



Corso di laurea in "Diritto, Economia e Strategia
d'Impresa" (DESI)

Corso di STRATEGIA E VALUTAZIONE
A.A. 2025/26

LEZIONE DEL 16 APRILE 2026

**MODULO 2 - INTRODUZIONE ALLA
VALUTAZIONE D'IMPRESA**

Prof. Alfonso Di Sabatino Martina



Introduzione alla Valutazione d'Azienda

La valutazione d'azienda consiste nel calcolare il valore economico di un'impresa. Questo processo è essenziale per il settore economico e finanziario, poiché aiuta a prendere decisioni strategiche e operative.

Fondamenti e Significato

La sua rilevanza è sia teorica, per la comprensione dei meccanismi di creazione del valore, sia pratica, per operazioni di M&A, contenziosi e pianificazione.

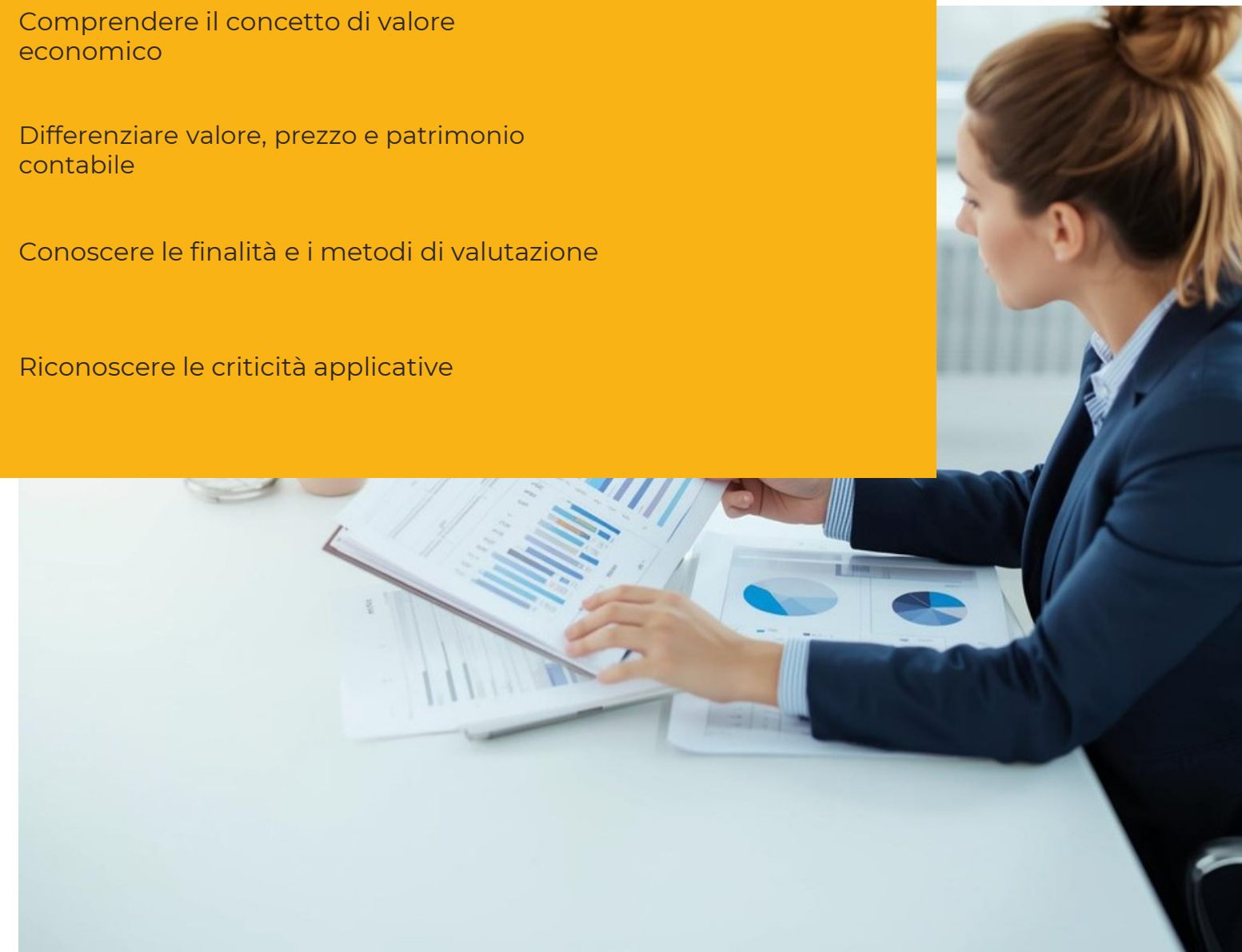




Obiettivi della lezione

Questa lezione fornisce le basi teoriche e pratiche per comprendere il processo di valutazione aziendale, distinguendo concetti fondamentali e identificando le principali metodologie e criticità.

- Comprendere il concetto di valore economico
- Differenziare valore, prezzo e patrimonio contabile
- Conoscere le finalità e i metodi di valutazione
- Riconoscere le criticità applicative



Il ruolo strategico e finanziario della valutazione

La valutazione d'azienda è uno strumento fondamentale per supportare le decisioni strategiche e finanziarie più rilevanti nel ciclo di vita di un'impresa. →

Fusioni e acquisizioni (M&A)

Contenziosi e cause legali

Pianificazione strategica e finanziaria

Valutazione come strumento di supporto

Il valore come stima e non come dato assoluto

Il valore economico non è un dato oggettivo e immutabile, ma una stima che riflette ipotesi, informazioni disponibili e il contesto specifico di riferimento.

- » Basato su ipotesi e informazioni disponibili
- » Influenza del contesto e della variabilità
- » Differenza tra valore stimato e valore reale



Valore, prezzo e costo: definizioni chiave

01

Valore economico

Stima soggettiva e teorica del capitale economico di un'impresa, basata su ipotesi, metodologie e giudizio professionale del valutatore.

02

Prezzo di mercato

Risultato concreto di una contrattazione tra le parti. Può divergere dal valore economico per fattori negoziali, urgenza o asimmetrie informative.

03

Costo storico

Valore contabile originario iscritto in bilancio al momento dell'acquisizione. Non riflette il valore attuale né le dinamiche di mercato.

07



Valore Economico vs Patrimonio Netto Contabile

Il valore contabile riflette i dati storici, mentre il valore economico cattura il potenziale futuro dell'impresa.



Asset materiali vs immateriali



Limiti del valore contabile storico



Implicazioni pratiche per la stima



Finalità della Valutazione

Perché si valuta un'azienda? Analisi delle finalità negoziali, giuridiche, fiscali e strategiche che guidano il processo valutativo.



Finalità Negoziali e Societarie

La valutazione d'azienda svolge un ruolo fondamentale nelle operazioni negoziali e societarie, fornendo una base oggettiva per le decisioni strategiche.

