



LA LIBRERIA ON LINE DEL PROFESSIONISTA

L'estratto che stai visualizzando
è tratto da un volume pubblicato su
ShopWKI - La libreria del professionista

[VAI ALLA SCHEDA PRODOTTO](#)

1.1. VALUTAZIONE E VALORE

1.1.1 Perché la valutazione

Chiedersi perché sia opportuno, per chi vive nel mondo delle imprese, della Pubblica amministrazione e nella professione contabile, avvicinarsi ai processi di valutazione aziendale può sembrare una domanda oziosa. Eppure non è così, dal momento che la misurazione del valore sta cambiando, e non solo per raffinamento delle tecniche, bensì anche perché ha ampliato i suoi confini in ambiti che fino a poco tempo fa erano impensabili.

Infatti, la valutazione non è più destinata soltanto ad individuare una misura del prezzo equo di una transazione di mercato - fatto importantissimo ma comunque eccezionale nella vita di una impresa - ma sta diventando sempre più uno strumento di lavoro quotidiano anche per chi opera in azienda.

Il valore può diventare un elemento importante di misurazione delle *performance*, potenzialmente alternativo o, meno provocatoriamente, integrativo del risultato economico. Ancora, conoscere il valore complessivo della azienda e quello delle sue unità strategiche aziendali, può essere utile nel momento in cui si vanno a definire delle scelte di rilevanza strategica.

Personalmente siamo stati molto colpiti da una considerazione empirica, forse un po' forzata ma comunque efficace, proposta da Copeland e colleghi: i sistemi economici più orientati all'azionista dimostrano di crescere in misura maggiore e di essere più solide rispetto a quelle che sottovalutano questo aspetto, perché "il *focus* delle imprese statunitensi sul valore degli azionisti tende a porre freno agli investimenti in strategie superate, o anche a spingere a disinvestire, con grande anticipo rispetto a modelli di *governance* alternativi"¹. In sostanza, per i tre professionisti statunitensi è proprio l'orientamento al valore che spiega il differenziale nei tassi di sviluppo tra USA e paesi quali Germania, Giappone ed Italia.

Il pragmatismo statunitense può forse fare storcere la bocca a molti pensatori della nostra vecchia Europa, ed è pur vero le cose sono un po' più complesse di quel che spesso sono disponibili ad ammettere i pur autorevoli consulenti americani di cui si è detto. In ogni caso, però, le loro affermazioni rappresentano uno stimolo alla riflessione che è bene non lasciare cadere nel vuoto, anche alla luce del dato di fatto delle diverse dinamiche di andamento del PIL dei diversi sistemi economici di cui si parla.

In estrema sintesi, si può dire che la valutazione è strumento utile e necessario in più ambiti, ed esattamente per quanto riguarda:

- a) le scelte strategiche di azienda;
- b) la misurazione delle *performance*;
- c) la redazione del bilancio di esercizio;
- d) le applicazioni di garanzia relative al diritto societario ed al diritto fallimentare;
- e) le operazioni di acquisto di attività di impresa.

¹ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Il valore dell'impresa*, Milano, 2002, pag. 12.

1. Il valore

1.1. Valutazione e valore

È chiaro che l'elencazione proposta non segue un criterio di prevalenza di una funzione rispetto all'altra e che si vuole fare cenno, brevemente, a tutti questi ambiti di applicazione, così da formalizzare, per temi pur noti, un minimo di linguaggio comune.

L'utilizzo della logica del valore nelle scelte di governo delle imprese è forse uno degli aspetti più interessanti della valutazione, in quanto ne apre i confini ad un campo che non è più soltanto quello della professione di commercialista ed esperto contabile, ma anche del *management* più in generale. Da tempo anche in Europa si sente parlare di un *value-based planning*, orientamento di cultura aziendale che sottolinea l'importanza, per le imprese, di introdurre nei processi decisionali una riflessione sul valore prodotto per gli azionisti, come punto chiave di ogni processo strategico che voglia assicurare alla azienda una vita non effimera e di progressiva crescita². Questo porta anche alla riconosciuta necessità di una periodica verifica della convenienza di conservare o meno quelle aree strategiche di affari che non producano un valore adeguato alle aspettative complessive dell'azienda.

Concettualmente contigua alla prima applicazione è anche la seconda, ovvero quella relativa alla misurazione delle *performance*. Essa è legata al fatto che una stima del risultato prettamente contabile è relativamente affidabile e difficilmente comparabile e che per capire realmente come vada una azienda si debba usare strumenti diversi, finalizzati a capire la variazione del valore di impresa nel tempo.

Per quanto riguarda le valutazioni di bilancio occorre rilevare che, se è pur vero che ogni approccio contabile ha come sua naturale finalità quella di arrivare a costruire un "rendere conto", questo non significa doversi limitare ad un orientamento che riconduca i numeri tutti "al passato" e non al futuro. Si è alla ricerca, in altre parole, di un orizzonte di misurazione che sia adatto e coerente con una stima della *performance* più proiettata verso il futuro, la qual cosa spesso è ciò che interessa realmente gli utilizzatori del bilancio.

Proprio in questo quadro, la valutazione diviene un elemento essenziale nel processo di redazione del bilancio secondo l'approccio, certo più orientato al mercato, dei principi contabili internazionali. Per le imprese che operano sui mercati regolamentati, come è noto, l'adozione degli IFRS comporta un utilizzo diffuso degli strumenti tipici della valutazione aziendale quali, ad esempio, i flussi di cassa attualizzati³.

