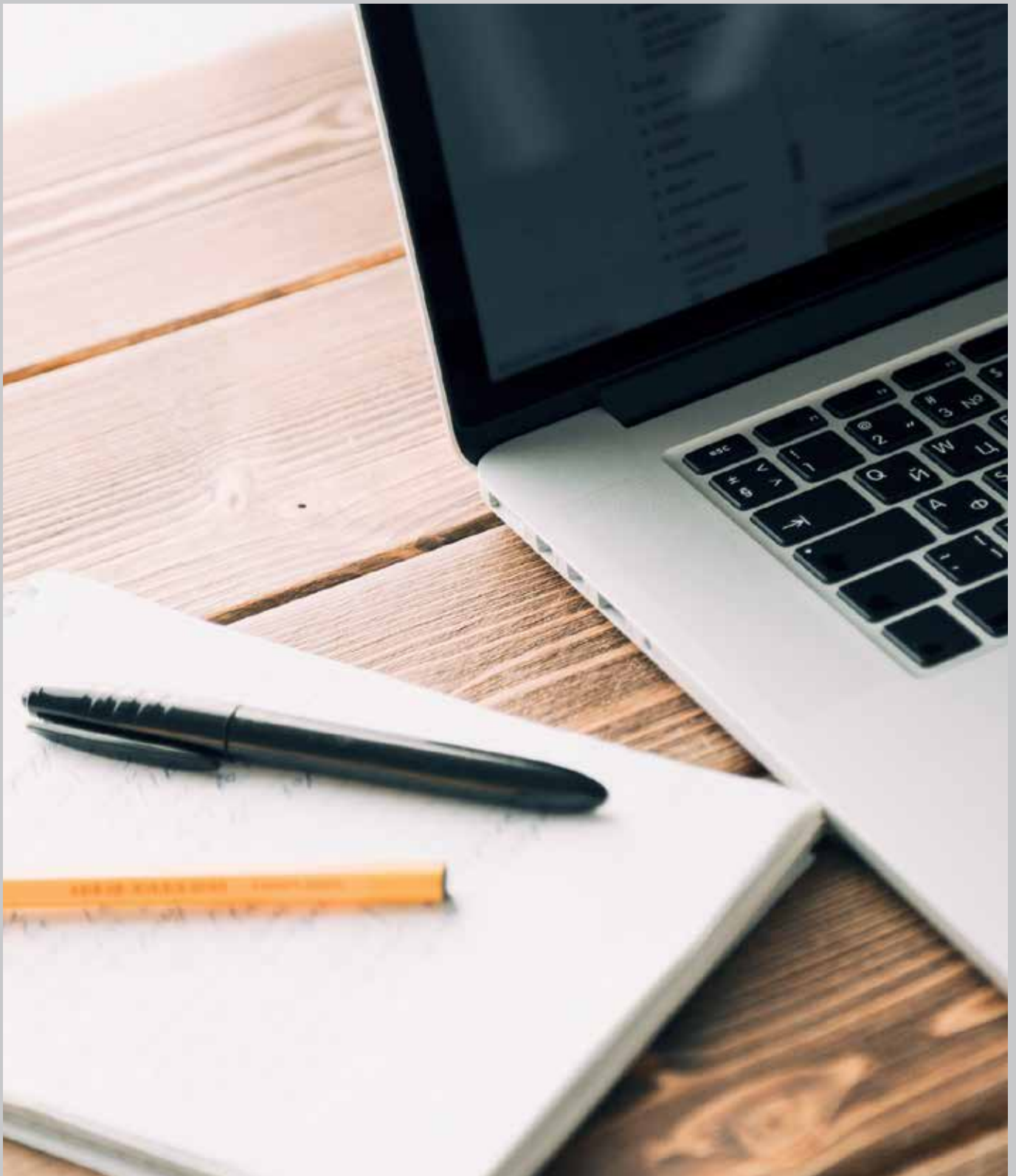


Dalla percezione individuale alle metodologie di misurazione oggettive, per il successo professionale