- » Acquisito e Vendita di Imprese
- » Operazioni Societarie (Fusioni, Scissioni)
- » Valutazioni per Partecipazioni Societarie



La Valutazione d'Azienda

Finalità Giuridiche, Fiscali e Contabili

La valutazione d'azienda riveste un ruolo fondamentale in ambito giuridico, fiscale e contabile, fornendo basi oggettive per decisioni critiche.

- » Cause Legali e Contenziosi
- » Determinazione di Imposte e Tributi
- » Bilanci e Reporting Contabile

Presentazione Professionale



Finalità Strategiche e Gestionali

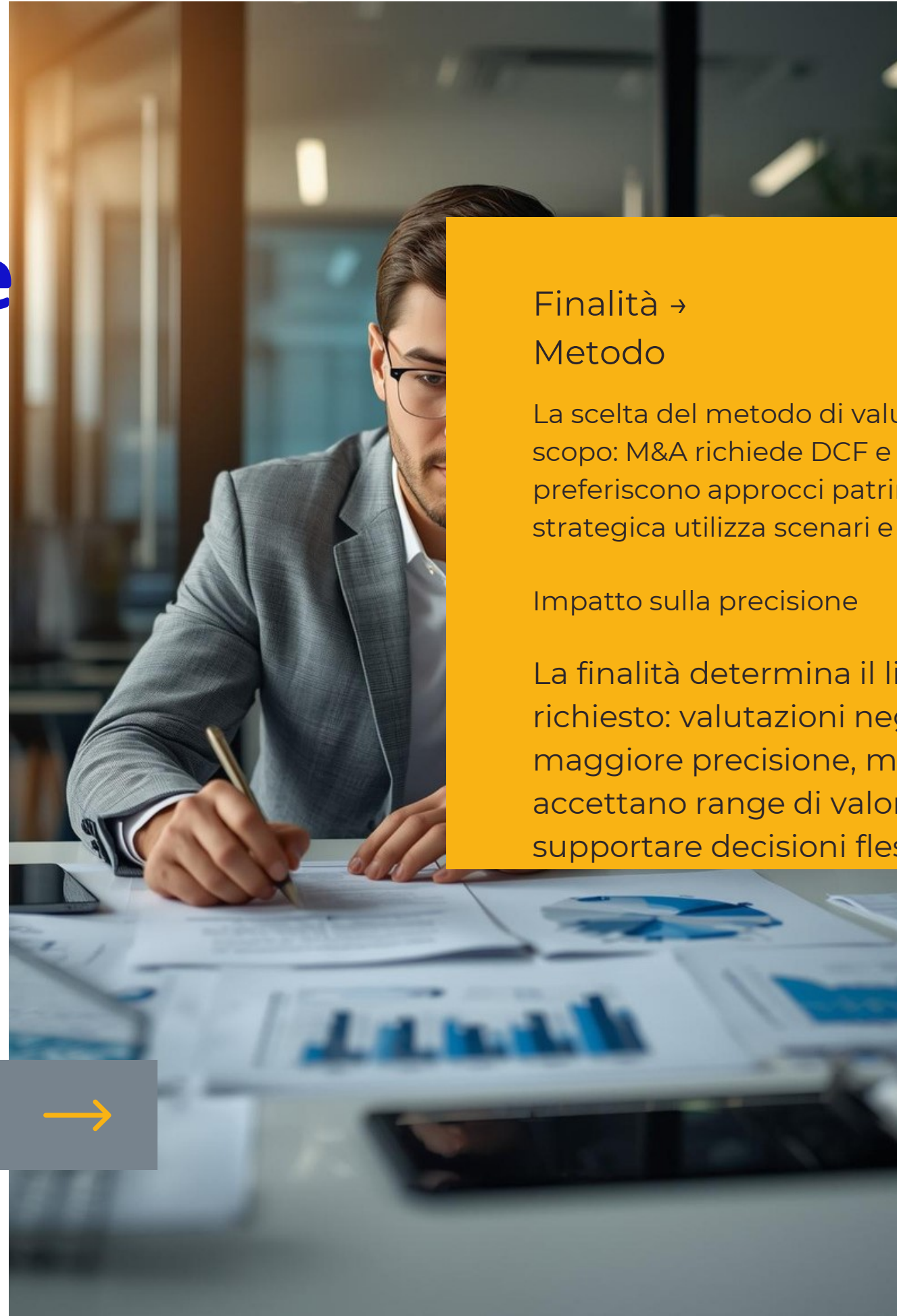
La valutazione d'azienda supporta decisioni strategiche e operative, dalla pianificazione al controllo delle performance.

- » Pianificazione Aziendale
- » Analisi di Scenario e Decisioni
- » Valutazione Rischio e Performance



Relazione tra finalità e scelta metodologica

La coerenza tra finalità e metodologia è fondamentale per ottenere risultati affidabili e difendibili.



Finalità →
Metodo

La scelta del metodo di valutazione dipende dallo scopo: M&A richiede DCF e multipli, contenziosi preferiscono approcci patrimoniali, pianificazione strategica utilizza scenari e flussi di cassa attualizzati.

Impatto sulla precisione

La finalità determina il livello di dettaglio richiesto: valutazioni negoziali richiedono maggiore precisione, mentre analisi strategiche accettano range di valore più ampi per supportare decisioni flessibili.



Oggetto e configurazioni di valore

Analisi dell'oggetto della valutazione e delle diverse configurazioni di valore economico applicabili nel processo di stima.



Oggetto della Valutazione

01

Azienda Intera

Valutazione completa dell'impresa come entità economica unitaria, considerando tutti gli asset, passività e potenziale di generazione di valore.

02

Ramo d'Azienda

Valutazione di una porzione autonoma dell'impresa, dotata di propria organizzazione e capacità di produrre reddito indipendente.

03

Partecipazioni Societarie

Valutazione di quote o azioni detenute in altre società, considerando diritti di controllo, governance e valore proporzionale.

Tipi di Valore Economico

- Valore economico generale
- Fair value (valore equo)
- Valore d'uso e valore di liquidazione
- Valore strategico e sinergie potenziali

Il valore economico generale rappresenta la stima complessiva dell'impresa in condizioni ordinarie. Il fair value indica il prezzo equo in una transazione tra parti indipendenti e informate.

Il valore d'uso riflette l'utilità specifica per un determinato soggetto, mentre il valore di liquidazione considera la cessazione dell'attività.



Presupposto della Continuità Aziendale

Oggetto e configurazioni di valore

01

Valutazione in Funzionamento

L'azienda va considerata nella sua condizione di impresa operante, ossia in ipotesi di continuità aziendale.

02

Implicazioni Metodologiche

La scelta tra going concern e liquidazione influenza profondamente i metodi applicabili: DCF e reddituali per la continuità, patrimoniali per la liquidazione.