Negli IFRS, infatti, vi è la tendenza ad avvicinare il valore contabile della *reporting entity* a quello che potrebbe essere definito il suo "valore economico". Ed il cambiamento imposto dalla adozione degli IFRS ha delle conseguenze molto forti anche per lo stesso processo di valutazione, perché rende evidente quanto i vecchi principi contabili nazionali tendevano a nascondere, ovvero l'estrema volatilità dei risultati aziendali e del valore stesso delle imprese.

Il ricorso alle tecniche di misurazione del valore nell'ambito delle garanzie societarie fa

² A. Rappaport, *La strategia del valore: le nuove regole della performance aziendale*, Milano, 1997.

³ S. Pozzoli, M. Pozzoli, *IAS 16: trattamento contabile delle immobilizzazioni materiali*, in 'Contabilità e Bilancio', n. 2/2004; S. Pozzoli, M. Pozzoli, *IAS 38: attività immateriali: nuove disposizioni dei principi contabili internazionali*, in 'Contabilità e Bilancio', n. 4/2004.

parte del tradizionale, ma certo non per questo meno importante, campo di applicazione della valutazione.

Le operazioni di finanza straordinaria (fusioni, scissioni, scorpori, trasformazioni, aumenti di capitale in natura, con esclusione del diritto di opzione o comunque con sovrapprezzo, ecc.) ed a volte anche quelle di liquidazione volontaria, fallimentare e coatta, rendono giuridicamente necessario - o comunque opportuno, sul piano civilistico e fiscale, in chiave di trasparenza ed autotutela degli amministratori e delle società coinvolte, - il ricorso a soggetti terzi nella individuazione del valore delle aziende interessate⁴.

Tali operazioni, di regola tendono a modificare i rapporti tra i soci presenti e, spesso, a regolare le relazioni con i soci potenziali. La valutazione di un terzo indipendente, che viene in molti casi designato dal Tribunale e non dalle parti in causa, vuole servire a certificare l'esistenza di un determinato valore del capitale o degli *asset* oggetto della operazione agli attori in campo, siano essi gli azionisti, i terzi creditori o gli altri soggetti interessati.

In questo ambito, più che in ogni altro, diviene rilevante la dimostrabilità e la correttezza formale del processo valutativo anche se la professionalità del valutatore dovrebbe evitare di ridurre il tutto ad un formalismo che pregiudica la razionalità del processo di stima.

La quinta ed ultima area di applicazione delle valutazioni è quella definibile con il termine anglosassone "*mergers & acquisitions*" (acquisizioni e fusioni di imprese). È chiaro che siamo in un ambito molto contiguo a quello delle operazioni straordinarie. La scelta di evidenziare tale contesto come qualcosa a sé stante è motivata dal fatto che qui si vuole prescindere dall'aspetto comunque giuridico-formale, per focalizzarsi sulla sostanza dell'operazione, che assume inevitabilmente contorni strategici.

L'attenzione alla corretta determinazione del valore, in questi casi, è motivata da molteplici fattori, quali ad esempio:

- la necessità di evitare acquisizioni che abbiano un prezzo eccessivo rispetto alle loro potenzialità o comunque a quanto sia equo;
- la conseguente attenzione ad una misurazione realistica del valore realizzabile dalle sinergie ottenibili attraverso una operazione di acquisizione, che rende necessaria la definizione di un prezzo limite;
- il timore, per contro, di cadere vittima, da parte di società sottovalutate sul mercato borsistico, di operazioni aggressive di acquisizione.

È chiaro che in una decisione di acquisizione il valore si presenta con diversi volti:

- da una parte c'è il prezzo, che è determinato dall'accordo tra le parti e che rappresenta, quindi, un dato di fatto, ove la transazione si perfezioni;
- dall'altra c'è il valore, che è frutto di stime che possono essere diverse in ragione di molteplici fattori, come risulterà più chiaro nel proseguo della trattazione.

⁴ M. Confalonieri, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Milano, 2015.

1. Il valore

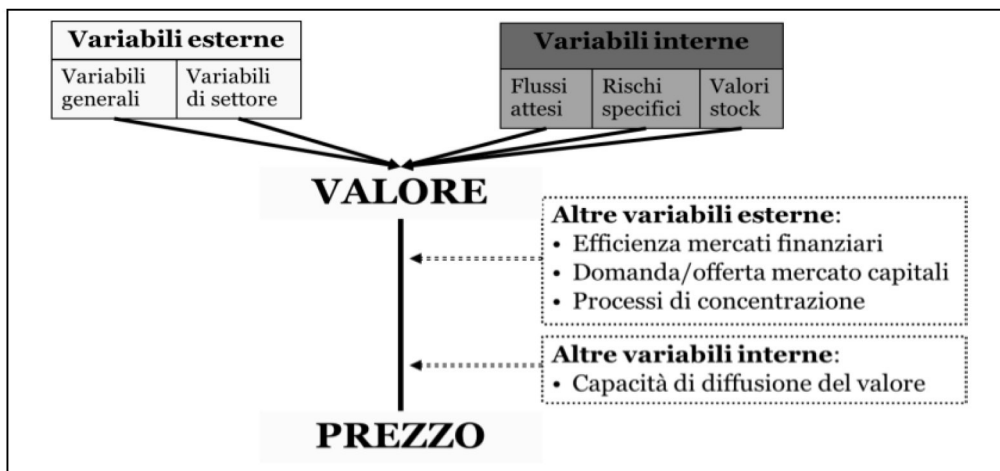
1.1. Valutazione e valore

Come si illustra in Tavola 1.1, in sostanza, sono molteplici i fattori che possono giustificare una sensibile differenza tra valore e prezzo, e la variazione spesso è difficilmente giustificabile sul piano razionale, nonostante gli sforzi che si possano fare per trovare una adeguata motivazione a tale scostamento.