2

8





### Antonio Pelliccia

Da vent'anni docente in Economia ed Organizzazione Aziendale – Università Cattolica del Sacro Cuore di Roma Agostino Gemelli e presso l'Università Vita e Salute, Ospedale S. Raffaele di Milano. Economista e consulente di direzione per le strategie di impresa e per la gestione strategica delle risorse umane. Già docente presso il Master di secondo livello in Dermoplastica presso l'Università di Roma Tor Vergata facoltà di Medicina e Chirurgia; docente di Marketing e fondatore della Continuing Management Education(CME); docente al Master di Gestione della Professione Odontoiatrica presso l'Università di Brescia; docente al Corso di Laser chirurgia presso l'Università di Firenze; docente al Master sulle tecnologie laser Università di Parma; docente al *Corso di Perfezionamento in "Odontologia Forense"* Dip. Anatomia, Istologia e Medicina Legale Università di Firenze; docente al corso di "Economia sanitaria per le libere professioni mediche" presso l'Università di Roma Tor Vergata, Facoltà di Economia e Commercio Istituto di Economia Aziendale Studi sull'Impresa; docente al Master dello Sport Università IULM per l'area Marketing; docente di Economia aziendale al Master di Diritto Commerciale Università Sapienza, facoltà di Giurisprudenza. Academy Member International AMA (American Marketing Association). Alcuni recenti incarichi istituzionali nel settore odontoiatrico: Consulente Nazionale ANDI (Associazione Nazionale Dentisti Italiani). Relatore e formatore per FIMP (Federazione Italiana Medici Pediatri) regionale Lombardia e Nazionale, sui temi della comunicazione dialogica in pediatria e dei processi gestionali ed organizzativi della professione. Economista per il Commissariato del Governo nella Regione Lombardia (Presidenza del Consiglio dei Ministri). Relatore e consulente per AIDA (Associazione Italiana Dermatologi Ambulatoriali). Consulente e relatore per la SIDO (Società Italiana di Ortodonzia). Consulente e Manager di aziende dell'area farmaceutica e tecnologica. *Opinion leader relatore* per il management sanitario nelle seguenti aree di riferimento: Odontoiatria, Pediatria, Dermatologia, Chirurgia estetica, Medicina Generale.

Fondatore della Casa Editrice Arianto srl. ([www.arianto.it](http://www.arianto.it)), Società di Consulenza di Management in Sanità, con specializzazione nel settore odontoiatrico, dermatologico e pediatrico, attualmente con un data base di più di 24.000 medici iscritti alla rivista Mediamix ed alla Newsletter Arianto. Direttore responsabile, iscritto all'Albo Speciale dell'Ordine dei Giornalisti di Milano, del periodico di gestione della professione medica "Mediamix" edito da Arianto srl. Autore di articoli tecnici e divulgativi di Economia Sanitaria per "Il Sole 24 Ore" e per "Il Sole 24 Ore Sanità". Autore con più di 270 pubblicazioni di "economia e gestione sanitaria" sulle principali riviste specializzate dei settori di riferimento. Componente del Board Scientifico della rivista di Cosmetologia Chirurgica "Kosmè" edita da UTET spa. Componente del Board Scientifico della rivista di Odontoiatria Generale "DentalClinic" edita da Formas srl. Componente del Board Scientifico di riviste internazionali di Odontoiatria "Dental Tribune International". Srl. Ha in attivo più di 480 interventi in corsi e congressi di rilievo nazionale ed internazionale. Relatore presso: IDS -International World Exhibition Fair Cologne -Germany; Dental Salon Krasnoyarsk - Russia; Istanbul - Turkey; Univerzita Karlova Praha - Czech Republic. Da circa ventidue anni relatore sui temi del Marketing, del Management e della Gestione delle Risorse Umane, con più di 500 corsi e congressi svolti nelle aree sanitarie di riferimento. Ha pubblicato più di 250 articoli di economia e marketing sanitario. Autore di testi "best seller" del management in odontoiatria: "Management Odontoiatrico", "Segreteria Odontoiatrica", "Marketing Odontoiatrico", "Tu e il Management vol.1" dell'omonima collana.

### 8 articoli che diventano interattivi sul sito

Con lo spirito collaborativo di chi è da 26 anni al fianco dei dentisti italiani grazie a tutti questi anni di consulenze sul campo, all'interno di centinaia di studi, così diversi l'uno dall'altro ed onorato di essere al fianco di una grande Associazione come ANDI, che ho accettato di pubblicare 8 articoli sul Management: "Dalla percezione individuale alle metodologie di misurazione oggettive per il successo professionale".

L'obiettivo è quello di fornire ai liberi professionisti una corretta formazione imprenditoriale competente, dai principi etici, attraverso modelli pratici, misurabili e soprattutto applicabili da tutti, pratici sul campo. Una raccolta di articoli che possano essere un valido supporto alle decisioni che ogni dentista oggi deve affrontare. Un corso a dispense ma con una modalità interattiva, che si può approfondire online, in base alle singole esigenze, sul sito o partecipando fisicamente alla vita associativa. Un cambiamento concreto nella formazione manageriale, graduale, misurabile, competente.

## LA VALUTAZIONE DELLO STUDIO DENTISTICO E L'AVVIAMENTO

Alcuni di voi, leggendo questo articolo, potrebbero valutarlo di difficile lettura. Non bisogna lasciarsi influenzare dall'esistenza delle formule, perché là dove ci sono formule ci sono soluzioni! Vanno poi sempre preferiti articoli specialistici, approfonditi in misura della serietà dell'argomento e del rigore delle risposte. Comunque la finalità di questi articoli è anche quella di creare con il lettore un canale di comunicazione diretto. Per chi avesse necessità di approfondimento, sono sempre disponibile.

