricerche ed applicazioni, altri che soffrono ancora di sommarie approssimazioni, affrontano il problema da un angolo visuale completamente diverso rispetto ai metodi tradizionali dei valori flusso e dei valori *stock*. Essi non si basano infatti su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e rappresentano in tal senso una più ampia interpretazione dei metodi diretti.

La tecnica di calcolo consiste in questo: assunto per un campione di società i cui prezzi sono noti (P) una variabile esplicativa (X), che si giudica strettamente legata al suo valore, si ipotizza che la relazione così stabilita valga anche per la società α da valutare, per la quale è nota la grandezza della variabile di riferimento. In formule:

$$21) \quad \frac{P}{X} = \frac{P_{\alpha}}{X_{\alpha}}$$

da cui

$$22) \quad P_{\alpha} = X_{\alpha} \cdot \frac{P}{X}$$

ove

$\frac{P}{X}$ è il moltiplicatore assunto a base della valutazione.

Il metodo dei multipli di mercato

Il riferimento al mercato, ed in particolare l'osservazione di realtà comparabili, può costituire una base valutativa preziosa. Ovviamente anche in tale approccio dovrà essere rispettato il pre-requisito della razionalità, che si intende soddisfatto se il valutatore fonda l'osservazione empirica su basi coerenti a quelle utilizzate per la costruzione del modello quantitativo principale e per realtà simili a quella oggetto di valutazione.

La funzione del valore in questione è una rappresentazione della già proposta formula 19) è estremamente semplice e può essere così rappresentata:

$$23) \quad W = G \cdot M$$

ove

W è il valore ricercato

M è il coefficiente moltiplicativo del mercato

G è la grandezza di riferimento utilizzata nella stima

La cautela e la prudenza nell'applicazione di tale modello sta nella corretta scelta della grandezza di riferimento G utilizzata e nell'oculata scelta del campione delle aziende comparabili. E' ovvio che G deve rappresentare "la" variabile che in termini quantitativi e qualitativi impatti realmente sul valore e che la scelta di tale grandezza sia utilizzata nel mercato in cui l'azienda opera. La variabile deve altresì avere una relazione lineare di crescita con il valore che l'azienda può sviluppare. Nella pratica spesso si osserva una crescita di W rispetto a G non sempre proporzionale nel senso che oltre certi livelli si vengono ovviamente a generare sinergie ed economie di scala che, a fronte della crescita numerica del valore della grandezza scelta, fanno registrare aumenti del valore W più che proporzionali. Una particolare attenzione va riservata anche alla scelta

del campione di società comparabili prese come riferimento, in termini di aspettative di crescita e del grado di rischio operativo e finanziario connesso al “business”.

Tutte queste attenzioni costituiscono per il soggetto valutatore l'elemento di maggiore scientificità della stima, in un approccio metodologico che, di per se stesso, è essenzialmente operativo ed estremamente rapido e pratico.

Nell'ambito applicativo, il valutatore ha l'opportunità di scegliere il campione delle aziende comparabili in base a due metodi:

- metodo delle società comparabili in base ai prezzi di borsa;
- metodo delle negoziazioni comparabili in base a recenti acquisizioni.

Entrambe le metodologie appaiono a prima vista accettabili.

La prima metodologia tuttavia appare più significativa in quanto valorizza maggiormente l'ipotesi della normale gestione e funzionamento della società, dal momento che si basa su valori certi e correnti di bilancio. La seconda può infatti risentire dei meccanismi e delle dinamiche negoziali che emergono nelle operazioni di *deal* e che scontano nella prassi ovvi premi di maggioranza o minoranza, o stime su possibili sinergie.

La scelta del “driver di valore” non deve essere frutto di mero arbitrio, ma il risultato di un'analisi della struttura delle aziende comparabili e del grado di significatività della grandezza in esame nella determinazione del valore dell'*asset*.

Il metodo delle “rules of thumb”

Altro metodo diretto, osteggiato dalla dottrina, ma particolarmente diffuso specialmente in sede di valutazione di imprese di dimensione particolarmente ridotta, è quello fondato sulla cosiddetta *Rules of Thumb*, di chiara impostazione empirica, consistente in uno strumento di formazione del valore ispirato ai prezzi praticati sul mercato, basato su di una opinione collettiva diffusa in un settore specifico o in altri similari.

Su base statistica, vengono quindi offerte formulazioni che parametrano il valore dell'*asset* ad elementi oggettivi, consentendo un immediato, statisticamente accettabile, risultato.

