

Ramo di Azienda Webworking

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
IL RAMO DI AZIENDA WEBWORKING	4
La società Webworking Srl	4
Il ramo di azienda oggetto di valutazione	4
Le prospettive GoBrain	8
I METODI DI VALUTAZIONE	9
I metodi fondati sui valori stock	10
Il metodo patrimoniale semplice	11
Il metodo patrimoniale complesso	11
I metodi fondati sui flussi	12
Il metodo finanziario	13
Il metodo reddituale	14
I flussi attesi	15
L'arco temporale di riferimento	16
La scelta del tasso di attualizzazione	16
I metodi misti	18
Gli altri metodi di valutazione	20
Il metodo dei multipli di mercato	21
Il metodo delle "rules of thumb"	22
La valutazione del ramo d'azienda Webworking	22
Criticità emerse nella valutazione e analisi dei principali rischi ed assunzioni	22
Lo stato patrimoniale ed il patrimonio netto contabile del ramo di azienda Webworking	23
Conclusioni	26

L'INCARICO

In data 27/11/2015 il Sig. Marco Gay, legale rappresentante della società WebWorling S.r.l., con sede in Torino (TO), via Galileo Ferraris n. 70, cod.fisc. 08055200011, conferiva l'incarico allo scrivente Matteo Zucca, con studio in Crema, 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, in qualità di esperto indipendente, per la redazione della relazione di valutazione del ramo d'azienda denominato "Webworking".

Data di riferimento della stima

La determinazione del valore è riferita alla data del 31 dicembre 2015.

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 management e dai consulenti della società:

- i) Lettera di incarico, a firma del Sig. Marco Gay, amministratore unico della società;
- ii) Situazione patrimoniale ed economica di Webworking S.r.l. al 30/09/2015;
- iii) Situazione patrimoniale ed economica di Webworking S.r.l. al 31/10/2015;
- iv) Situazione patrimoniale ed economica di Webworking S.r.l. al 30/11/2015;
- v) Situazione patrimoniale ed economica di Webworking S.r.l. al 31/12/2015;
- vi) Bilancio d'esercizio redatto alla data del 31/12/2014 e relativo verbale di approvazione;
- vii) Bilancio d'esercizio redatto alla data del 31/12/2013 e relativo verbale di approvazione;
- viii) Bilancio d'esercizio redatto alla data del 31/12/2012 e relativo verbale di approvazione;
- ix) Modello Unico SC, dichiarazione IRAP e dichiarazione IVA relativa agli esercizi sopra menzionati.

E' stata condotta un'attività di *due diligence basata* su procedure concordate tra le parti con la finalità di verificare la bontà dei dati forniti dalla società e, tenuto conto dell'incarico conferito, accertare l'esistenza e la consistenza del compendio oggetto di valutazione. E' stata eseguita un'analisi della documentazione amministrativa acquisita e sono state svolte verifiche attraverso il metodo "a campione".

La valutazione è stata redatta tenendo inoltre conto di informazioni prospettiche fornite dal *management* della Società in persona del sig. Marco Gay, informazioni queste che non sono state sottoposte ad alcun tipo di revisione contabile da parte di chi scrive. L'attività non si è estesa alla verifica quantitativa o qualitativa degli elementi assunti nello sviluppo dei piani economici prospettici, essendosi lo scrivente limitato alla verifica della ragionevolezza delle principali ipotesi a base del piano, anche attraverso interviste e ricerche autonomamente effettuate. Non viene quindi espresso alcun giudizio circa la completezza, accuratezza e correttezza degli elementi e delle informazioni in esso contenute.

IL RAMO DI AZIENDA WEBWORKING

La società Webworking Srl



Costituita nel 2000, Webworking Srl ha per oggetto sociale la realizzazione, la produzione, la pubblicazione, la gestione e la vendita in proprio o per conto di clienti e/o partners, il noleggio, la duplicazione la realizzazione di prodotti e servizi nel settore dell'editoria multimediale, di sviluppi multimediali e delle

telecomunicazioni, nel settore dei sistemi telematici informativi e dei sistemi tecnologici innovativi oltre che nel settore dei servizi della comunicazione e dell'immagine aziendale in genere. Ha inoltre quale oggetto l'organizzazione e la tenuta di corsi di formazione, l'acquisto e la vendita (la distribuzione), l'importazione e l'esportazione di componenti elettronici e/o informatici (hardware) nonché l'acquisto, lo sviluppo e la vendita di programmi informatici (software), la progettazione e gestione di reti locali e geografiche (internet), l'esercizio di consulenza e rappresentanza sia in Italia che all'estero.