Acquistare uno studio dentistico può essere un ottimo investimento, ma deve essere valutato bene. Certamente è avvantaggiato quel collega che già svolge consulenza presso lo studio che successivamente acquisterà, conoscendo dall'interno un "valore" professionale ed avendo già costruito una relazione con i pazienti che in futuro saranno propri. Se analizziamo il mercato odontoiatrico, come economista, verso la fine degli "anni ottanta", osservavo gli scenari determinati dall'aumento della concorrenza, dal crescente numero di esercenti, dalla particolare congiuntura economica nazionale, dalla diminuzione della domanda di cura e soprattutto, considerando le normative che in Europa i governi stavano promulgando, avevo previsto la necessità che il medico diventasse "imprenditore." Certamente una figura particolare di imprenditore, che non si preoccupasse esclusivamente del profitto, se generato a discapito dei clienti/pazienti, ma che comunque sapesse valutare e governare la propria gestione, che si intendesse di "management" e di qualità, sia reale che percepita. Scrivevo allora già sulle principali riviste di medicina, e tra queste quelle di odontoiatria, che era giunto il momento di cominciare a studiare i meccanismi professionali di organizzazione riferiti alle risorse economiche, umane e di mercato.

Adesso siamo nel 2018 e ciò che avevo previsto e scritto nei miei articoli e libri, oggi sono diventate verità incontrovertibili, a tal punto che perfino il legislatore le ha sancite come norme nel corso dei differenti e divergenti governi che si sono avvicendati. Spesso questi principi

di mercato sono stati anche giudicati dal Diritto, dalla Giurisprudenza, dall'Economia e dal Mercato. Sappiamo ormai tutti che il dentista è equiparato ad un imprenditore, di fatto ed anche di diritto e che ha un "rischio di impresa", una marginalità di profitto determinata qualitativamente e quantitativamente dalla sua capacità di gestione economica, fiscale e finanziaria. Sappiamo che il dentista può avvalersi di manager o di segretarie sempre più competenti e che deve saper gestire e motivare le "risorse umane", che deve fare i conti con la propria organizzazione e che il "management" non è solo una parola che va di moda... ma la migliore soluzione possibile per non sperare nel futuro ma per programmarlo e misurarlo.

Nello specifico, infatti, molti dentisti hanno cominciato a verificare i risultati delle discipline economiche e delle scienze della comunicazione ed oggi sono esempio e Case History credibili. Hanno iniziato a verificare le proprie "fonti", spesso autorevoli, sulla formazione manageriale, ottenendo maggiore sicurezza nel prendere le decisioni giuste. Il "valore aggiunto" e i concetti del libero mercato sono realistiche valutazioni oggettive e non più solo teorici dibattiti alimentati dal "sentito dire". Sull'autorevole quotidiano di economia "Il Sole 24 Ore Sanità" ho scritto più volte articoli sulla gestione dei costi dell'attività odontoiatrica e sulla mia avversione alla pubblicità commerciale, mentre ho espresso opinioni favorevoli verso il Management ed il Marketing dalle radici etiche. Molti dentisti ne hanno fatto tesoro, iniziando ad applicare un seppur semplice ma efficace "controllo di gestione" ed oggi ciò che conta sono i risultati, il successo nella loro professione.

Questa premessa per introdurre storicamente l'argomento di questo articolo, che da anni è frutto di diverse disquisizioni: la VALUTAZIONE DELLO STUDIO DENTISTICO. Questo tema interessa indistintamente chi acquista e chi vende uno studio odontoiatrico, e in questi anni molte cose sono realmente cambiate nella gestione economica, giuridica e soprattutto fiscale per gli studi odontoiatrici. In particolare è considerato "fiscalmente rilevante" l'**avviamento**. L'avviamento è concettualmente il valore della cessione di un'azienda (nella fattispecie lo studio dentistico). Ma come si determina un avviamento? Cos'è realmente?

**In un recentissimo passato** era perfino vietato parlare di avviamento nella libera professione (vietato per legge) mentre per determinarne il valore nelle società da sempre si aprivano diverse discussioni tra esperti. Esistevano varie scuole di pensiero e diverse metodologie che venivano applicate all'atto della contrattazione per la compravendita di un'attività medica privata. Si finiva spesso però con il considerare solo il valore dei beni (qualche volta ponderato da una idea di fatturato degli ultimi anni) e si procedeva a "liquidare" il collega affermando che i pazienti non erano garantiti e quindi non quantificabile il valore perché non vi era certezza che avrebbero scelto di restare in quello studio una volta che il titolare avesse venduto. Questo è parzialmente vero, almeno in via teorica, come l'esatto contrario. Entrambi i ragionamenti sono sillogismi sostenuti da scuola retorica.

**Oggi serve un metodo**, perché la normativa attuale considera "rilevante" la vendita e l'acquisto di un'attività, anche nella libera professione e non solo nelle società di capitali.