Nella loro generale semplicità tali strumenti si presentano particolarmente utili ai fini di controllo e verifica delle soluzioni ottenute con l'applicazione dei metodi classici.

LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE IN AD2014 SRL

Criticità emerse nella valutazione e analisi dei principali rischi ed assunzioni

Sulla scorta del contratto di investimento stipulato nel mese di aprile 2015 tra FIRA Spa e i “Soci Attuali” emergeva che la valutazione “pre-money” effettuata dall'investitore istituzionale al 100% del Capitale Sociale di AD2014 corrispondeva ad Euro 1.000.000. Pur non rappresentando le *milestones* previste contrattualmente punti di verifica circa il raggiungimento degli obiettivi fissati nel budget quadriennale allegato all'accordo stesso, la regolare sottoscrizione da parte di Fira Spa dell'aumento di capitale sociale ad essa riservato, unitamente al versamento delle somme dovute a titolo di capitale nominale e di sovrapprezzo, comporterebbero, al lordo dei versamenti effettuati dai Soci Investitori⁶, una valutazione *post*

⁶ Per la cui definizione si rinvia al contratto di investimento.

money del 100% del capitale sociale di AD2014 ragionevolmente stimabile in Euro 1.500.000⁷. Pur tuttavia, esaminato il testo del verbale del Consiglio di Amministrazione del 24/11/2015, lo scrivente ha ritenuto prudenzialmente opportuno accertare numericamente tale conclusione, provvedendo ad un'autonoma valutazione di AD2014 Srl che tenesse conto dell'adeguamento delle prospettive future, e quindi delle variazioni intervenute rispetto all'originario *business plan*, oltreché dell'aggiornata situazione finanziaria della società stessa.

La base informativa all'uopo utilizzata è stata, oltreché la più aggiornata situazione patrimoniale disponibile (30/09/2015), la documentazione di supporto al budget di cassa triennale discusso e messo a disposizione dei membri del Consiglio di Amministrazione dal CFO della società Dott. Fabio Carbone nel corso della predetta riunione del 24/11/2015.

Lo scrivente si è quindi confrontato con il Dott. Carbone, ottenendo il dettaglio delle previsioni mensili dei prossimi 18 mesi in termini di incassi e pagamenti, nonché indicazioni sul prevedibile trend per i periodi successivi.

I flussi mensili sono stati quindi dallo scrivente depurati delle previsioni in termini di incasso per apporti, a vario titolo, da parte dei soci e per l'accesso a nuovi finanziamenti, nonché delle uscite previste in funzione dei livelli di indebitamento atteso. Tale attività ha consentito di determinare i flussi di cassa finanziari operativi, a disposizione dell'indebitamento dell'*equity*, prospettici e mensili, dalla cui somma algebrica si è giunti a determinare l'Enterprise Value di AD2014 Srl.

La soluzione di privilegiare un'ottica *asset side* appare coerente tenuto conto che, come richiamato dai patti parasociali al punto 3.2, "l'art. 2 dell'Avviso pubblico "Start –up, Start-hope" – sostegno alle piccole nuove imprese innovative – POR FESR Abruzzo 2007-2013 – Attività I.2."... " prevede che non possano essere distribuiti utili / dividendi fintanto che Fira sia socio della Società", e che la validità del patto parasociale, stante il mantenimento della partecipazione in capo a Fira Spa, è ai sensi dell'art. 19 fissato in anni 5 dalla stipula dello stesso (aprile 2015).

Come già precedentemente evidenziato, una delle maggiori difficoltà che emergono in sede di valutazione di rami di attività come quello oggetto della presente perizia, che la dottrina in materia definisce "senza utili e senza storia"⁸, è quella di evitare che eventuali *input* posti a base delle previsioni dei flussi reddituali futuri siano erroneamente spinti oltre il limite del ragionevole. In tal senso l'esperienza ha insegnato che previsioni a lungo termine e basate su *terminal value* tanto significativi quanto remoti ed opinabili possono portare a valutazioni attuariali decisamente erranee.

Limitare l'arco temporale di riferimento ai tre anni analiticamente oggetto di budget risultava, tuttavia, a parere dello scrivente eccessivamente limitativo, anche tenuto conto dello stadio di sviluppo della *app* Let.life e degli strumenti di tutela della proprietà intellettuale già attivati. Dalle interviste effettuate e dalla documentazione raccolta, appare allo scrivente che il ciclo di vita dell'*app* sia ancora nella fasi iniziali. La fase di sviluppo potendosi ragionevolmente ritenere conclusa al termine triennio stimato, la fase di maturità potrebbe quindi temporalmente essere collocata proprio nell'area temporale per la quale mancano, allo stato attuale, analitiche previsioni circa i flussi di cassa che potranno rendersi disponibili.