Con sede legale in Torino in Corso Galileo Ferraris 70 e uffici in Torino, Via Andrea Provana, 1, conta oggi 5 dipendenti e svariati collaboratori.

Da una visura effettuata, emerge che il capitale sociale ammonta ad Euro 30.000 ed è così sottoscritto e versato

Titolare	Quota	Percentuale
Gay Marco Gabriele	16.500	55%
Pema Amedeo	13.500	45%

Il sig. Marco Gay ne è Amministratore Unico con pieni poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione.

Il ramo di azienda oggetto di valutazione

Il ramo d'azienda "Webworking" è individuato nelle seguenti poste contabili

ATTIVITA'		PASSIVITA'	
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	94.206	FONDO T.F.R.	38.703
Altre immobilizzazioni immateriali	94.206	DEBITI VERSO BANCHE	163.727
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	3.910	Conti correnti bancari	89.392
IMPIANTI E MACCHINARI	2.399	Finanziamento Banca Sella	59.619
Impianti e scaffali	2.399	Finanziamento UBI	14.716
ALTRE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	1.512	DEBITI VERSO FORNITORI	65.939
Mobili e arredi	1.512	Fatture da ricevere da fornitori	24.661
CREDITI COMMERCIALI	143.033	Fornitori Italia	41.278

<i>Fatture da emettere a clienti</i>	12.765	ALTRI DEBITI	22.419
<i>Clienti Italia</i>	114.819	Debiti diversi	1.154
<i>Clienti Estero</i>	15.450	<i>Debiti v/s carta di credito-UBI</i>	548
Totale Attività	241.149	<i>Debito c/carte di credito-B.PIEMONTE</i>	43
Deficit Patrimoniale	49.640	<i>Debiti c/carta di credito SELLA</i>	584
		<i>Carta di credito ricaricabile</i>	(21)
		Debiti con il personale	21.264
		<i>Personale c/retribuzioni</i>	7.006
		<i>Personale c/nota spese</i>	3.157
		<i>Altri debiti con il personale</i>	11.102
Totale a pareggio	290.789	Totale Passività	290.789

Rientrano nel compendio del ramo di azienda oggetto di valutazione i seguenti dipendenti:

- Bertone Stefania;
- Lipnitskaya Iryna;
- Cansacchi di Amelia Anna;
- Serafini Luana;
- Visca Claudia.

Compongono altresì il ramo di azienda oggetto di valutazione il contratto di affitto degli uffici di Torino, le utenze, i rapporti con gli altri fornitori analiticamente rientranti nei conti in parola, ed in generale il complesso di beni e servizi organizzati dalla società per lo svolgimento del *core business* aziendale, come di seguito individuato.

Cronistoria dell'attività

Dal 2013 l'attività principale di Webworking consiste nella fornitura di servizi di agenzia web/digitale alle PMI, ed in particolare:

- Servizi di progettazione e realizzazione siti internet;
- Servizi di assistenza e aggiornamento di siti internet;
- Piccole campagne di web marketing;
- Registrazione domini internet.

Con questa attività, l'azienda arriva a gestire circa 100 clienti con cui realizza ricavi complessivi di circa Euro 330.000. Il fatturato medio per cliente (€3.300) emerge nella sua limitatezza, e le ragioni sono rinvenute nella proposta di servizi che sono (mediamente) di piccola caratura. I proventi più rilevanti sono invece relativi allo sviluppo dei siti internet, ma il numero di prestazioni risulta particolarmente contenuto.

Nel 2014, facendo leva sulla larga base clienti, Webworking introduce pertanto nella propria offerta alcuni servizi di valore superiore ed in particolare:

- Progettazione e sviluppo *app* mobile;
- Progettazione e realizzazione di immagine coordinata (*off-line* e *on-line*);
- Progettazione e realizzazione di siti internet con piattaforma *e-commerce*.