I prezzi stessi, ovviamente, sono volatili, in ragione del modo di ragionare degli operatori (la quotazione del mercato di Borsa è una attendibile approssimazione del valore di una impresa oppure no?), delle dinamiche della offerta e della intensità dei processi di concentrazione in atto, delle alternative di investimento.

Il valore, a sua volta, non è lo stesso, sia in ragione della relativa discrezionalità del processo di valutazione, sia per il diverso angolo visuale di chi vuole vendere e del potenziale acquirente.

Tavola 1.1 - Determinanti del valore assoluto (W) e del prezzo (P)



Fonte: L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, 2005, p. 11.

Chi vende, in sostanza, vende un bene a sé stante, che non potrà essere che acquistato *stand alone*, ovvero nella sua singolarità e con i suoi attuali processi operativi. Chi acquista, al contrario, potrebbe avere opzioni strategiche alternative, e magari essere in grado di realizzare delle ragionevoli sinergie con altre attività in essere.

È chiaro, ad esempio, che il significato di una operazione è ben diverso se l'acquirente è una impresa già radicata nel settore oppure un nuovo entrante. Nel primo caso è ragionevole attendersi il realizzarsi di strategie di integrazione e di sinergie, nel secondo è evidentemente maggiore il rischio di asimmetrie informative ed è ovviamente meno probabile la possibilità di una creazione di sinergie.

Cosa è, in sintesi, una valutazione? A questo risponde l'Organismo Italiano di Valutazione, che nei suoi Principi Italiani di Valutazione (d'ora in poi PIV) ha precisato che la valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime, non è mai il

risultato di un mero calcolo matematico. Qualsiasi valutazione richiede una “dose significativa di giudizio da parte dell’esperto” (1.1.1);

Ancora, il giudizio di valutazione deve essere formulato obiettivamente e non deve sovra o sottorappresentare il risultato della valutazione. Per quanto possa sembrare in contraddizione con il principio precedente, è chiaro che l’obiettivo della valutazione è che il risultato sia “ragionevolmente condivisibile da altri esperti indipendenti” (1.1.2).

1.1.2 Le “regole” della valutazione

La valutazione, dunque, non è un processo che conduce ad un risultato univoco, in quanto essa è condizionata da elementi di carattere tecnico, temporale ed informativo. In sostanza il valore di un’azienda è un dato relativo: non unico, non univoco, non definitivo, ma valido alla data in cui viene espresso, per le finalità per le quali è elaborato e in presenza di precise condizioni.

Di più, in realtà, sono in crisi i modelli stessi adottati nelle valutazioni e, con essi, gli stessi riferimenti concettuali che possono seguirsi.

È vero, come autorevoli studiosi affermano, che prezzo e valore possono ed anzi necessariamente differiscono. Eppure, anche se possiamo costruire tante bellissime teorie è difficile risolvere il quesito di fondo: in sostanza, chi ha ragione? Il valutatore o il Mercato?

Il problema, da sempre noto, è esploso in tutta la sua evidenza con il boom delle imprese della così detta *new economy*, quando aziende tragicamente e permanentemente in perdita sono state quotate, soprattutto negli Stati Uniti ma anche in Europa ed in Italia, a valori elevatissimi, e si è arrivati al paradosso che una azienda di tre anni in perdita e sostanzialmente priva di clientela raggiungesse una capitalizzazione di Borsa superiore a quella di *leader* di mercato operanti in settori tradizionali con fatturati 100 volte superiori.

In ogni caso, quando ci si pone nella posizione di valutare una azienda, occorre attenersi ad alcuni postulati, che è bene conoscere e seguire con attenzione e che sono stati da tempo elaborati dalla dottrina.

Il primo è quello della **razionalità**. Il processo di valutazione deve cioè seguire uno schema logico, ricostruibile, ed adottare dei metodi che abbiano un solido fondamento logico e teorico.

Altro elemento, relativo al contenuto del metodo da utilizzare, è la **obiettività**, che deve riferirsi a dati certi ed affidabili. Tutti i parametri fondamentali devono essere motivati e fondati su criteri logici perché un metodo teoricamente corretto ma che trovi applicazione su una base di dati inattendibili inficia la qualità dell’intero processo.

Terzo postulato conseguente al precedente, è quello della **neutralità**, che riguarda il comportamento dell’analista. È dovere deontologico quello di prescindere dagli interessi di parte nel corso del lavoro. Il principio della neutralità impone di essere imparziali, intellettualmente onesti, disinteressati e liberi dai conflitti di interessi.

Altro principio da seguire è quello della **stabilità**. A prescindere dal metodo utilizzato, infatti, è necessario limitare al massimo tutti gli elementi che abbiano natura straordinaria e che non rispettino quindi il criterio della ricorrenza.