17



Determinanti del Valore

Analisi dei fattori chiave che influenzano il valore economico di un'impresa: redditività, flussi di cassa, rischio, capitale investito e vantaggio competitivo.



Redditività e Flussi di Cassa Attesi

01

Redditività Futura Attesa

La capacità dell'azienda di generare redditi futuri è il principale driver del valore economico. L'approccio reddituale capitalizza i risultati attesi.

02

Flussi di Cassa

I flussi di cassa operativi rappresentano la base dell'approccio finanziario DCF. Misurano la reale capacità di generare liquidità.



Rischio e Capitale Investito Altre determinanti del valore

Oltre alla redditività, il valore aziendale dipende dal profilo di rischio, dalla struttura del capitale e dalla qualità del management.

- » Rischio e incertezza del business
- » Capitale investito e struttura finanziaria
- » Vantaggio competitivo e management



Vantaggio Competitivo e Qualità Manageriale

01

Sostenibilità del Vantaggio Competitivo

La durata e la sostenibilità del vantaggio competitivo determinano la capacità dell'azienda di generare rendimenti superiori nel lungo periodo.

02

Ruolo del Management

Il management di qualità è fondamentale per la creazione di valore: visione strategica, capacità decisionale e leadership influenzano direttamente i risultati aziendali.



Approcci metodologici



Panoramica degli Approcci di Valutazione



Quattro metodologie principali per stimare il valore economico di un'impresa, ciascuna con specifiche applicazioni e caratteristiche distintive.

01

Approccio Patrimoniale
Valutazione basata su attività
e passività

03

Approccio Finanziario (DCF)
Flussi di cassa attualizzati

02

Approccio Reddittuale
Capitalizzazione dei redditi
futuri attesi

04

Approccio di Mercato
Multipli e transazioni
comparabili



Approccio Patrimoniale



01

Valutazione basata su attività e passività

Determina il valore aziendale sommando il valore corrente di tutte le attività e sottraendo le passività. Metodo relativamente oggettivo e verificabile.

02

Applicazioni tipiche e limiti

Ideale per aziende asset-intensive o in liquidazione. **Limite:** non cattura il valore degli intangibili e della redditività futura.



Approccio Reddituale

L'approccio reddituale stima il valore d'azienda sulla base della sua capacità di generare redditi futuri, attualizzati ad un tasso appropriato.



Capitalizzazione dei Redditi



Metodo degli Utili Normalizzati



Preferibile per Aziende Stabili



Approccio Finanziario Discounted Cash Flow (DCF)

Il metodo DCF stima il valore aziendale attualizzando i flussi di cassa futuri attesi al loro valore presente, considerando il rischio e il costo del capitale.

- » Flussi di cassa attualizzati
- » Stima del tasso di sconto (WACC)
- » Proiezioni finanziarie e scenari



Approccio di Mercato Valutazione Comparativa

L'approccio di mercato stima il valore aziendale confrontando l'impresa con società simili quotate o transazioni recenti nel settore.

- » Multipli di Mercato (EV/EBITDA, P/E)
- » Transazioni Comparabili nel Settore
- » Vantaggi: Oggettività e Rapidità



Intangible Asset e Avviamento

Il ruolo degli asset immateriali nella determinazione del valore economico d'impresa: marchio, know-how, capitale umano e avviamento.



Il ruolo degli Intangible Asset

Gli asset immateriali rappresentano una componente fondamentale del valore aziendale, spesso superiore agli asset tangibili. La loro corretta identificazione e valutazione è cruciale per una stima accurata del valore economico complessivo dell'impresa.



Marchio e Reputazione Aziendale



Know-how e Capitale Umano



Avviamento (Goodwill) e Valutazione



Brevetti, Licenze e Proprietà Intellettuale

Criticità e Soggettività nella Valutazione

La valutazione aziendale richiede equilibrio tra rigore metodologico e giudizio professionale. Riconoscere le aree di soggettività è essenziale per una stima affidabile.

- » Discrezionalità Tecnica del Valutatore
- » Errori Comuni da Evitare
- » Importanza del Giudizio Professionale





IL PROBLEMA DELLA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO



Determinazione del Valore Aziendale

Il problema della valutazione del capitale economico è intrinsecamente connesso alla determinazione del valore complessivo dell'azienda.



Strumento Fondamentale

La valutazione rappresenta la strumentazione fondamentale utilizzata nell'ambito delle attività di corporate e investment banking.



Approccio Metodologico

Richiede un approccio rigoroso e metodologico per garantire una stima accurata del valore economico dell'impresa.