Questa modifica di offerta si accompagna con una riduzione (avviata nel 2014 e completata nel 2015) del numero di

dipendenti/collaboratori, rinunciando a figure di profilo più basso (a servizio di attività a più basso valore aggiunto) per puntare su professionalità più elevate. Coerentemente, l'attività commerciale si concentra sulla vendita di servizi a più alto valore (fatturato/margine). Effetto è la riduzione del numero dei clienti (Webworking cessa nel 2014 la collaborazione con circa il 40% dei clienti in essere 2013); per contro, vengono acquisiti una ventina di nuovi clienti e il fatturato complessivo del 2014 si attesta su Euro 422.000 (+28% circa) e il fatturato medio per cliente cresce a €5.340 (+62% circa)

Nel 2015 viene completato il processo di focalizzazione sull'offerta a maggior valore aggiunto, riducendo ulteriormente il numero di clienti e il numero di dipendenti/collaboratori dell'azienda. Dei clienti che Webworking seguiva nel 2013, nel 2015 sono ancora attivi circa la metà, e sono stati acquisiti 15 nuovi clienti.

Il fatturato complessivo del 2015 scende ad Euro 302.000 (-28%), ma la marginalità (EBITDA) cresce dal 12% del 2014 al 19% nel 2015, migliorando anche in termini di valore assoluto.

Il fatturato medio per cliente cresce ancora significativamente, e diventa Euro 7.860 (+47%); ma l'aspetto più rilevante del periodo è che i principali 10 nuovi clienti del 2015 valgono circa Euro 108.000 di ricavi, corrispondente a oltre il 35% del fatturato dell'anno, con un'incidenza media per cliente di quasi Euro 12.000 (+125%).

L'evoluzione futura

Da interviste effettuate emerge che l'obiettivo di fatturato 2016 (Euro 600.000) è basato su una ulteriore selezione della base clienti storica, e fondato sulla volontà di lavorare soprattutto su quelli acquisiti nel 2014-2015, ulteriormente sviluppando l'attività commerciale per acquisire almeno 15 nuovi clienti. Nel 2016 si prevede altresì il rientro dalla maternità di una risorsa tecnica e progettuale *senior*, che svolgerà anche funzioni di *account* commerciale. Complessivamente, si stima di poter lavorare su circa 60 clienti, con un ricavo medio per cliente di obiettivo di Euro 10.000, che corrisponde ad una crescita del 27% (la metà degli anni precedenti) rispetto alla media complessiva del 2015, ma inferiore alla media per cliente dei principali nuovi clienti del 2015.

Questi i dati economici prospettici in cui il management di Webworking ha tradotto gli obiettivi di sviluppo del *core business* imputabile al ramo di azienda oggetto di valutazione:

Conto economico	2016	2017	2018
Fatturato WW	600.000	690.000	800.000
Totale ricavi	600.000	690.000	800.000
Fornitori professionali	108.000	120.000	120.000
Total Direct costs of sales	108.000	120.000	120.000
Gross Margin	492.000	570.000	680.000
Salari e stipendi	232.000	252.200	290.000
Affitti WW	18.000	20.000	20.000
Commercialisti WW	5.040	8.000	10.000
Varie (viaggi, marketing, hw, sw, ...)	10.000	10.000	10.000
Totale costi generali	265.040	290.200	330.000
EBITDA	226.960	279.800	350.000
Ammortamenti	35.000	35.000	35.000
Totale Ammortamenti	35.000	35.000	35.000

EBIT

191.960

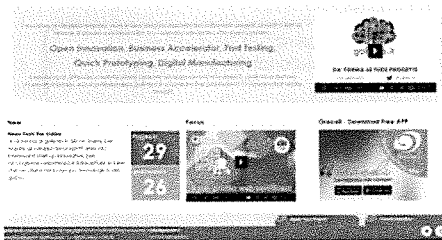
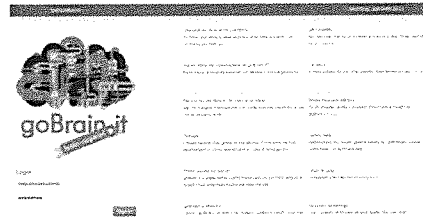
244.800

315.000

La piattaforma GoBrain

Un ruolo chiave nelle prospettive di sviluppo futuro è altresì giocato dalla piattaforma GoBrain, strumento di condivisione di progetti innovativi, che consente agli utenti di collaborare nell'evoluzione di tali progetti. GoBrain è progettato per fornire supporto a:

- generazione di nuove Startup: consente di condividere un progetto con coloro che sono interessati a fornire un contributo allo sviluppo del progetto stesso; accedendo a GoBrain, e qualificandosi per fornire un contributo, i nuovi utenti vengono abilitati all'accesso alla documentazione e, in una logica di crowdsourcing, cominciano a fornire il proprio contributo professionale all'evoluzione del progetto;



- programmi di *Open Innovation*: consente ad una azienda interessata a sviluppare il proprio comparto tecnologico/digitale di entrare in contatto con uno o più progetti innovativi, contribuendo al loro sviluppo, in una prospettiva di acquisirne la titolarità dagli ideatori, oppure di diventare socia di una startup se gli ideatori optassero per far evolvere il progetto in un'impresa.