1. Il valore

1.1. Valutazione e valore

Nei PIV, analogamente, si precisa che l'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere:

- a) razionale;
- b) verificabile;
- c) coerente;
- d) affidabile;
- e) svolta in modo professionale;
- f) svolta con competenza.

È bene sottolineare che il contributo dei PIV è rilevante per chi si dedica alla valutazione di azienda, perché ancorché, come tutti gli *standard*, ci possano non trovare concordi su tutto, quanto meno indicano un percorso che potrà essere difficilmente contestato a chi li adotta, ed è certo più agevole seguire i PIV piuttosto che ricorrere a principi di altre nazioni, di cui per altro i PIV stessi tengono ampiamente conto e se comunque è bene non scordarsi mai le esperienze internazionali, a cui ci piace fare in ogni caso riferimento.

A questo proposito, si ricorda che chi procede ad una valutazione di natura professionale non può prescindere da alcune considerazioni di carattere generale che riguardano il suo incarico, che come noto, non ha necessariamente natura giudiziale ma può assumere anche natura volontaria. In merito l'*American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) ha emanato un documento di grande interesse⁵.

Anzitutto si pone un problema di **competenza professionale**. Realizzare una valutazione prevede conoscenze e *skill* ben determinati. Il valutatore deve conoscere i principi di valutazione nonché la teoria e le prassi in misura tale da essere in condizione di:

- identificare, aggregare, analizzare e selezionare le informazioni;
- prendere in esame ed applicare i metodi di valutazione più appropriati alla fattispecie specifica;
- formulare un proprio giudizio professionale durante la stima del valore.

Ancora, nel determinare se sia possibile o meno svolgere l'incarico con competenza professionale occorre prima prendere in considerazione almeno i seguenti elementi, oltre evidentemente agli aspetti di carattere giuridico-formale:

- a) l'oggetto di valutazione ed il settore o i settori in cui opera;
- b) la data di riferimento della valutazione;
- c) l'ambito dell'incarico, ovvero le sue finalità, le assunzioni e le condizioni di limitazione della responsabilità;
- d) il tipo di relazione di valutazione che deve essere redatta, le sue finalità ed i destinatari della stessa.

Oltre a ciò occorre comprendere **la natura ed i rischi** insiti nella valutazione e le aspettative del committente. In merito a ciò occorre prestare attenzione ai termini proposti nell'affidamento dell'incarico, alla identità del cliente, alla natura degli interessi

⁵ AICPA, *Statement on Standards for Valuation Services 1, Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset*, June 2007.

ed ai diritti di proprietà relativi al *business*, alla presenza di componenti immateriali, al tipo di controllo dello stesso ed al grado di commerciabilità della azienda.

L'AICPA sottolinea la necessità di stabilire un accordo chiaro con il committente, preferibilmente scritto, prima di iniziare il lavoro, salvo modificarne certi elementi, ove le difficoltà che si incontrino siano diverse da quelle previste. Tale accordo deve riguardare, al minimo, la natura, la finalità e gli obiettivi della valutazione, le responsabilità di entrambe le parti, le condizioni limitative e le assunzioni previste, il tipo di relazione richiesta.

Assunzioni e condizioni limitative sono in genere presenti in ogni giudizio di valutazione. Si intendono come assunzioni e condizioni limitative i parametri e i limiti entro i quali la valutazione viene realizzata e che devono essere esplicitati sia per una limitazione della responsabilità professionale sia per trasparenza in merito alla affidabilità complessiva del processo. Tipico esempio di queste, molto frequente, è l'accettazione di quanto viene comunicato dalla società oggetto di valutazione.

In Tavola 1.2, dove si presenta un elenco tratto dalla appendice A del documento citato, facendo rinvio allo stesso per una analisi più dettagliata.

Tavola 1.2 - **Lista esemplificativa di assunzioni e condizioni limitative per la valutazione di un business**

- 1) La stima del valore presentata è valida solo per le finalità stabilite e per la data a cui la valutazione si riferisce.
- 2) Il bilancio e le altre informazioni ad esso relative fornite dalla Società e dai suoi rappresentanti, nel corso dell'incarico, sono state accettate senza alcuna verifica come pienamente rispettanti le condizioni del *business* ed i risultati ottenuti per i periodi di riferimento. Il sottoscritto non ha revisionato né verificato l'attendibilità delle informazioni contabili ricevute e pertanto non fornisce alcuna forma di assicurazione sulle stesse.
- 3) Le informazioni di carattere generale sul settore e quelle di natura statistica sono state ottenute da fonti ritenute attendibili. Tuttavia non si è proceduto alla verifica delle stesse e si assumono come date.
- 4) Non si fornisce nessuna garanzia sulla effettiva raggiungibilità dei risultati futuri previsti dalla Società perché frequentemente eventi e circostanze non seguono il corso previsto. Differenze tra i risultati effettivi e quelli programmati possono quindi realizzarsi e comunque dipendono esclusivamente dalle scelte del *management*.
- 5) Le conclusioni della perizia si fondano sulla assunzione che venga mantenuto un *management* della qualità attuale e che il carattere e l'integrità dell'impresa non muti in maniera significativa, nonostante l'eventuale cessione, riorganizzazione, ecc.
- 6) La relazione e la stima di valore a cui si arriva sono di uso esclusivo del committente e per il solo utilizzo stabilito. Non possono essere impiegate per altri fini o da parti terze. In ogni caso le conclusioni a cui si arriva dipendono dalle informazioni fornite dalla Società.
- 7) Il documento non può essere, in tutto o in parte, utilizzato a fini promozionali senza prima avere ricevuto il nostro consenso scritto.
- 8) Futuri servizi riguardo la relazione di valutazione in oggetto non sono dovute, a meno che non vengano preventivamente concordate per iscritto.
- 9) ...