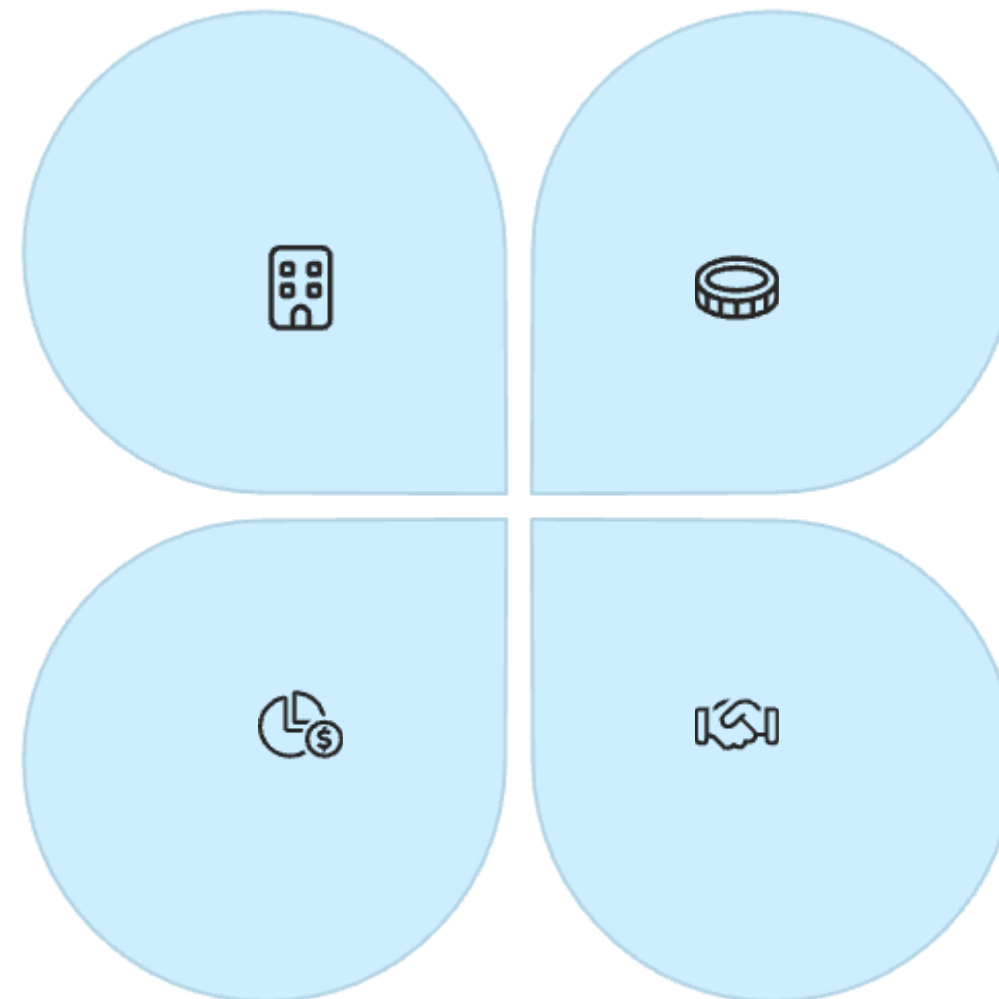
LE COMPONENTI DEL VALORE ECONOMICO

Patrimonio

Il valore dei beni materiali e immateriali che costituiscono l'azienda, valutati a valori correnti.

Sinergie

I potenziali benefici derivanti dall'integrazione con altre realtà aziendali o dall'ottimizzazione dei processi.



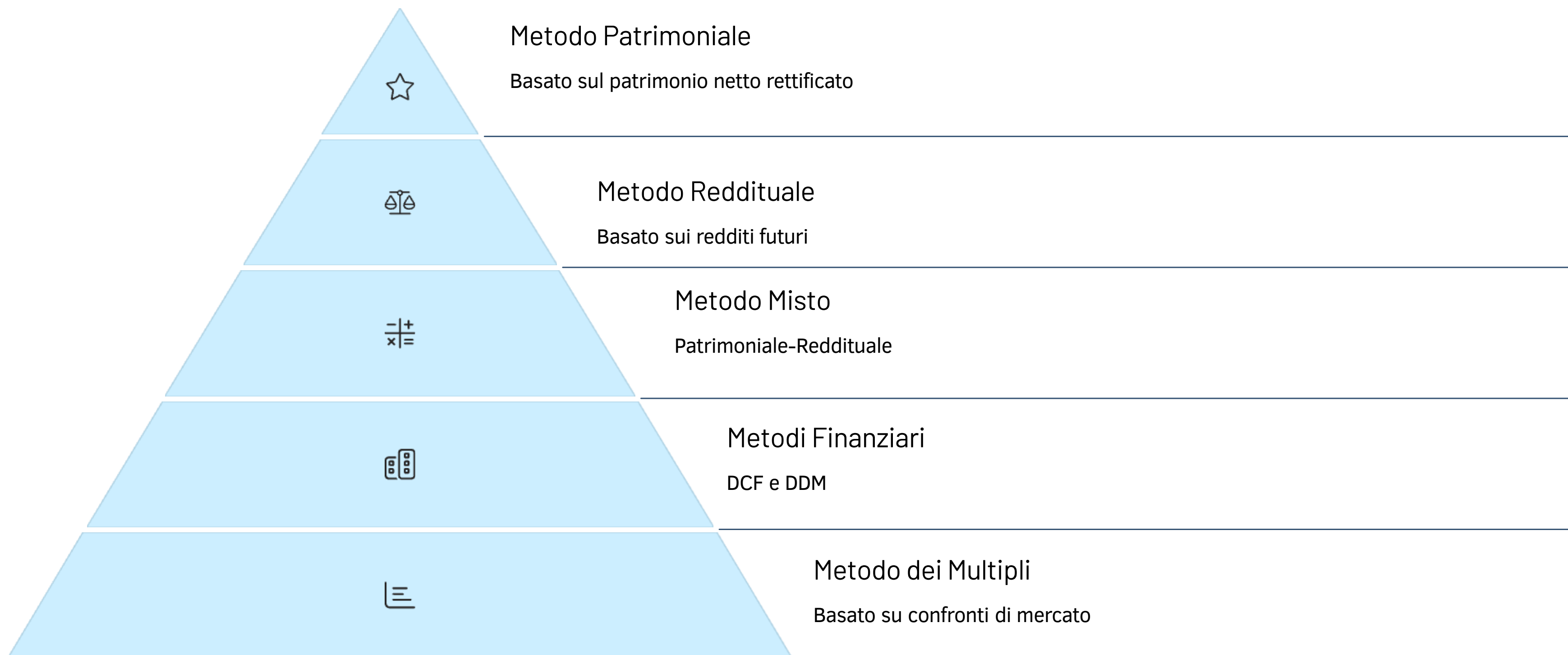
Redditività

La capacità dell'azienda di generare redditi futuri, elemento fondamentale per determinare il valore economico.

Avviamento

Il valore intangibile dell'azienda, che include reputazione, clientela, know-how e altri fattori non contabilizzati.

I METODI DI STIMA: PANORAMICA



Ogni metodo di valutazione offre una prospettiva diversa sul valore aziendale. La scelta del metodo più appropriato dipende dalle caratteristiche dell'azienda, dal settore di appartenenza e dallo scopo della valutazione.

IL METODO PATRIMONIALE: PRINCIPI FONDAMENTALI

Definizione del Valore Patrimoniale

Il valore patrimoniale del capitale è dato dalla somma dei valori correnti attribuibili ai componenti attivi e passivi dell'azienda.

Dati di Partenza

La valutazione utilizza i dati desumibili dal bilancio, il quale deve esprimere valori di funzionamento per essere una base affidabile.

Necessità di Rielaborazione

Il bilancio di esercizio esprime valori storico-attuali e deve pertanto essere rielaborato a valori correnti per una corretta valutazione.



RIPORTO DELL'ATTIVO A VALORI CORRENTI: IMMOBILIZZAZIONI



Immobilizzazioni Immateriali

- Elementi suscettibili di autonomo trasferimento (es. brevetti): valutati in base al plausibile valore di mercato
- Elementi non suscettibili di negoziazione (es. costi di impianto): può essere accettato il valore espresso dal bilancio, previa verifica del valore di funzionamento



Immobilizzazioni Materiali

- Per i beni nuovi: costo di riacquisto o di riproduzione
- Per i beni usati: valore corrente "in uso", che tiene conto del deprezzamento e della vita utile residua



RIPORTO A VALORI CORRENTI: LE RIMANENZE



Materie Prime

Valutate al costo corrente di riacquisto, che rappresenta quanto l'azienda dovrebbe spendere oggi per acquistare le stesse materie.



Prodotti in Corso di Lavorazione

Valutati al costo di produzione, tenendo conto degli "stati di avanzamento" per riflettere il valore aggiunto già incorporato.



Prodotti Finiti

Valutati al costo di produzione, eventualmente maggiorato dalla quota di utile ritraibile con la vendita.