In funzione dell'evoluzione del progetto specifico che utilizza GoBrain, la piattaforma mette a disposizione differenti funzionalità, cioè "ambienti" in cui gli utenti della piattaforma collaborano tra loro sul progetto con differenti finalità:

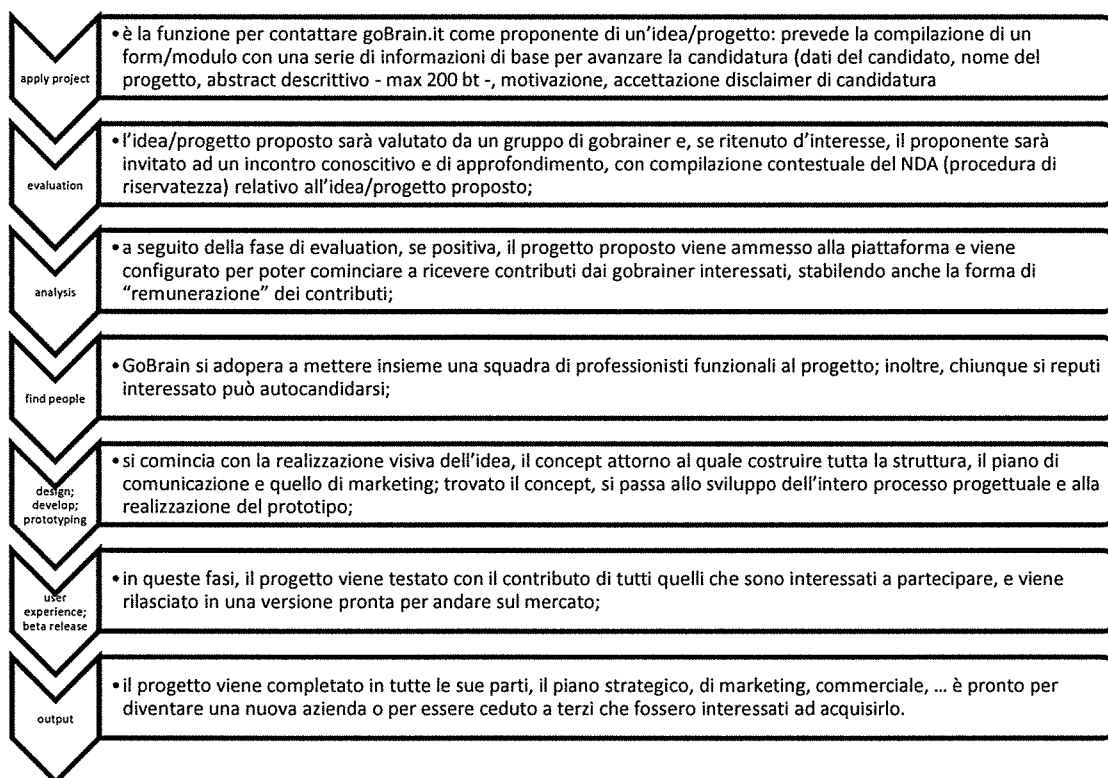
- documentale: raccolta strutturata di tutta la documentazione (tecnica, commerciale, *business model/plan*, ...) del progetto che si intende condividere;
- prototipale: è l'ambiente in cui coloro che contribuiscono all'evoluzione tecnica del progetto collaborano per lo sviluppo del prototipo, utilizzando le chat e i blog di pertinenza del progetto;
- progettuale: una volta realizzato il prototipo, in questo ambiente viene sviluppato il progetto vero e proprio, con la condivisione con *upload* e *download* dei materiali necessari;
- strategico: è l'ambiente in cui viene messo a punto il modello di business, il piano marketing/commerciale e il business plan completo del progetto, tramite il confronto nella piattaforma blog a tempo differenziato e l'upload della documentazione;
- operativo: è il contesto in cui viene definito il piano di go-to-market, attraverso la cessione del progetto o la costituzione di una startup che ne gestirà lo sviluppo commerciale.