1. Il valore

1.1. Valutazione e valore

Nel corso del processo di valutazione possono rendersi necessarie delle condizioni ipotetiche che vengono supposte come date nel corso della analisi, quale può essere l'ipotesi di un certo tasso di crescita nelle vendite. L'analista deve indicarne la finalità ed illustrare con chiarezza tali condizioni nella sua relazione.

Chiaramente il valutatore può avere bisogno del lavoro di **specialisti terzi** (per esempio per stimare una proprietà immobiliare o dei macchinari particolari). Tutto ciò deve essere chiaramente citato, ai fini di una limitazione di responsabilità e di una maggiore trasparenza. La perizia del terzo può essere allegata alla relazione di stima.

Sul piano deontologico il punto di riferimento, che viene fatto proprio anche dai PIV, è il codice etico dell'*International Valuation Standard Council* (IVSC), ovvero il *Code of Ethical Principles for Professional Valuers*. I PIV, in particolare, ritengono che l'attributo della professionalità possa essere raggiunto aderendo a tale Codice Etico e che si adottino di conseguenza i controlli e le procedure in grado di garantire un processo di valutazione "esente da distorsioni" (1.1.4).

L'IVSC è una organizzazione indipendente che ha come missione proprio quella di promuovere la fiducia nel processo di valutazione e che ha creato gli *International Valuation Standard* (IVS).

I principi etici a cui si richiede di aderire sono:

- a) integrità, ovvero essere onesti nei rapporti professionali;
- b) obiettività, e quindi evitare i conflitti di interesse e comunque mantenere un giudizio professionale libero da condizionamenti;
- c) competenza, che viene assicurata dal mantenere la conoscenza tecnica e le competenze necessaria a fornire un servizio fondato sulle più recenti pratiche professionali;
- d) riservatezza, e cioè mantenere riservate le informazioni acquisite nell'ambito del proprio rapporto professionale;
- e) condotta professionale, che deve essere diligente, tempestiva e rispettosa dell'interesse pubblico.

Il *Code* dell'IVS è disponibile anche in lingua italiana, e si ritrova come allegato agli stessi PIV 2015.

È utile ricordare che per i PIV i requisiti soggettivi dell'esperto devono risultare con chiarezza. In particolare, il valutatore deve dichiarare (1.3.1):

- a) il rispetto dell'etica professionale (i PIV prevedono appunto l'adesione al sopracitato *Code*);
- b) l'indipendenza richiesta dal mandato;
- c) l'oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nonché nelle loro elaborazioni;
- d) la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo;
- e) le doti di professionalità e di competenza tecnica.

1.1.3 I metodi di valutazione, la loro tassonomia

Come sarà più chiaro nel prosieguo dello scritto non esiste un metodo che possa essere considerato il migliore sotto tutti i punti di vista e quindi quello più adatto per ogni occasione.

La scelta è condizionata dalle finalità della valutazione e quindi dalla spesa sostenibile per la stessa, dal tempo e dalle informazioni a disposizione, dalle condizioni soggettive dell'azienda e da molti altri fattori che risulteranno gradualmente evidenti.

Va anche sottolineato che è sconsigliabile che il professionista decida di adottare un solo metodo di valutazione.

Per prassi, tradizionalmente, si preferisce sceglierne uno che sia ritenuto più idoneo al contesto di analisi - denominato metodo principale - ed un secondo che serve per verificare l'attendibilità del risultato e che viene di conseguenza definito come metodo di controllo. In sostanza, se il valore prodotto dal metodo principale risulta molto distante da quello di controllo è necessario andare a riverificare le stime effettuate e magari riflettere sulla appropriatezza delle scelte effettuate.

Molti periti preferiscono produrre come valore di stima la media tra i risultati della applicazione di più metodi. Anche in questo caso è auspicabile che i risultati non siano troppo distanti tra loro.

Da un punto di vista classificatorio occorre anzitutto distinguere tra due tipologie di valutazioni, quelle assolute e quelle relative.

Le **valutazioni assolute** sono anzitutto quelle che si basano su modelli e formule e che si focalizzano sulla singola impresa, analizzandola in dettaglio fino ad arrivare, appunto al giudizio di valutazione. Chiaramente queste si fondano su una grande mole di dati relativi alla impresa oggetto di analisi e, anche se è sconsigliabile, possono in certi casi prescindere quasi del tutto da considerazioni di mercato competitivo, come nel caso del metodo patrimoniale (che però non si basa su delle formule). In ogni caso con tali metodi si privilegia un'ottica interna e si arriva al valore tramite la misurazione della capacità futura di produrre flussi, reddituali o di cassa, della singola azienda.

Le **valutazioni relative**, invece, si fondano sui moltiplicatori, ovvero, come verrà poi approfondito, si fondano su informazioni di mercato e, partendo dai prezzi noti di operazioni di compravendita su operazioni simili, cercano di arrivare alla definizione del valore della azienda oggetto di stima.