⁷ In forza degli accordi stipulati col contratto di investimento, a fronte di un versamento da parte di Fira Spa per complessivi Euro 450.000, tenuto conto del versamento effettuato da parte dei soci investitori per ulteriori Euro 52.500, Fira stessa si trova ad essere titolare di una quota di nominali Euro 3.942,49 pari al 24,96% del capitale.

⁸ Fonte: Guatri L. – "La qualità delle Valutazioni, una metodologia per riconoscere e misurare l'errore" – Università Bocconi Editore - 2007

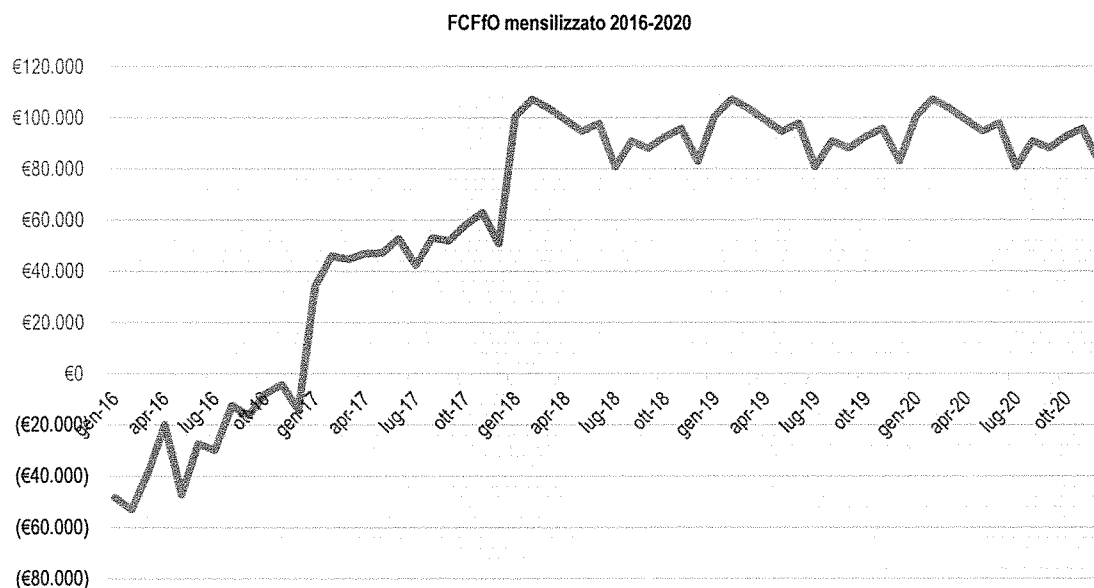
Conseguentemente, in accordo con le osservazioni e le indicazioni fornite dal management di AD2014, si è quindi ritenuto confacente all'incarico che il presente documento intende assolvere e, estendere sino a 5 anni l'orizzonte temporale assunto a base della valutazione, assumendo, a titolo prudenziale, per gli anni 2019 e 2020 flussi attesi in linea con quelli previsti per l'esercizio 2018.

La presenza del patto parasociale e la regolamentazione delle clausole di co-vendita consente ragionevolmente di escludere che possano essere imputabili alla partecipazione sconti di minoranza.

In merito infine alla prospettata previsione circa piani di *stock options* a favore, considerato che l'argomento è stato oggetto di trattazione nel verbale della riunione del consiglio di Amministrazione del 24/11/2015 e che è stata demandato all'amministratore delegato Dott. Amedeo Perna il compito di redigere una proposta di piano che sarà oggetto di discussione in una successiva riunione del Consiglio, e che alla data di riferimento della presente valutazione il Consiglio stesso non è addivenuto ad alcuna decisione in merito, non risulta possibile imputare alla partecipazione in oggetto alcun effetto in termini valutativi.

Si ritiene utile ancora una volta richiamare l'attenzione sul fatto che ipotesi portante della presente valutazione è il mantenimento del *Going Concern* aziendale, e quindi il reperimento dei mezzi idonei a sostenere finanziariamente la Società nella fase di massima tensione che, in base al predetto budget finanziario, è attesa per il secondo semestre dell'esercizio 2016.