RIPORTO A VALORI CORRENTI: I CREDITI



Verifica dell'esigibilità

Accertamento preliminare dell'effettiva possibilità di incasso



Valutazione crediti infruttiferi

Calcolo del valore attuale dei crediti in scadenza



Analisi dei tassi di interesse

Confronto tra tassi contrattuali e tassi di mercato

Per i crediti fruttiferi con tassi in linea con quelli di mercato, il valore corrente coincide con il valore nominale. Se il tasso di mercato è superiore al tasso sul credito, occorre ridurre il valore nominale considerando il differenziale dei tassi. Nel caso opposto, generalmente il valore corrente non viene incrementato ma si fa corrispondere al valore nominale del credito.

RIPORTO A VALORI CORRENTI: I TITOLI



Titoli a Reddito Fisso Quotati

- Prossimi alla scadenza: valore di rimborso
- Lontani dalla scadenza: prezzo corrente di borsa (o, prudenzialmente, prezzo medio trimestrale)



Titoli a Reddito Fisso Non Quotati

- Prossimi alla scadenza: valore di rimborso
- Lontani dalla scadenza con saggi in linea col mercato: valore di rimborso
- Lontani dalla scadenza con saggi non in linea: valore di rimborso rettificato in base al differenziale tra i tassi





RIPORTO A VALORI CORRENTI: LE PARTECIPAZIONI

Partecipazioni di Controllo

Il valore corrente è espressione del valore economico della società partecipata, determinato con metodi di valutazione appropriati.



Partecipazioni Non di Controllo Non Quotate

Valutate in base al valore del patrimonio netto rettificato della società partecipata.



Partecipazioni Non di Controllo Quotate

Valutate al prezzo di mercato, che riflette il valore attribuito dal mercato azionario.

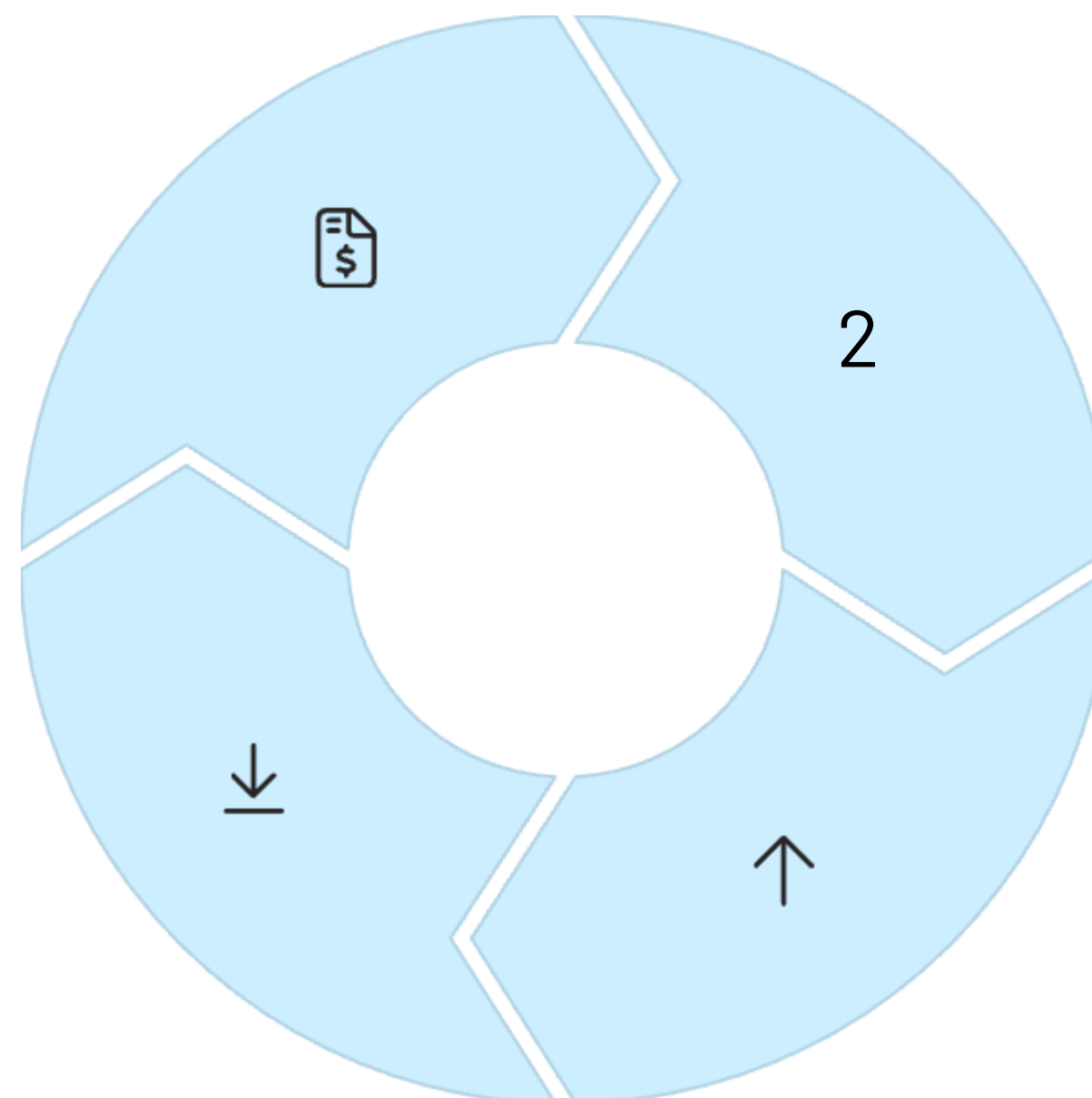
RIPORTO A VALORI CORRENTI: I DEBITI

Debiti non onerosi

Il valore viene decurtato attualizzando il valore nominale al tasso di interesse di mercato

Debiti con tasso $>$ mercato

Decurtazione attualizzando al tasso di interesse di mercato



Debiti onerosi con tassi in linea

Il valore corrente coincide con il valore nominale

Debiti con tasso $<$ mercato

Rettifica in aumento con capitalizzazione pari al differenziale dei tassi

DETERMINAZIONE DEL VALORE REDDITUALE

Principio Fondamentale

Il valore reddituale si basa sulla capacità dell'azienda di produrre redditi futuri, utilizzando il procedimento di attualizzazione del reddito medio presunto futuro.

Formula Base

$W = R \times a(n-i)$ dove $a(n-i)$ rappresenta il coefficiente di attualizzazione per n anni al tasso i . Per durata difficilmente determinabile, si può ipotizzare $W = R/i$.

Tasso Equo di Redditività

Rappresenta il tasso utilizzato per attualizzare i redditi futuri, tenendo conto sia del rendimento privo di rischio che del premio per il rischio specifico.