GoBrain ha un lato pubblico, in cui chiunque, tramite internet, può vedere una descrizione generica dei progetti disponibili, le news e tutto quanto gli ideatori di ogni progetto intende rendere pubblico, e un'area interna in cui si svolge l'attività di sviluppo collaborativo del progetto da parte degli utenti abilitati:

- *admin*: sono gli amministratori della piattaforma, che valutano i progetti da ammettere a GoBrain;
- *pater*: sono gli ideatori del singolo progetto ammesso in GoBrain, e come tali i detentori del copyright;

- **gobrainers**: sono coloro che sono stati abilitati a fornire un contributo allo sviluppo dello specifico progetto;
- **fan**: sono coloro che possono vedere tutti i progetti, postando commenti, contributi e informazioni utili ai gobrainers; se il loro apporto viene giudicato interessante, possono essere candidati a diventare gobrainers;
- **follower**: dedicato ai curiosi, con questo accesso si può vedere la lista di progetti e un abstract per ciascuno di questi; su richiesta, possono essere abilitati a vedere maggiori informazioni ed eventualmente diventare fun.
- **Starter**: lo starter è di fatto lo *startupper* che può essere ricondotto ad uno dei tipi utente precedenti.

Le principali funzionalità della piattaforma GoBrain sono così riassumibili:



Le prospettive GoBrain

Di seguito vengono riepilogate le direttrici numeriche sulla cui base il management di Webworking ha sviluppato un autonomo piano economico triennale di GoBrain:

Ricavi	2016	2017	2018
Affiliazioni	30.000	45.000	60.000
Progetti Think Thank	75.000	100.000	125.000
Progetti Agency/creatività	50.000	80.000	100.000
Progetti Prototipazione	60.000	96.000	120.000
Success Fee (10% risultato)	20.000	30.000	50.000
Totale Ricavi	235.000	351.000	455.000

Costi	2016	2017	2018
Project Manager	30.000	30.000	30.000

Account	24.000	48.000	72.000
grafico / programmatore	30.000	30.000	60.000
Stage	7.200	7.200	7.200
TOTALE PERSONALE	91.200	115.200	169.200
Collaborazioni Esterne	18.000	24.000	24.000
Manutenzione Piattaforma Collaborativa	10.000	15.000	15.000
Forniture Esterne (circa 20% ricavi)	37.000	55.200	69.000
TOTALE FORNITORI PROFESSIONALI	65.000	94.200	108.000
TOTALE COSTI PRODUZIONE	156.200	209.400	277.200
Affitti	4.000	5.000	7.000
Hosting + mail	250	250	250
Marketing	10.000	20.000	30.000
Hardware e software	5.000	5.000	5.000
TOTALE ALTRI COSTI	19.250	30.250	42.250
Totale Costi	175.450	239.650	319.450

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 prescinde 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 oltreché 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:

$$6.1) \quad W_0 = \bar{R} \cdot a_n \cdot v^i$$

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 obiettivo 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 materia¹, *"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

¹ L. Guatri – "Trattato sulla valutazione delle aziende" – Egea

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 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 WACC².

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

² Weighted Average Cost of Capital

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 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 similari 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 contemperare 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 resesi 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 DEL RAMO D'AZIENDA WEBWORKING

Criticità emerse nella valutazione e analisi dei principali rischi ed assunzioni

Per come è stato precedentemente rappresentato, appare di tutta evidenza che il valore del ramo d'azienda Webworking sia riconducibile alla somma di due elementi: il ramo di azienda che svolge l'attività di *core business*, come precedentemente individuato, e la piattaforma GoBrain, che di fatto costituisce ciò che in dottrina viene definito "*surplus assef*" che, per importanza economica, necessita, a parere dello scrivente, di un'autonoma stima, costituendo questi quindi addendi in un approccio "*sum of parts*".

Attuare un'attività di accertamento circa l'esistenza e la consistenza delle poste contabili che compongono il ramo di azienda, attività questa dalla quale non sono emersi rilievi, è stato anzitutto ritenuto imprescindibile ai fini valutativi.