Significa che chi vende lo studio cede di diritto un'attività di impresa e pertanto realizza un profitto, sul quale semplicemente deve pagare le imposte. Non voglio entrare nel merito di una simile scelta valutativa sul piano normativo né se questa sia una legge giusta o meno, il mio ruolo è solo quello di fornire gli strumenti utili ai lettori per gestire il problema e quindi comunicare quello che "ad oggi" sia opportuno fare.

Non spaventatevi dalle formule che saranno presenti in questo articolo, ho voluto comunicarvele perché ritengo possiate conservare questo inserto negli anni professionalmente ed utilizzarlo tecnicamente, se ne aveste necessità. Le formule di matematica finanziaria sono ostiche anche agli addetti ai lavori, credetemi, ma dovevo inserirle per dare un senso scientifico ed un'utilità pratica a questa dispensa nel tempo. Credo di aver fatto bene e nel vostro interesse. In ogni caso dove ci sono formule ci sono soluzioni... basta inserire i valori! Soffermatevi quindi sul testo, che invece ho modulato per renderlo il più accessibile a tutti. Sono comunque sempre qui, per rispondere alle **domande dei soci ANDI**.

Un po' di cultura generale, quindi, sui **diversi metodi di valutazione**, non farà male per conoscere quale sarà il migliore. Sulla base di questo metodo potrete identificare il processo decisionale che rappresenti maggiormente i valori e le caratteristiche dello studio odontoiatrico che volete vendere o acquistare.

### Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come valore di ricostituzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale. Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione. Le problematiche e le caratteristiche del metodo patrimoniale sono che considera il patrimonio netto e quindi i vari elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio. Quindi la valutazione od il processo di stima operata con il metodo patrimoniale potrebbe essere definita:

- **ANALITICA**, cioè riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale;
- **A VALORI CORRENTI**, cioè fa riferimento a "valori" di mercato in essere alla data della valutazione;
- **DI SOSTITUZIONE**, perché l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi

L'"oggettività" del metodo patrimoniale sta nel fatto che la valutazione dell'azienda è meno soggettiva di quella ottenuta con altri metodi: minore è sia il

numero di ipotesi da assumere, sia le competenze soggettive per la valutazione e non si deve procedere alla valutazione dei flussi di reddito o di cassa; si riduce di conseguenza l'incertezza sul risultato del processo di valutazione. È un metodo talvolta usato per situazioni con forte patrimonializzazione, cioè aventi un elevato ammontare di attività immobilizzate (es. holding pure, società immobiliari...). È controverso se valutare, alla stessa stregua degli elementi patrimoniali inerenti la gestione caratteristica dello studio, anche le voci riguardanti i cosiddetti beni "accessori", beni estranei all'attività economica tipica dell'azienda (autorizzazioni amministrative speciali, immobili civili, terreni edificabili, partecipazioni non di controllo, licenze e brevetti, posizionamento sul mercato, etc.). In dottrina si ritiene che i beni accessori debbano essere valutati separatamente seguendo il cosiddetto criterio di realizzo o di liquidazione.

Il metodo patrimoniale ha due evidenti limiti:

1. Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici (rivalutati), ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa. Significa che elementi come il mercato di riferimento, la permanenza o meno dello stesso personale dipendente, l'anzianità del nome sul mercato e la sua reputazione, etc., non verranno presi in considerazione, né direttamente valutati.
2. Si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e in funzionamento.

### Metodo patrimoniale semplice

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto. Rende attuale ed aggiornato il valore relativo al patrimonio dell'azienda, dove:

$$V = K$$

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

- Per gli elementi che compongono l'attivo patrimoniale destinati allo scambio o risultanti da precedenti scambi, il criterio preso a riferimento è quello del Valore di presumibile realizzo;
- Per le immobilizzazioni strumentali, il criterio preso a riferimento è quello del Valore di sostituzione;
- Gli elementi che compongono il passivo patrimoniale vengono invece valutati con il criterio del Valore di presunta estinzione.

### Metodo patrimoniale complesso (primo grado = risorse intangibili separabili)

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda/studio dentistico rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse "intangibili" anche se non iscritte a bilancio (purché "separabili")

$$V = K + I$$

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

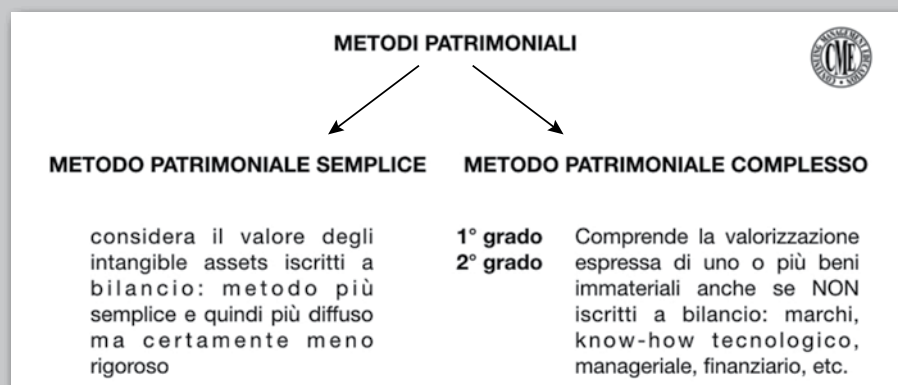
I= valore degli elementi immateriali

Ogni bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche:

- Deve originare utilità differite nel tempo;
- Deve essere trasferibile;
- Deve essere misurabile.