LA DETERMINAZIONE DEL REDDITO PROSPETTICO

Analisi dei Redditi Passati

Considerazione del reddito prodotto negli ultimi anni per rafforzare il grado di attendibilità della stima.

Normalizzazione del Reddito

Depurazione delle componenti straordinarie e non ripetibili per ottenere un valore rappresentativo della capacità reddituale ordinaria.

Definizione del Reddito Prospettico

Calcolo basato sui redditi normalizzati, generalmente attraverso una media aritmetica semplice o ponderata.



SCELTA DEL TASSO EQUO DI REDDITIVITÀ

Componenti del Tasso

Il tasso equo di redditività (i) è formato da due componenti principali: $i = a + b$

- Tasso puro (Risk Free Rate): compenso per l'impiego del capitale in attività "a rischio zero"
- Premio per il rischio: compenso per il rischio connesso all'investimento in settori specifici

Metodologia CAPM

Il premio per il rischio tiene conto del premio per il rischio generale di mercato (PrM) e del coefficiente β espressivo della specifica rischiosità dell'impresa: $b = PrM \times \beta$

Alcuni autori individuano il tasso in funzione della redditività richiesta (es. ROE medio del settore) o con il procedimento "price-earning".



FOCUS 1: LA STIMA DEL BETA



Definizione del Beta

Il beta (β) è il coefficiente che misura la variazione di un titolo rispetto al mercato, segnalando la rischiosità specifica del titolo o dell'impresa.



Modalità di Calcolo

Il β è espresso come rapporto tra la covarianza dei rendimenti del titolo considerato e del portafoglio di mercato, e la varianza dei rendimenti di mercato.



Interpretazione

La covarianza definisce la dipendenza delle variabili, misurando quanto varino assieme, mentre la varianza misura lo scostamento di una variabile rispetto alla media.

Calcolo del Beta: Un Esempio Pratico

Data	Rendimento Mercato	Rendimento Fiat
02/01/12	10%	5%
03/01/12	12%	2,00%
04/01/12	14%	7%
07/01/12	16%	-1%
08/01/12	-15%	3%
09/01/12	-3%	5,00%

In questo esempio, calcoliamo il beta per il titolo Fiat confrontando i suoi rendimenti con quelli del comparto Automotive. Il calcolo richiede la determinazione della covarianza tra i rendimenti di Fiat e del mercato, e della varianza dei rendimenti di mercato.

Calcolo della Varianza del Mercato

Formula della Covarianza (Fiat/mercato)

$$\text{Cov}(x, y) = \sigma_{x,y} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \mu_x)(y_i - \mu_y)$$

Data	Mercato	Fiat	$R_{Fiat} - \mu_{Fiat}$	$R_{Mercato} - \mu_{Mercato}$	Prodotto
02/01/12	10%	5%	+1,50%	+4,33%	0,065%
03/01/12	12%	2%	-1,50%	+6,33%	-0,095%
04/01/12	14%	7%	+3,50%	+8,33%	0,292%
07/01/12	16%	-1%	-4,50%	+10,33%	-0,465%
08/01/12	-15%	3%	-0,50%	-20,67%	0,103%
09/01/12	-3%	5%	+1,50%	-8,67%	-0,130%

CALCOLO DELLA COVARIANZA

5,67%

Media Rendimento Mercato

Valore medio dei rendimenti del comparto Automotive

3,50%

Media Rendimento Fiat

Valore medio dei rendimenti del titolo Fiat

-0,23%

Sommatoria Prodotti

Somma dei prodotti delle deviazioni dalla media

-0,000383

Covarianza

Risultato finale della covarianza Fiat/Mercato

La covarianza si calcola come la media dei prodotti delle deviazioni dei rendimenti dalle rispettive medie. Un valore negativo indica che i rendimenti tendono a muoversi in direzioni opposte.



OTTENIMENTO E INTERPRETAZIONE DEL BETA

Formula del Beta

$$\beta = \text{Covarianza (Fiat/Mercato)} / \text{Varianza (Mercato)}$$

Calcolo Numerico

$$\beta = -0,000383333 / 0,01228889 = -0,031193487 \approx -0,0312$$

Interpretazione

Il beta è negativo ma ha un valore piuttosto basso. Se il coefficiente è negativo, il titolo si muove in direzione opposta a quella del mercato. Tuttavia, la volatilità in questo caso è piuttosto limitata.

METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE

Definizione

È un metodo complesso basato su due serie complementari di conoscenze: la prima deve condurre al valore del patrimonio netto e la seconda all'eventuale avviamento.

Questo approccio integra i vantaggi del metodo patrimoniale (oggettività) con quelli del metodo reddituale (prospettiva futura), offrendo una visione più completa del valore aziendale.



METODI FINANZIARI: DCF E

DDM



Discount Cash Flow (DCF)

Basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri che l'azienda è in grado di generare



Analisi Previsionale

Richiede una dettagliata previsione dei flussi di cassa per un periodo esplicito



Terminal Value

Calcolo del valore terminale per i flussi oltre il periodo di previsione esplicita