Per quanto attinente il ramo di azienda Webworking ed il *core business* esercitato, e quindi la quota di valore attribuibile al primo addendo, lo scrivente ha quindi ritenuto adottare il metodo reddituale puro, secondo la formula della rendita limitata nel tempo. Pur in presenza di una condizione non stabilizzata rispetto al passato, legata alla progressiva ricollocazione competitiva di Webworking in funzione della diversa *value proposition*, il che suggerirebbe l'adozione del metodo finanziario (in grado di recepire con maggiore puntualità gli effetti connessi all'espansione del capitale fisso e circolante), è emerso, sulla base dei colloqui intervenuti col *management*, che non sono in tal senso attese dinamiche tali da poter inficiare le conclusioni ottenibili con l'adozione del più semplice metodo reddituale. Ritenendo di trovarsi di fronte ad una situazione non ancora stabilizzata, ma la cui stazionarietà è stimata dal management nell'arco di 2 / 3 esercizi, si è ritenuto che la carenza informativa rispetto all'utilizzo del metodo finanziario possa peraltro essere controbilanciata da una riduzione dell'orizzonte temporale entro cui vengono dispiegati gli effetti reddituali. Il processo di valutazione considera infatti un arco temporale di riferimento di n. 5 anni, di cui gli ultimi due rappresentati da un flusso reddituale stimato in misura pari alla media dei dati analitici risultanti dal piano triennale.

Essendo i flussi attesi *unlevered*, il tasso applicato nell'operazione di attualizzazione dovrebbe, di logica, corrispondere al costo medio ponderato del capitale (*Wacc*). La presenza di un patrimonio netto negativo attribuibile al ramo di azienda oggetto di valutazione comporterebbe tuttavia effetti distorsivi sul calcolo della media ponderata e quindi del *Wacc*. Per tale

ragione si è ritenuto opportuno, prudentiale, e rispondente all'incarico ricevuto applicare il più prudentiale tasso di attualizzazione corrispondente al costo del capitale proprio (K_e) determinato secondo la logica del Capital Asset Pricing Model. La scelta di stimare in un valore nullo il *Terminal Value* di Webworking ha ancora una volta trovato la propria giustificazione nell'ottica prudentiale che pervade il presente documento.

In merito alla stima di valore del *surplus asset* rappresentato dal progetto GoBrain, le caratteristiche di novità e la peculiarità dell'idea sottostante la piattaforma rende inopportuna l'adozione del metodo del costo storico residuale, così come del costo di ricostruzione. E' peraltro opinabile l'adozione di altri criteri di stima diretta fondati sulla confronto con *comparables*. La valutazione si è quindi dovuta necessariamente basare sull'attualizzazione dei flussi attesi che, in considerazione della base informativa disponibile, sono stati individuati ancora una volta su base reddituale.

Essendo ancorata a previsioni su fatti futuri, soggetti a naturale variabilità anche legata a giudizi di carattere soggettivo naturalmente insiti nelle previsioni stesse, l'adozione di tassi di attualizzare dei flussi futuri particolarmente significativi consente, per ovvie ragioni di carattere matematico, di temperare gli effetti sul valore attuale degli *items* valutati. Peraltro, una delle maggiori difficoltà che emergono in sede di valutazione degli *asset immateriali* quali la piattaforma GoBrain, 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 insegna che previsioni a lungo termine e basate su *terminal value* tanto significativi quanto remoti ed opinabili possono portare a valutazioni attuariali decisamente erronee. Per tali ragioni, ai soli fini peritali, il progetto GoBrain, oltrechè un *Terminal Value* prudenzialmente nullo, sconta ulteriori significative rettifiche di carattere prudentiale:

- l'estrema ampiezza del possibile intervallo di valutazione conseguente alla naturale flessibilità degli eventi futuri è stata intercettata applicando un *Beta* sensibilmente più elevato rispetto a quello applicato per la valutazione del *core business*;
- l'arco temporale di riferimento delle stime future è stato limitato ai tre esercizi rappresentati nel piano economico – finanziario fornito allo scrivente.

Ulteriormente, si precisa che essendo i flussi attesi determinati secondo una logica *unlevered*, la sommatoria degli addendi ha comportato l'emersione dell'Enterprise Value attribuibile al complesso formato dal ramo di azienda Webworking (unitamente al progetto GoBrain), e quindi per giungere a una valutazione *equity side* è stata dedotta la posizione finanziaria netta imputabile al ramo di azienda stesso.