### Metodo patrimoniale complesso (secondo grado = risorse intangibili non separabili)

Come per il caso offerente del primo grado, nel secondo grado si quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse "intangibili" anche se non iscritte a bilancio (non separabili).



$$V = K + I$$

dove:

V = valore dell'azienda

K = valore patrimoniale rettificato

I = valore degli elementi immateriali

Sono valorizzati anche intangibili non "separabili"

**Documentazione di base necessaria:**

- Ultimo bilancio
- Relazione sulla gestione
- Relazione Soggetto incaricato del controllo contabile
- Perizie di stima dei singoli cespiti (se disponibili o se appositamente richieste)
- Business plan e documenti strategici

**Verifiche:**

- Contabilizzazione di tutte le attività e le passività
- Rispondenze contabili con elementi documentali
- Valutazione dei crediti in base al valore di recupero
- Congruità dei fondi rischi ed oneri
- Attività/passività fuori bilancio

**Il metodo reddituale**

Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito. L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione:  $\text{Redditività} > \text{Valore}$ . Il valore dell'azienda viene determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi.

I metodi reddituali: la formula che lega V a R

- La formula matematica che consente di "riportare" al presente (o al momento della valutazione) una serie di flussi di reddito è quella della attualizzazione
- È peraltro possibile distinguere tre diverse formulazioni a seconda delle ipotesi effettuate in ordine al periodo di manifestazione dei flussi di reddito futuri:

1) Formula della rendita perpetua

R = Reddito medio atteso

i = tasso di attualizzazione

$$V = \frac{R}{i}$$

2) Formula della vita limitata

$$V = R \times a_{\overline{n}|i}$$

$$\downarrow$$

$$V = \frac{R}{1+i} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n}$$

3) Formula della vita limitata e del valore finale

VF = Valore finale

Vn = Fattore di attualizzazione

$$V = R \times a_{\overline{n}|i} + VF \times v^n$$

**N.B. Alternativamente, si può sostituire - nelle formule 2) e 3) - al reddito medio atteso la serie dei redditi attesi anno per anno (per n anni)**

Esempio di calcolo con **durata illimitata** della vita dell'azienda

Reddito medio prospettico = € 500.000

Tasso di attualizzazione = 10%

$$V = \frac{R}{i} = \frac{500.000}{0,10} = 5.000.000$$

Esempio di calcolo con orizzonte temporale limitato

Reddito medio prospettico = € 500.000

Tasso di attualizzazione = 10%

Orizzonte temporale = 20 anni

**Tipologie di metodi reddituali**

Il metodo reddituale semplice si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito "medio", "normale", "duraturo" (per aziende con vita futura limitata o illimitata).

$$V = R \times a_{\overline{n}|i} = R \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} = 500.000 \frac{(1+0,1)^{20} - 1}{0,1(1+0,1)^{20}}$$

$$V = 500.000 \frac{5,173}{0,67} \rightarrow V = 500.000 \times 8,55$$

$$\downarrow$$

$$= € 4.275.000$$

Il metodo reddituale complesso costituisce un'evoluzione del precedente.

**Il tasso di attualizzazione**

Attualizza, infatti, i flussi di reddito previsti anno per anno, fino al termine dell'orizzonte temporale del periodo esplicito di previsione, poi stima un VF (applicazione pressoché limitata alle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni). La metodologia più usata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come Capital Asset Pricing Model (CAPM), dove:

$$k_E = r_f + \beta [R_M - r_f]$$

PREMIO A RISCHIO

- **kE = Tasso di rendimento atteso del capitale di rischio (costo dell'equity, cioè del capitale proprio investito)**

- **r<sub>f</sub> = Tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio, parametro espressivo del rischio della società da valutare.**

- **β** è un parametro specifico di ogni singola azione che indica la relazione strutturale tra il rendimento del titolo con quello generale di mercato nello stesso periodo.

- **R<sub>M</sub> = rendimento medio espresso dal mercato azionario.**

### Ma quali sono i fattori che influenzano il tasso di rendimento atteso dall'investimento (Ke)?

I numeri sono importanti, ma poi ci sono le variabili....