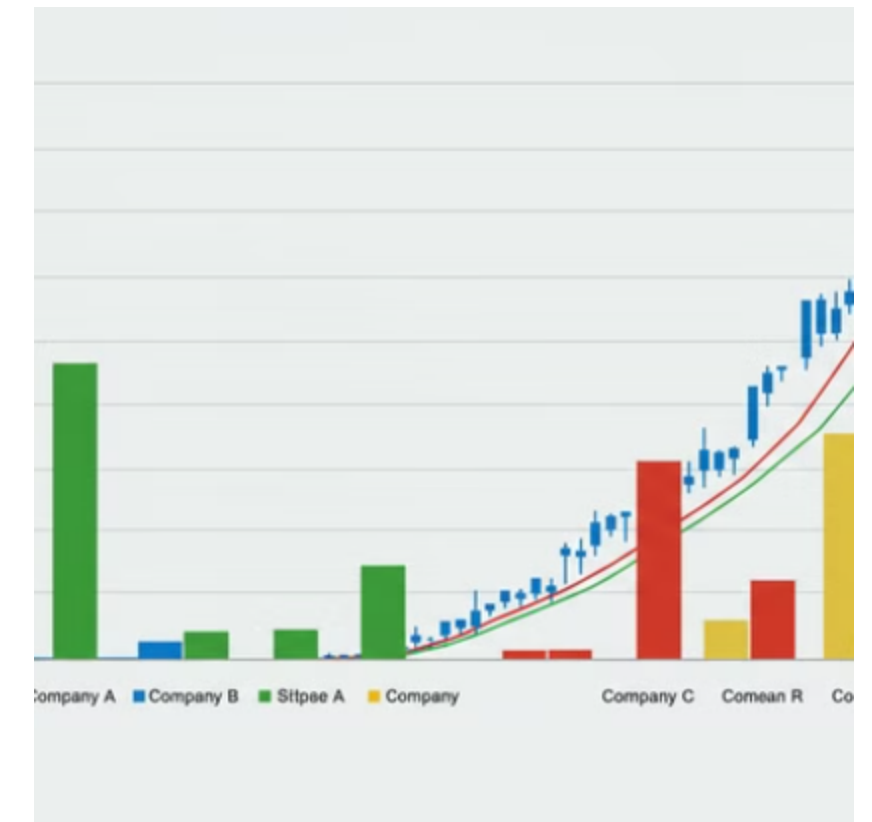
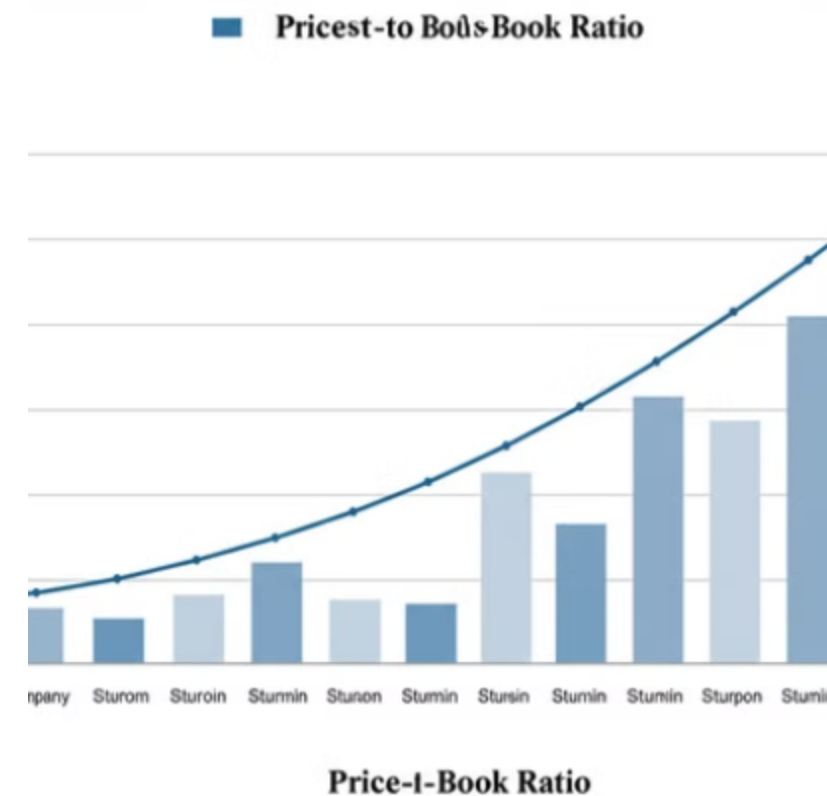
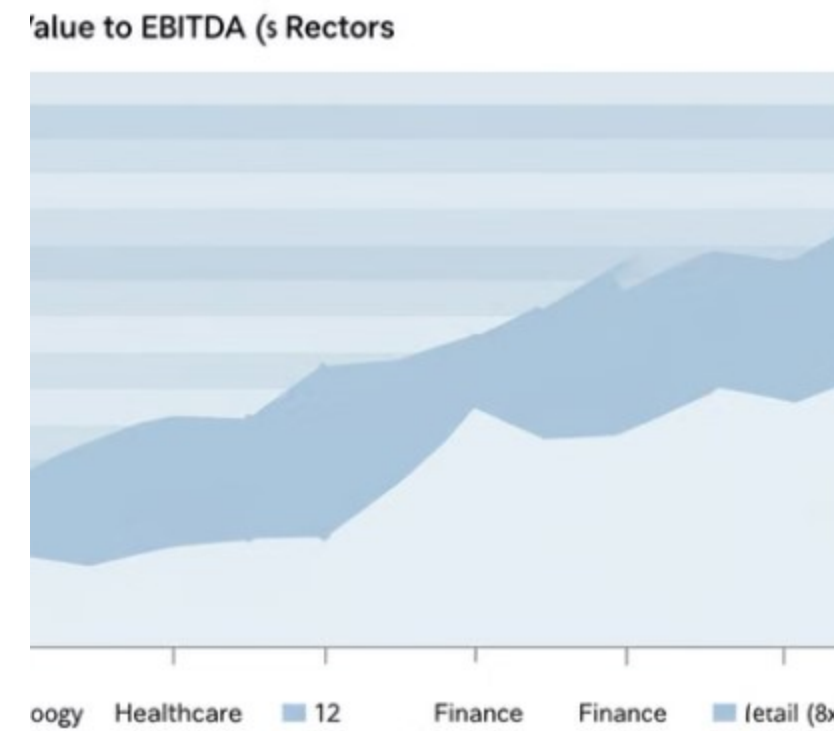
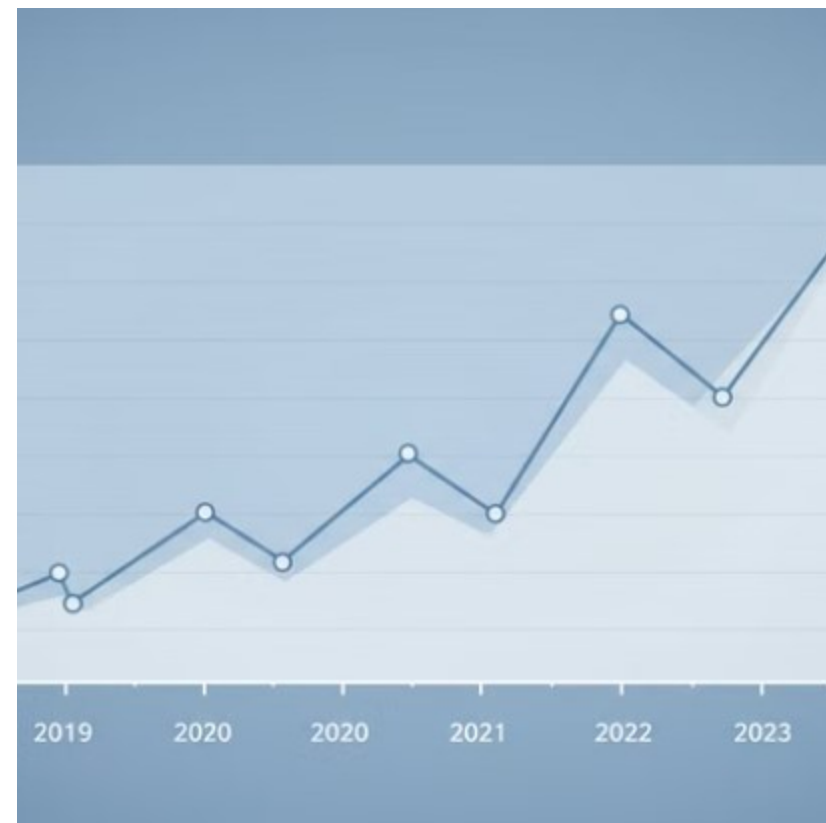


Dividend Discount Model (DDM)

Basato sull'attualizzazione dei dividendi futuri attesi



METODO DEI MULTIPLI: PRINCIPI E APPLICAZIONI



Il metodo dei multipli si basa sul confronto tra l'azienda da valutare e aziende comparabili quotate o oggetto di recenti transazioni. I multipli più utilizzati includono il P/E (Price/Earnings), EV/EBITDA (Enterprise Value/EBITDA), P/BV (Price/Book Value) e altri rapporti significativi che permettono di determinare il valore relativo dell'azienda.