Lo stato patrimoniale ed il patrimonio netto contabile del ramo di azienda Webworking

La situazione patrimoniale al 31 dicembre 2015, assunta a riferimento della presente stima, è quella risultante dalla contabilità aziendale ed è, per quanto attinente il ramo di azienda oggetto di valutazione, così rappresentabile:

ATTIVITA'		PASSIVITA'	
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	94.206	FONDO T.F.R.	38.703
<i>Altre immobilizzazioni immateriali</i>	94.206	DEBITI VERSO BANCHE	163.727
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	3.910	<i>Conti correnti bancari</i>	89.392
IMPIANTI E MACCHINARI	2.399	<i>Finanziamento Banca Sella</i>	59.619
<i>Impianti e scaffali</i>	2.399	<i>Finanziamento UBI</i>	14.716

<i>ALTRE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</i>	<i>1.512</i>	DEBITI VERSO FORNITORI	65.939
<i>Mobili e arredi</i>	<i>1.512</i>	<i>Fatture da ricevere da fornitori</i>	<i>24.661</i>
CREDITI COMMERCIALI	143.033	<i>Fornitori Italia</i>	<i>41.278</i>
<i>Fatture da emettere a clienti</i>	<i>12.765</i>	ALTRI DEBITI	22.419
<i>Clienti Italia</i>	<i>114.819</i>	<i>Debiti diversi</i>	<i>1.154</i>
<i>Clienti Estero</i>	<i>15.450</i>	<i>Debiti v/s carta di credito-UBI</i>	<i>548</i>
Totale Attività	241.149	<i>Debito c/carte di credito-B.PIEMONTE</i>	<i>43</i>
Deficit Patrimoniale	49.640	<i>Debiti c/carta di credito SELLA</i>	<i>584</i>
		<i>Carta di credito ricaricabile</i>	<i>(21)</i>
		<i>Debiti con il personale</i>	<i>21.264</i>
		<i>Personale c/retribuzioni</i>	<i>7.006</i>
		<i>Personale c/nota spese</i>	<i>3.157</i>
		<i>Altri debiti con il personale</i>	<i>11.102</i>
Totale a pareggio	290.789	Totale Passività	290.789

Questi i criteri adottati al fine della valorizzazione contabile delle poste in oggetto:

Immobilizzazioni Immateriali

Il saldo è costituito esclusivamente dai costi di sviluppo della piattaforma GoBrain, interamente sostenuti nell'esercizio 2015; il processo di ammortamento sarà avviato coerentemente con il conseguimento dei primi ricavi.

Immobilizzazioni Materiali

Trattasi di impianti e mobili esposti al costo di acquisto rettificato dai corrispondenti fondi di ammortamento; il loro valore corrisponde a quello in uso.

Crediti

Si tratta di crediti commerciali il cui valore corrisponde a quello di presumibile realizzo.

Debiti

Si tratta di debiti con istituti di credito, fornitori commerciali, dipendenti ed altre controparti esposti al loro valore nominale.

Fondo TFR

Si tratta del debito maturato verso i dipendenti in conformità di legge e dei contratti di lavoro vigenti.

La valutazione

Lo scrivente ha preliminarmente operato una verifica in relazione all'accuratezza dei dati delle poste attive e passive attribuite al ramo di azienda oggetto della presente valutazione. Per l'esecuzione di tale attività, come già precisato, lo scrivente si è avvalso della professionalità di suoi collaboratori diretti. In esito ai controlli effettuati il patrimonio netto contabile è stato confermato nella consistenza risultante dalla situazione contabile fornita.

Si precisa comunque la situazione patrimoniale potrebbe essere soggetta a modifiche, in relazione ad eventi non noti al momento della stesura della presente valutazione. Per esempio, quanto al TFR ed ai ratei lavoristici, si evidenzia che Webworking procede all'emissione dei cedolini con "mensilità posticipata", sicché non può escludersi la presenza di scostamenti a consuntivo. In tale eventualità, le variazioni delle poste dell'attivo e del passivo dovranno essere regolate finanziariamente tra le parti.

Stante il metodo di valutazione prescelto, la predetta evidenziazione dei valori attribuibili alle singole poste che compongono il ramo di azienda Webworking è risultato utile al fine di determinare una Posizione Finanziaria Netta aggiornata ed accertare, oltrechè naturalmente che di "ramo di azienda" effettivamente si tratti, l'insussistenza di minusvalori latenti che potrebbero inficiare le conclusioni di cui al presente documento.