Dobbiamo considerare due tipologie di fattori:

#### 1 Fattori esterni

- situazione generale dell'economia
- situazione economica generale del settore
- situazione concorrenziale del settore
- livelli di competizione - prospettive di
- andamento del settore

#### 2 Fattori interni (empirici)

- tipologia e dimensione dell'azienda
- efficienza dell'organizzazione produttiva aziendale
- efficienza della programmazione
- livello della ricerca
- efficienza dell'organizzazione commerciale
- flessibilità aziendale
- possibilità di ampliamento delle attività
- qualità del management
- grado di indebitamento
- mobilità finanziaria
- consistenza del capitale imm.to e circolante
- continuità degli utili nel tempo
- tipologia e qualità dei prodotti (e servizi)
- ampiezza della gamma dei prodotti
- grado di innovazione

#### I metodi misti patrimoniali-reddituali

cercano di tener conto contemporaneamente dell'**aspetto patrimoniale**, che introduce nella valutazione elementi di obiettività e verificabilità, e dell'**aspetto reddituale**, essenziale ai fini della determinazione del capitale economico. Tali metodi apportano una "correzione reddituale" al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della attività economica oggetto di stima di generare profitti in misura

tale da garantire la remunerazione del capitale investito. In pratica, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata "soddisfacente" per l'azienda/studio dentistico da valutare consente la quantificazione di un goodwill (badwill) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.

#### I metodi misti: limiti e problematiche applicative

I metodi misti, nati per risolvere le problematiche connesse all'applicazione dei metodi patrimoniali, da un lato, e reddituali, dall'altro, finiscono per "soffrire" dei limiti propri degli uni e degli altri e risentono della soggettività e dell'incertezza tipica dei metodi reddituali, risentono della mancanza di razionalità e scientificità tipica dei metodi patrimoniali. In particolare, la "correzione reddituale" introdotta da tali metodi non è certo sufficiente a permettere l'apprezzamento della capacità da parte dell'azienda oggetto di valutazione di produrre stabilmente flussi di reddito a disposizione.

#### Il metodo finanziario

I metodi finanziari sono generalmente ritenuti i più razionali ai fini della valutazione di una azienda, in quanto fanno propria la logica con cui vengono "prezate" le attività finanziarie sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima si presume possa generare negli esercizi futuri. Il pregio di tali metodi è quello di evidenziare la capacità dell'azienda oggetto di stima di mettere a disposizione degli investitori quei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità.

**L'efficace applicazione di tali metodi dipende dalla disponibilità e dalla attendibilità dei dati alla base della Analisi degli Indici di Performance (ne parlerò in un successivo articolo).**

#### Il metodo EVA (Economic Value Added)

Il Metodo Eva è un particolare criterio di

$$\left( \text{RENDIMENTO DEL CAPITALE INVESTITO OPERATIVO} - \text{COSTO DEL CAPITALE INVESTITO OPERATIVO} \right) > 0$$

↓

$$\text{EVA} > 0$$

determinazione e misura del valore che si fonda su due principi:

1. Il capitale di chi investe deve essere remunerato.
2. Un'azienda che produce utili contabili non necessariamente è in grado di creare valore economico per chi investe.

#### Ma attenzione, esistono anche i metodi empirici

Sono metodi che di basano su **transazioni comparabili** e sono stati utilizzati dai Fondi per acquistare Network odontoiatrici. I metodi empirici vengono solitamente utilizzati con finalità di controllo della valutazione effettuata con il metodo patrimoniale, reddituale, misto o finanziario (metodi principali). Alcuni autori suggeriscono di usarli come metodi principali per la stima di società non quotate di piccole e medie dimensioni (PMI Piccole Medie Imprese). In ogni caso, anche se di dubbia razionalità, i metodi empirici sono molto noti presso gli operatori. Sono estremamente semplici da applicare ed è possibile utilizzarli con una certa frequenza (anche nel breve periodo). I dati contabili ed economici che utilizzano sono spesso più attendibili (ed oggettivi) delle informazioni che sarebbero necessarie per l'applicazione di metodologie di valutazione più complesse. Esprimono valori "rappresentativi" in quanto derivanti direttamente dalle negoziazioni di azioni/ partecipazioni/società.

#### Transazioni comparabili

L'approccio delle **transazioni comparabili** stima il prezzo ragionevolmente ottenibile, prendendo come riferimento ac-

quisizioni effettivamente avvenute aventi per oggetto società simili.