È un metodo molto usato, come noto, dalle *merchant bank* e dagli operatori finanziari, anche se ormai si sta molto diffondendo nella pratica valutativa anche più comune. In realtà, come logica, è sempre stato molto diffuso nelle contrattazioni che riguardano le piccole imprese commerciali, soprattutto quanto la base patrimoniale è insignificante ed il differenziale competitivo è adeguatamente espresso dal fatturato.

Dire che il valore di una farmacia, ad esempio, è in una determinata città pari a 0,9; 1 o 1,2 volte il suo fatturato non significa altro che utilizzare un "multiplo", che nasce dalle esperienze di precedenti operazioni di cessione di aziende analoghe.

I multipli, comunque, sono spesso relegati al ruolo di metodo di controllo. Ciò forse in ragione di una istintiva sfiducia verso il valore generale dei "prezzi" come strumento di misurazione del "valore" o semplicemente a causa di una modesta base di dati a disposizione.

Le possibili divergenze tra i due grandi approcci valutativi, in ogni caso, possono rivelarsi rilevanti e, in estrema sintesi, sono riconducibili a:

- a) il contenuto logico: una valutazione assoluta dovrebbe essere più razionale, in quanto, almeno in teoria, le componenti che non sono tali dovrebbe essere elimi-

1. Il valore

1.1. Valutazione e valore

nate grazie al processo di analisi. Una stima relativa, invece, fondandosi sui prezzi, contiene anche i fattori legati alla emotività ed è condizionata dagli elementi congiunturali e di mercato;

- b) il grado di stabilità nel tempo, è assai più variabile nel caso dei metodi relativi, che subiscono gli effetti delle inevitabili oscillazioni di mercato. I metodi assoluti, al contrario, basandosi su proiezioni degli andamenti “normali” dell’impresa⁶, dovrebbe produrre risultati più stabili;
- c) un’altra differenza significativa incide sulla affidabilità degli approcci: i metodi assoluti sono fortemente condizionati dai flussi attesi nel medio-lungo termine (nonché dai tassi di attualizzazione adottati), mentre i multipli hanno un orientamento al breve periodo, in quanto prendono in considerazione operazioni analoghe che hanno avuto luogo in un arco di tempo contenuto.

La Tavola 1.3 cerca di sintetizzare le caratteristiche e differenze tra le due famiglie di valutazioni.

Tavola 1.3 - Valutazioni assolute e valutazioni relative

	<u>Assolute</u>	<u>Relative</u>
<i>Componenti</i>	❖ solo componenti razionali (legati alle performance)	❖ razionali, di efficienza dei mercati, speculativi ed emozionali
<i>Fattori rilevanti</i>	❖ validità informazioni ed analisi fondamentale	❖ vicende storiche <i>deals</i> , <i>governance</i> , efficacia comunicazione
<i>Stabilità risultati</i>	❖ risultati sostanzialmente stabili	❖ risultati instabili

Un’ulteriore classificazione riguarda le diverse tipologie di valutazioni assolute.

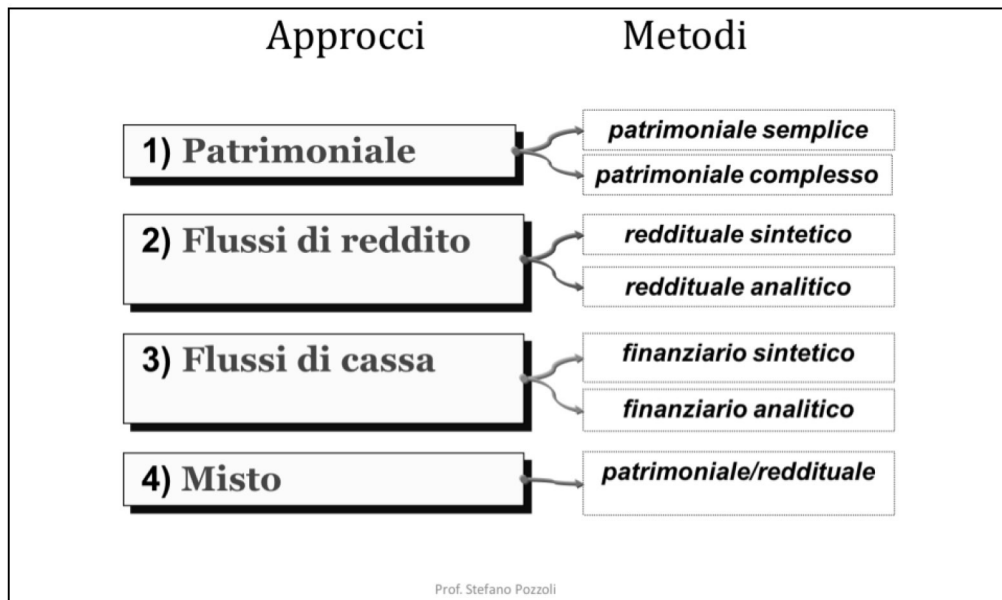
Gli approcci che possono essere seguiti, e che verranno poi sviluppati, sono sostanzialmente riconducibili a tre tipologie fondamentali, nonché alla combinazione tra gli stessi, per la quale si parla di metodi misti.

Gli approcci “assoluti” sono i seguenti, che possono poi essere a loro volta suddivisi in sottocategorie (Tavola 1.4):

⁶ In argomento si fa rinvio al prossimo capitolo, dove si parlerà di “normalizzazione” dei flussi.