Questi, schematicamente, i *free cash flow from operating* (FCFfO) attesi nel quinquennio oggetto di osservazione:



Essendo i flussi attesi unlevered, il tasso applicato nell'operazione di attualizzazione è stato assunto in misura corrispondente al costo medio ponderato del capitale (Wacc). La posizione finanziaria netta scaturente dalla situazione patrimoniale al 30/09/2015 è stata rettificata in funzione dell'avvenuto versamento della terza tranche di Fira Spa (Euro 100.000, sovrapprezzo compreso) e della somma dei FCFfO (negativi) realizzati nel periodo compreso tra ottobre e dicembre 2015 (ritraibili dalla documentazione consegnata allo scrivente dal Dott. Carbone. Il valore della PFN è stato quindi stimato in Euro 290.000 circa.

Analogamente, aggiornato il patrimonio netto in funzione dell'avvenuto versamento da parte di Fira Spa della "terza

tranche", lo stesso è stato quantificato in Euro 532.000 circa.

Il costo del capitale è stato in particolare determinato secondo il modello standard *CAPM*, e le sue variabili quantitative sono state così determinate;

- In merito al tasso privo di rischio, lo scrivente ha assunto a riferimento il rendimento del Bot quinquennale, determinato sulla base dell'esito dell'ultima asta di titoli di stato (Fonte: MEF – Ministero dell'Economia e delle Finanze);
- Il premio per il rischio settoriale è stato assunto sulla scorta delle indicazioni fornite dalla migliore dottrina in materia e corroborato da altre fonti informative disponibili in rete, ed è stato individuato nel premio per il rischio azionario italiano alla data del 31/12/2014 (Fonte: Damodaran Online);
- L'indice β (individuato per il settore *internet*) pari a 1,29, nella propria variante "*unlevered*" (Fonte: Damodaran Online);

Riepilogando:

Parametro	Simbolo	Valore	Assumptions
Investimento privo di rischio	r	0,37%	Rendimento Bot quinquennale - asta 30/11/2015 - fonte MEF
premio per il rischio settoriale	s	7,55%	Domodaran: "risk premiums estimates for other markets based upon the country ratings" - Domodaran Online
Beta	β	1,29	Settore industriale: internet + Domodaran: "Betas by Sector" - Domodaran Online
K_E	$r + \beta \times (r+s)$	10,59%	

Il costo del debito è invece atteso al 5,35% (tasso di riferimento del mutuo erogato a AD2014 e riportato fra gli allegati del contratto di investimento), che al netto del risparmio fiscale potenziale del 27,5%⁹ ammonta al 3,88%

Assunto quindi $K_E=10,59\%$, $K_D=3,88\%$, $D=290.000$, $E=532.000$, la precedente 10) diviene

$$WACC = \frac{290.000}{290.000 + 532.000} \cdot 3,88\% + \frac{532.000}{290.000 + 532.000} \cdot 10,59\% = 8,22\%$$

Che corrisponde ad un tasso mensile equivalente dello 0,660%. Questo l'esito dell'attualizzazione dei flussi mensili attesi:

Data	Periodo	Flusso atteso	Coefficiente di attualizzazione	Valore attuale
gen-16	1	(48.361)	0,993	(48.043)
feb-16	2	(53.010)	0,987	(52.317)
mar-16	3	(37.898)	0,980	(37.157)
apr-16	4	(19.736)	0,974	(19.223)
mag-16	5	(47.095)	0,968	(45.570)
giu-16	6	(27.221)	0,961	(26.166)
lug-16	7	(29.821)	0,955	(28.478)
ago-16	8	(12.349)	0,949	(11.715)
set-16	9	(16.324)	0,942	(15.384)
ott-16	10	(7.845)	0,936	(7.345)
nov-16	11	(4.148)	0,930	(3.858)
dic-16	12	(14.141)	0,924	(13.067)
gen-17	13	34.284	0,918	31.472
feb-17	14	45.960	0,912	41.913
mar-17	15	44.715	0,906	40.510

⁹ Non si considera la prevista riduzione dell'aliquota IRES al 24%, tenendo anche conto che l'eventuale rialzo dei tassi di interesse potrebbe, ai fini del calcolo, controbilanciarne gli effetti.