Tecnica di calcolo:

- Si assume, per una diversa società/ partecipazione oggetto di acquisizione il cui prezzo è noto (P1), una variabile strettamente legata al suo valore (X1)
- Si costruisce il moltiplicatore  $P1 / X1$
- Per la società omogenea da valutare si suppone valida la medesima relazione.  $P1/X1 = P2/X2$
- Il valore ricercato diventa allora  $P2 = P1(X2/X1)$

$$P_1 : X_1 = P_2 : X_2$$

$$P_2 = P_1 \left( X_2 : X_1 \right)$$

I moltiplicatori più usati sono:

- $P/E = \text{Prezzo} / \text{Utili contabili}$
- $P/CF = \text{Prezzo} / \text{Flussi di cassa}$
- $P/S = \text{Prezzo} / \text{Ricavi}$
- $P/BV = \text{Prezzo} / \text{Valore di bilancio del patrimonio netto}$

### Società comparabili

L'approccio delle **società comparabili** si distingue da quello delle transazioni comparabili esclusivamente per il fatto che assume come benchmark società leader o rappresentative dello specifico target. Ai fini della scelta delle società comparabili, occorre tenere conto in modo particolare dei seguenti aspetti:

- l'appartenenza allo stesso territorio;
- la dimensione;
- i rischi finanziari;
- il trend storico e prospettico della redditività e delle quote di mercato;
- la diversificazione geografica;
- la reputazione e la riconoscibilità del marchio;
- il grado di integrazione verticale;
- l'abilità del management;
- la capacità di pagare dividendi;
- Giudizio finale di comparabilità/non comparabilità

10. giudizio finale di comparabilità/non comparabilità

Più in alto si collocano nel Conto Economico la misura degli indici di performance, meno esse risentono delle politiche direzionali seguite nella formazione del Bilancio ad esempio il MOL ed EBTDA non risentono della struttura finanziaria, fiscale e degli investimenti dell'azienda. (MOL = Margine Operativo Lordo) (EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization - utili prima degli interessi, delle imposte, del deprezzamento e degli ammortamenti).

### Il moltiplicatore P / E

È il moltiplicatore più noto ed utilizzato. L'indicatore di performance è l'utile netto. L'utile netto considerato non è necessariamente quello di bilancio, che spesso è rettificato per eliminare eventuali disomogeneità dei criteri contabili applicati dalle società confrontabili, rispetto a quelli seguiti dalle società oggetto di stima, o per eliminare elementi straordinari, eccezionali e non ricorrenti.

### Il moltiplicatore P / EBIT

Prescinde dalla struttura fiscale e finanziaria della società.

### Il moltiplicatore P / EBITDA

Il moltiplicatore consente la neutralizzazione delle differenti politiche di ammortamento adottate.

### Il moltiplicatore P / Sales

È un multiplo di facile applicazione, indipendente da politiche di bilancio. Relativamente stabile. Non incorpora però nessuna informazione riguardo alle politiche dei prezzi, all'efficienza produttiva, alle politiche di marketing ed all'efficacia della strategia aziendale. Il presupposto di applicazione è rappresentato dalla omogeneità dei margini tra società comparabili e società da valutare.

È evidente che prima di parlare di VALUTAZIONE DELLO STUDIO, occorre produrre ed analizzare una serie di documenti. Questa procedura di "trasparenza" è adottata sempre in tutte le attività di compravendita professionalmente gestite e tende a far comprendere la reale

portata di quello che si sta vendendo o acquistando. I documenti di base da esaminare e da discutere successivamente sono:

### Documenti per la valutazione dello studio

- bilancio degli ultimi tre anni di attività
- elenco delle prestazioni presenti nel listino
- listino
- organico dello studio con i collaboratori
- orari dello studio e delle persone inclusi i collaboratori
- breve relazione sulla situazione attuale e sugli obiettivi
- valore in euro delle cure effettuate e non ancora pagate dai pazienti
- valore in euro dei preventivi accettati nel corso degli ultimi sei mesi
- valore in euro del residuo non ancora pagato delle cure in corso
- valore in euro dei debiti dello studio e loro scadenza
- planimetria dello studio
- materiale utilizzato per la comunicazione con i pazienti (cartelle cliniche, schede informative,...)
- dato numerico approssimativo dei pazienti in elenco dello studio (quantità) negli ultimi tre anni
- dato numerico approssimativo dei pazienti in cura (quantità)
- accordi con collaboratori (percentuali, costi)
- ultime due dichiarazioni di reddito
- ultimo modello sugli studi di settore
- elenco dei crediti a breve concessi ai pazienti o a terzi.

Questi documenti, se letti in modo esperto, permettono una visione generale dell'attività sia sul piano economico ufficiale che sul sistema organizzativo di base e sulla qualità della gestione adottata. La qualità della gestione è importante, perché i pazienti si "fidelizzano" dove

trovano servizi e prestazioni adeguate assegnandovi una "Qualità Percepita": I 18 punti, di cui all'elenco precedente, riassumono i dati che possono essere messi in relazione tra loro e dall'esame di tutto il materiale percepire anche la qualità ed il valore della gestione che andrà anche esse trasferita. Possiamo capire meglio ad esempio quanti operatori sono stati necessari per realizzare i profitti dichiarati, quali costi fissi sono stati impiegati, quale è la capacità di incasso, il livello della clientela, la qualità della comunicazione, la redditività degli investimenti, la collocazione sul mercato dei prezzi di vendita, l'analisi della liquidità, etc... Questa prima analisi *qualitativa* apre la strada delle valutazioni oggettive e conduce a quella *quantitativa*. L'analisi successiva infatti deve tenere conto del valore determinato dall'insieme di tutte le attività. Ad esempio vanno considerate, se esistono eventualmente: concessioni, licenze, accreditamenti ...