- metodi basato sui flussi reddituali;
- metodi fondati sui flussi di cassa;
- metodo patrimoniale.

Tavola 1.4 - Valutazioni assolute, gli approcci



Vediamone le caratteristiche fondamentali, facendo rinvio ai capitoli successivi per i necessari approfondimenti.

I **metodi reddituali** si fondano sulla convinzione che un'azienda acquisisce valore in virtù della sua capacità di generare reddito. Pertanto il suo valore corrisponde, in sostanza, alla sommatoria flussi reddituali attualizzati che essa è in grado di produrre secondo una formula che, nella sua modalità più sintetica, può essere la seguente:

$$W = \sum_i^n R_s v^s + P_n v^n$$

Dove:

- W è il valore dell'azienda;
- R_s rappresenta il flusso di reddito atteso nell'anno s;
- P costituisce il prezzo a cui potrà essere ceduta l'azienda nel tempo futuro t^n ;
- v^s e v^n sono i tassi di attualizzazione adottati.

È chiaro, anche da una prima lettura della formula, che la corretta definizione dei flussi di reddito, la scelta del tasso e l'arco temporale preso in considerazione sono le variabili chiave del processo.

1. Il valore

1.1. Valutazione e valore

Questa formula evidenzia che in un processo di valutazione è rilevante anche il prezzo futuro di cessione della azienda e che rappresenta la principale differenza da quanto accade negli investimenti in beni strumentali, i quali sono generalmente utili per un periodo di tempo limitato, mentre l'impresa è destinata a valere nel tempo.

Ovviamente il peso di P sarà tanto maggiore quanto più breve è la successione dei flussi di R analiticamente individuati ma esso rappresenta, in ogni caso, una quota significativa del valore complessivo.

Questo può essere escluso dalla formula di misurazione del valore solo con delle assunzioni:

- ipotizzando un reddito medio prospettico annuo per un periodo di tempo illimitato, il che porta nella versione più sintetica ad una formula del tipo:

$$W = \frac{R}{v}$$

dove R è appunto il reddito medio prospettico annuo e v il tasso di attualizzazione adottato;

- attualizzando i flussi di reddito in via analitica per un numero di anni limitato (ad esempio per il periodo di *budget* o di piano aziendale) e stimando per il periodo successivo un "valore terminale". Si arriva perciò a:

$$W = \sum_i^n R_s v^s + v_t$$

Dove v_t è una versione semplificata di $P_n v^n$, che verrà analizzata in seguito.

È fin da ora evidente che le semplificazioni introdotte, portano in sostanza a due distinte modalità di misurazione del valore della azienda, ovvero ad una via sintetica e ad una più analitica.

Il metodo reddituale è il metodo tradizionalmente più diffuso nei principali paesi europei e, in particolare, in Italia, dove l'approccio reddituale è quello storicamente caratterizzante gli studi di economia aziendale.

Il **metodo finanziario**, che è più diffuso nei paesi di cultura anglosassone ma che sta ormai diventando il generale punto di riferimento di chi adotta le valutazioni assolute, sostituisce ai flussi di reddito i flussi di cassa ed arriva a formule analoghe a quelle ora illustrate, salvo che la focalizzazione al mercato propria del mondo anglosassone porta a due possibili visioni alternative e quindi a due diverse categorie di formule.

Una definibile come **esterna** o dell'investitore:

$$W = \sum_i^n d_s v^s + P_n v^n$$

Dove:

W è il valore dell'azienda;

d_s rappresenta il flusso di dividendo atteso nell'anno s;

P costituisce il prezzo a cui potrà essere ceduta l'azienda nel tempo futuro t^n

e v^s e v^n sono i tassi di attualizzazione adottati.

Ed una **interna** o dell'impresa:

$$W = \sum_i^n F_s v^s$$

In cui F_s è il flusso di cassa atteso per l'anno s .

Ovviamente anche qui le formule necessitano della assunzione di ipotesi semplificative. È chiaro che la differenza di angolo visuale, interna ed esterna, dovrebbe portare a un *focus* diverso dell'analisi, e quindi ad un approccio che è di regola *equity side* per quello che riguarda le stime fatte nell'ottica dell'investitore ed *asset side* per quanto invece proprio delle analisi interne.

Nel primo caso, in sostanza, si potrebbe valutare direttamente il capitale netto, nel secondo prima le attività e detrarre in seguito le passività finanziarie.

In realtà per prassi il metodo reddituale è generalmente *equity side* mentre il metodo finanziario segue normalmente procedure *asset side*.

Un discorso a sé deve essere fatto per il **metodo patrimoniale**, che si fonda sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi patrimoniali. A seconda del trattamento riservato alle componenti immateriali si parlerà poi di metodo patrimoniale semplice (che sostanzialmente li ignora) e di metodo patrimoniale complesso (che invece si sforza di attribuire loro un valore e che può avvicinarsi molto ad un approccio misto, a seconda del criterio utilizzato per stimare gli *intangibles*).