apr-17	16	46.960	0,900	42.265
mag-17	17	47.112	0,894	42.124
giu-17	18	52.761	0,888	46.865
lug-17	19	42.260	0,882	37.292
ago-17	20	53.012	0,877	46.472
set-17	21	51.914	0,871	45.211
ott-17	22	58.100	0,865	50.266
nov-17	23	62.894	0,859	54.057
dic-17	24	50.844	0,854	43.413
gen-18	25	100.775	0,848	85.482
feb-18	26	107.363	0,843	90.473
mar-18	27	103.795	0,837	86.892
apr-18	28	99.275	0,832	82.563
mag-18	29	94.675	0,826	78.221
giu-18	30	97.854	0,821	80.317
lug-18	31	80.765	0,815	65.855
ago-18	32	90.893	0,810	73.628
set-18	33	88.148	0,805	70.936
ott-18	34	92.687	0,799	74.099
nov-18	35	95.834	0,794	76.112
dic-18	36	82.961	0,789	65.456
gen-19	37	100.775	0,784	78.989
feb-19	38	107.363	0,779	83.601
mar-19	39	103.795	0,774	80.292
apr-19	40	99.275	0,768	76.292
mag-19	41	94.675	0,763	72.279
giu-19	42	97.854	0,758	74.216
lug-19	43	80.765	0,753	60.853
ago-19	44	90.893	0,749	68.035
set-19	45	88.148	0,744	65.547
ott-19	46	92.687	0,739	68.470
nov-19	47	95.834	0,734	70.331
dic-19	48	82.961	0,729	60.484
gen-20	49	100.775	0,724	72.989
feb-20	50	107.363	0,720	77.251
mar-20	51	103.795	0,715	74.193
apr-20	52	99.275	0,710	70.497
mag-20	53	94.675	0,705	66.789
giu-20	54	97.854	0,701	68.579
lug-20	55	80.765	0,696	56.231
ago-20	56	90.893	0,692	62.867
set-20	57	88.148	0,687	60.569
ott-20	58	92.687	0,683	63.270
nov-20	59	95.834	0,678	64.989
dic-20	60	82.961	0,674	55.890
Totale				2.797.074

L'Enterprise Value di AD2014 è stato quindi determinato dalla seguente formula

$$EV = \sum_{t=1}^4 FCF_t Q_t \cdot (1 + Wacc)^{(-t)} = 2.797.074$$

Conformemente all'approccio Asset-Side, il valore attribuibile al 100% dell'*equity* di Ad2014 è dunque determinabile nel seguente modo:

$$W_0 = EV - PFN = 2.797.074 - 290.000 = 2.507.074$$

Le conclusioni raggiunte sono state oggetto di una analisi di sensitività, ipotizzando crescenti scostamenti nei flussi attesi, al fine di determinarne l'impatto sul valore attuale dell'Equity. Queste le risultanze ottenute:

ANALISI DI SENSITIVITA'	Scostamento nei flussi attesi				
	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%
Valore dell'equity	2.367.220	2.227.367	2.087.513	1.947.659	1.807.806

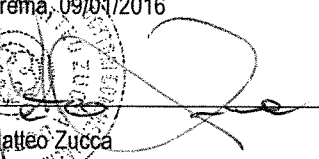
Ciò corrobora, a parere dello scrivente, che la tesi secondo cui il valore attribuibile al 100% del Capitale Sociale di AD2014, pur in forza delle mutate prospettive economico / finanziarie ed anche in ipotesi di una sensibile revisione al ribasso dei flussi finanziari attesi, possa non discostarsi da quello già attribuito in sede di negoziazione con Fira.

CONCLUSIONI

Secondo la metodologia dei *Discounted Cash Flow*, determinati i flussi finanziari attesi in un'ottica *asset side*, adottato un tasso di sconto degli stessi coerente con il costo medio ponderato del capitale *Wacc*, il valore attribuibile al 100% del Capitale Sociale di AD2014 Srl può ritenersi almeno pari ad Euro 1.500.000.

Dal che, in attuazione all'incarico ricevuta, lo scrivente conclude che il valore attribuibile all'interessenza del Sig. Marco Gay corrispondente al 29,14% del Capitale Sociale di Ad2014 Srl, possa ritenersi almeno pari ad Euro 437.100. Conformemente alla richiesta contenuta nella lettera di incarico, sulla scorta delle considerazioni già proposte, lo scrivente conclude altresì che il valore attribuibile alla quota di nominali Euro Euro 3.385,31, pari al 20% del capitale sociale di AD2014 Srl, possa proporzionalmente essere attribuito un valore di almeno Euro 300.000.

Crema, 09/01/2016


Matteo Zucca