### Avviamento

Il modello sotto riportato è uno strumento molto efficace per tale determinazione generale per il calcolo dell'avviamento. Si è seguita la metodologia dello "stato patrimoniale complesso", dove i valori sono stati integrati con il management (la gestione operativa nel tempo) dell'attività da acquistare o vendere. Il modello prevede sia il Valore Contabile sia quello di Stima, nelle diverse colonne confrontabili tra di loro in fase di trattativa. Certamente non pretendo che il dentista utilizzi da solo questo procedimento, ma con l'ausilio del proprio consulente fiscale sarà sicuramente più facile comprenderne la fondamentale portata. Lo strumento presente nello schema sottostante ha la principale finalità di rendere oggettiva la valutazione ed agevolare ogni trattativa in modo professionale e obiettivo. Naturalmente il modello di valutazione presentato è tratto dalla metodologia di valutazione più professionale ed è avallato dalla più ampia bibliografia economica.

Una volta assegnati i dati, compilando il modello sopra riportato, dobbiamo rica-

vare il valore di avviamento dallo sviluppo della formula di matematica finanziaria:  

$$Ce = R \left[ \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} \right] + L / (1+i)$$

Naturalmente ad una prima immediata lettura, la formula può sembrare geroglyphico per i neofiti, ma non è così. La difficoltà è senz'altro aver trovato la formula, non svolgerla. Ma prendiamo un caso ad esempio, per facilitare la comprensione del meccanismo di valutazione.

Esempio di valutazione di uno studio dentistico:

Il Dr. A vuole vendere il suo studio, che è ubicato in una zona limitrofa al centro di una grande città del Nord. Dalla compilazione, che ha elaborato insieme al suo commercialista, dello schema riportato precedentemente, risulta che il suo "capitale di liquidazione è di 846.216 €". Il dentista B, che vuole acquistare lo studio, pensa di lavorare almeno altri 15 anni e quindi è su questa minima base di valutazione che desidera fare il miglior investimento ("durata del flusso di reddito: 15 anni"). Nel momento in cui i due parlano, il "tasso di capitalizzazione è del 4,50%". Vale che il valore di un investimento finanziario nell'attività professionale, come se fosse un investimento bancario in azioni, possa produrre un valore pari al 4,50% di capitalizzazione. I due, prendendo i fatturati, determinano una media di reddito e considerano quindi che il *reddito medio futuro possa aggirarsi intorno ai 65.000 €*.

Se adesso mettiamo insieme tutti i dati, con il semplice utilizzo di una calcolatrice, applicando la formula della "stima con il metodo patrimoniale complesso", otteniamo un valore di avviamento pari a 289.112,00 €.

Come nello schema sottostante.

Esempio sulla base dei dati ricavati.

### Formula $Ce = R \left[ \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} \right] + L / (1+i)^n$

Questo significa che la trattativa, oggettiva tra il dentista A e B, possa partire ora da un dato realistico ed incontrovertibile, sul quale naturalmente tutti e due possano discutere per addivenire ad un accordo. Il modello che vi ho illustrato serve a dipanare ed orientare le questioni puramente numeriche, ma certo non quelle emozionali e non può certo sostituire la "visione" dell'imprenditore che percepisce quello che acquista, al di là dei numeri. Ma i numeri hanno il loro valore. Sempre. L'avviamento esprime la valutazione dell'insieme delle condizioni che rendono l'impresa/Studio dentistico capace di produrre redditi superiori al minimo richiesto per remunerare il capitale che figura in bilancio; fra tali condizioni possono essere comprese le seguenti voci: il credito presso le banche e i fornitori, la qualità della clientela, il volume degli affari, il grado di conoscenza del mercato, i marchi e i brevetti depositati ecc. L'avviamento è quindi inseparabile dall'organizzazione e dal funzionamento dell'azienda nel suo complesso, ma può essere considerato un bene immateriale a parte, e incluso nell'attivo dello stato patrimoniale (art. 2424 cod. civ.) solo quando è stata pagata una somma a tale titolo nell'acquisto dell'azienda in funzione e per un valore non superiore al prezzo pagato (art. 2427 cod. civ.). Il valore di avviamento deve essere ammortizzato negli esercizi successivi; normalmente il periodo di ammortamento non supera i cinque anni.

capitale economico	R	
reddito medio futuro (Red)	L	65.000
capitale di liquidazione (Liq)	n	846.216
durata in anni del flusso di reddito	i	15
tasso di capitalizzazione		4,50%
	$\frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$	10,73954573
	$1/(1+i)^n$	0,51672044
Capitale economico		1.135.328
Avviamento		289.112