VANTAGGI E LIMITI DEI DIVERSI METODI DI VALUTAZIONE



Metodo Patrimoniale

Vantaggi: Oggettività e verificabilità dei valori, basati su dati contabili rettificati. Limiti: Non considera la capacità di generare redditi futuri e il valore dell'avviamento.



Metodo Reddituale

Vantaggi: Considera la capacità dell'azienda di generare redditi futuri. Limiti: Soggettività nelle previsioni e nella determinazione del tasso di attualizzazione.



Metodo Misto

Vantaggi: Integra l'oggettività del metodo patrimoniale con la prospettiva futura del metodo reddituale. Limiti: Complessità di applicazione e possibili duplicazioni nella valutazione.



CASI DI STUDIO E APPLICAZIONI PRATICHE



Fusioni e Acquisizioni

Determinazione del valore di scambio tra le aziende coinvolte, utilizzando principalmente metodi misti e finanziari per catturare sia il valore attuale che le potenziali sinergie.



Ingresso di Nuovi Soci

Valutazione della quota da cedere, spesso basata su metodi patrimoniali per garantire oggettività e trasparenza nella determinazione del prezzo.



Quotazione in Borsa

Determinazione del prezzo di collocamento, utilizzando principalmente metodi dei multipli e DCF per allinearsi alle valutazioni di mercato.



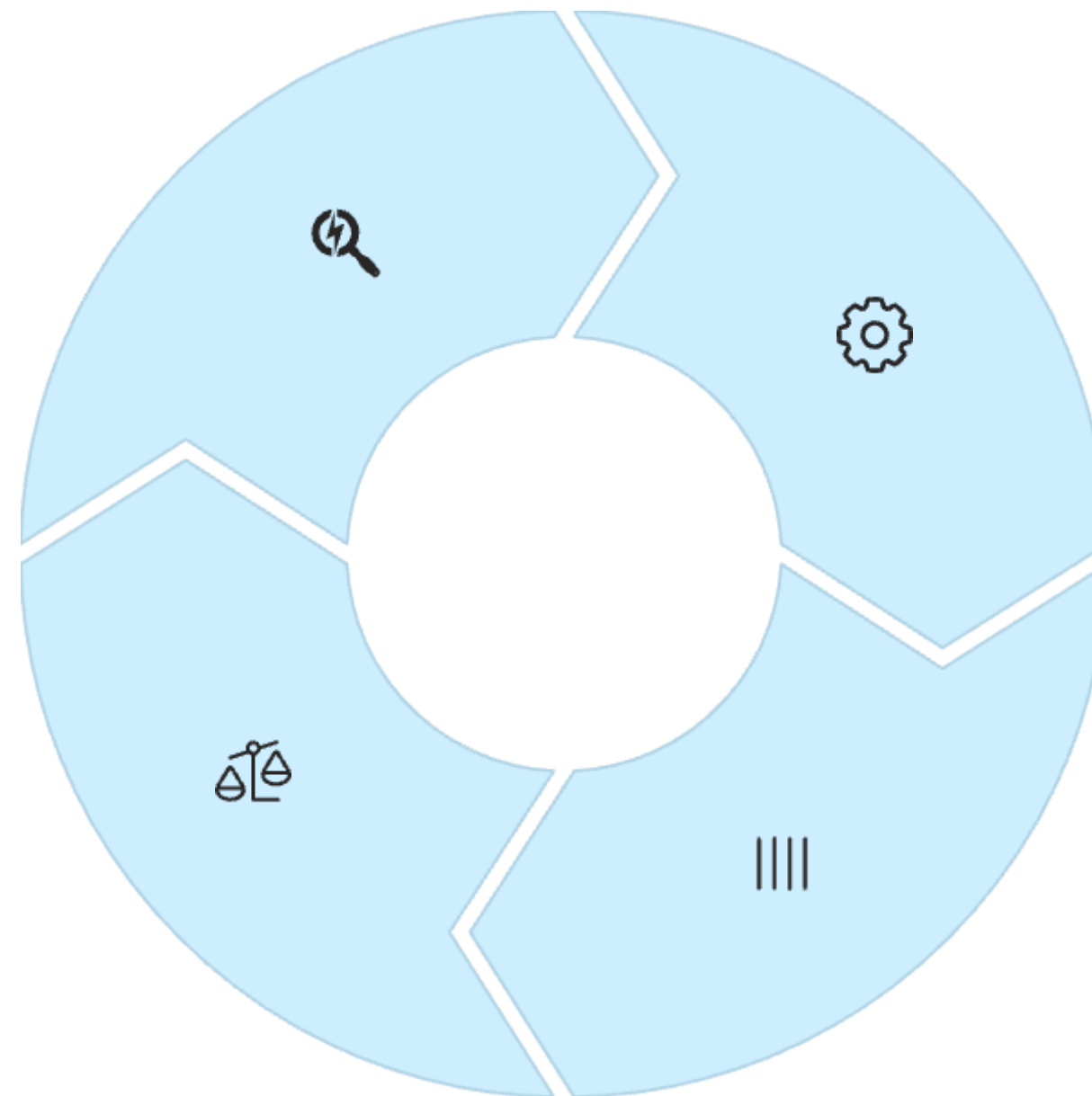
Contenziosi e Arbitrati

Valutazioni indipendenti in caso di dispute, dove l'oggettività del metodo patrimoniale spesso si combina con altri approcci per una stima equilibrata.

CONCLUSIONI E CONSIDERAZIONI FINALI

Analisi preliminare
Comprensione del contesto e dello scopo della valutazione

Verifica e confronto
Validazione dei risultati con metodi alternativi



Scelta del metodo
Selezione dell'approccio più adatto alle caratteristiche dell'azienda

Applicazione rigorosa
Implementazione metodologica e calcoli accurati

La valutazione d'azienda è un processo complesso che richiede competenze multidisciplinari e un approccio metodologico rigoroso. La scelta del metodo più appropriato dipende dalle caratteristiche dell'azienda, dal settore di appartenenza e dallo scopo della valutazione. È spesso consigliabile utilizzare più metodi in parallelo per ottenere una stima più robusta e affidabile.