I dati economici prospettici, riferibili al *core business* nella versione "stand alone", senza dunque considerare gli effetti economici del progetto GoBrain, secondo un'ottica *unlevered*, sono stati preliminarmente ridotti del carico fiscale teorico stimando un'aliquota marginale di imposta del 31,4%. Il tutto al fine di evidenziare i *Net Operating Profit After Taxation*, atto a misurare il profitto generato dalle attività operative. I valori essendo esposti in termini reali e non necessitano di essere rappresentati in termini deflazionati. I redditi attesi per gli esercizi 2019 e 2020 corrispondono alla media semplice dei risultati attesi per il triennio analiticamente determinato nel business plan fornito dal management di Webworking

Conto economico	2016	2017	2018		Stima 2019	Stima 2020
EBIT	191.960	244.800	315.000			
Imposte figurative sull'EBIT	60.275	76.867	98.910			
NOPAT	131.685	167.933	216.090		171.902	171.902

Il tasso di attualizzazione lordo di riferimento dei flussi attesi è stato quindi determinato come segue:

			Assumptions
Investimento privo di rischio	r	0,57%	Rendimento BTP quinquennale – MEF – Asta 12/11/2015
premio per il rischio	s	7,55%	Domodaran: "risk premiums estimates for other markets based upon the country ratings" - Domodaran Online
Beta		1,07	Damodaran Online – Unlevered betas for sector (publishing and newspapers)
Tasso di attualizzazione	K _a	9,26%	

I valori attuali dei flussi reddituali attesi sono dunque così determinati:

Periodo di attualizzazione	1	2	3	4	5
Fattore di attualizzazione	0,915	0,838	0,767	0,702	0,642
Flusso da attualizzare	131.685	167.933	216.090	171.902	171.902
Valore attuale	120.526	140.678	165.680	120.632	110.410

La cui somma ammonta a Euro 657.926.

Analogo procedimento è stato adottato per la valutazione della piattaforma sottostante il progetto GoBrain. Come accennato in sede di preliminare, in tal caso ragioni di carattere prudenziale suggeriscono di limitare l'orizzonte temporale di riferimento a tre esercizi. Questi i redditi attesi dal progetto, nella versione *unlevered*, al netto delle imposte figurative:

Periodo di attualizzazione	1	2	3
Fattore di attualizzazione	0,896	0,803	0,719
Flusso da attualizzare	40.851	76.386	92.987
Valore attuale	36.605	61.332	66.901

Il tasso di attualizzazione lordo di riferimento dei flussi attesi è stato quindi determinato come segue:

			Assumptions
Investimento privo di rischio	r	0,11%	Rendimento BTP triennale – MEF – Asta 12/11/2015
premio per il rischio	s	7,55%	Domodaran: "risk premiums estimates for other markets based upon the country ratings" - Domodaran Online
Beta		1,50	Stima
Tasso di attualizzazione	K_e	11,60%	

I valori attuali dei flussi reddituali attesi sono dunque così determinati

Periodo di attualizzazione	2016	2017	2018
Fattore di attualizzazione	0,896	0,803	0,719
Flusso da attualizzare	40.851	76.386	92.987
Valore attuale	36.605	61.332	66.901

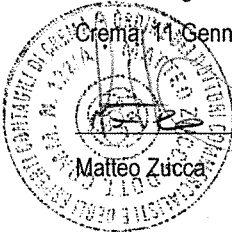
La cui somma ammonta a Euro 164.838.

La somma degli addendi rappresenta l'Enterprise Value attribuibile al ramo di azienda Webworking (Euro 822.763) da cui, dedotta la Posizione Finanziaria Netta di Euro 163.727, si stima un valore attribuibile al ramo stesso arrotondabile ad almeno Euro 659.036.

CONCLUSIONI

In esecuzione dell'incarico conferito, lo scrivente, ricorrendo al metodo di valutazione reddituale sulla scorta dei flussi *unlevered* attesi per gli esercizi a venire, considerato il ramo di azienda in oggetto come "*sum of parts*" del ramo di azienda adibito allo svolgimento del *core business* di Webworking e della piattaforma sottostante il progetto GoBrain, dedotta la Posizione Finanziaria Netta risultante alla data del 31 dicembre 2015, stima il valore attribuibile al ramo di azienda Webworking in almeno Euro 659.000.

Crema, 11 Gennaio 2016


Matteo Zucca