Questo metodo ha riscosso storicamente il favore di molti professionisti nel nostro paese ed è ancora utilizzato frequentemente quanto meno come metodo di controllo. È però difficile ritenere che tale approccio rispetti il requisito della razionalità. Per Guatri e Bini: "tale modello non si presta, in sostanza, ad alcun confronto con le formule teoriche. È ben vero, infatti, che in una ideale situazione di equilibrio e di trasparenza i prezzi delle attività che compongono il capitale dovrebbero esprimere i valori attuali dei flussi reddituali o monetari che da loro promaneranno, ma la realtà è ben più varia e complessa, come dimostra la ben nota circostanza, ripetutamente verificata nell'esperienza delle imprese, che possono esistere ingenti valori patrimoniali anche in assenza di attese di risultati positivi. A ciò si aggiunga che i metodi patrimoniali non esprimono alcun riferimento, per il tramite dei tassi di attualizzazione, ai diversi livelli di rischio comparativo degli investimenti.

Da queste osservazioni deriva che il modello patrimoniale, preso in sé stesso, non può mai considerarsi una soluzione razionale del problema di valutazione di un'impresa"⁷. Gli autori ora citati, pertanto, arrivano ad escludere l'approccio patrimoniale dai metodi valutativi e preferiscono inserirlo nella fase, generale, di raccolta delle informazioni comunque necessarie per arrivare ad una corretta relazione di valutazione.

Da parte nostra si ritiene che in un testo come il nostro non si possa prescindere da una trattazione del metodo patrimoniale, anche in ragione della sua necessaria adozione in

⁷ L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 2005, pagg. 24-25.

1. Il valore

1.1. Valutazione e valore

alcuni casi di valutazione a fini legali. Anch'esso verrà quindi analizzato in dettaglio e come procedura autonoma.

Del resto gli stessi PIV, che sono portatori di una visione ostile rispetto a questo metodo, lo riconoscono come tale (III.I.29), pur precisando che: *“Le valutazioni di tipo patrimoniale sono accettabili ai fini delle valutazioni legali solo quando le prospettive reddituali dell'azienda, o del ramo di azienda in esame, indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio od operativo) in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio. Il valore delle attività maggiormente esposte al rischio d'impresa dovrebbe perciò essere sempre sottoposto a verifica reddituale.”*

Nonostante questa limitazione, l'accertamento della consistenza effettiva del patrimonio netto aziendale, a valori di mercato, è comunque utile ai fini di un corretto apprezzamento della capacità dell'azienda, o del ramo di azienda, di generare flussi di risultati.”

Per quanto riguarda la tassonomia si conclude ricordando, per completezza, quella proposta dai PIV, secondo i quali “al fine della determinazione del valore, nelle diverse configurazioni possibili, possono essere utilizzati una o più metodiche di valutazione. Queste ultime individuano le differenti prospettive di carattere generale entro le quali possono essere classificati i principali criteri di stima” (1.14.1).

E precisano che le tre principali metodiche nell'ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti:

- a) metodica di mercato (*market approach*), che si fonda sulla comparazione dell'attività oggetto di valutazione con attività simili o identiche, con riferimento alle quali si conoscano i prezzi. In sostanza si tratta di quelli che sopra abbiamo chiamato valutazioni relative;
- b) metodica dei flussi di risultati attesi (*income approach*), ovvero fondati sulla capacità di una attività di generare flussi di risultato nel futuro. Corrispondono alle valutazioni assolute basate sui flussi reddituali, finanziari o di cassa;
- c) metodica del costo (*cost approach*) (1.14.2), che fornisce indicazioni in ordine al valore che dovrà essere sostenuto per sostituire o rimpiazzare una attività oggetto di valutazione con una utilità equivalente.

1.1.4 Il giudizio integrato di valutazione ed il ruolo della “base informativa” secondo i PIV

È già chiaro a chi legge che tra i metodi valutativi sinteticamente illustrati, e che verranno analizzati in dettaglio nel proseguo, è difficile poter esprimere una astratta preferenza, anche se è vero che gli studi più sofisticati in materia di valutazione di azienda sono indubbiamente quelli che riguardano l'approccio finanziario.

Pari interesse hanno, per la crescente diffusione nei “piani alti” degli utilizzi della valutazione, anche i metodi empirici o relativi, che stanno registrando il crescente favore di studiosi ed analisti.

La ricchezza di dati ormai disponibili per quanto riguarda molti settori, per altro, per-

mette di arrivare a risultati indubbiamente impensabili, per grado di approfondimento, rispetto anche a pochi anni fa.

Quali scegliere? Guatri propone una via che può sembrare banale e pilatesca ma che in realtà è estremamente rigorosa: il giudizio integrato di valutazione (GIV).

Il GIV è un processo basato su tre pilastri (Tavola 1.5):

- a) valori assoluti;
- b) valori relativi;
- c) base informativa ed analisi fondamentale.

Ovviamente nell'idea del GIV i tre pilastri non sono qualcosa di autonomo né esiste tra di loro una sorta di gerarchia. In sostanza non vi è l'idea, ormai datata, che le valutazioni assolute rappresentino il metodo principale e le relative quello di controllo.

Resta fermo, però, che la base informativa e la analisi fondamentale sono il fondamento di tutto il processo. Infatti, "senza un'ideale base informativa, modelli, formule e multipli sono strumenti vuoti. Tuttavia, a sua volta, anche la più ricca e ampia delle basi informative sarebbe una massa inerte di dati e di notizie se un'accurata ed efficace analisi fondamentale non sapesse organizzare le informazioni, selezionarle, interpretarle, elaborarle, trarne gli elementi essenziali, comporre eventuali contraddizioni, colmare (per quanto possibile) i vuoti e ridurre le incertezze sul futuro"⁸.

Per quanto ci riguarda, in verità, non siamo del tutto convinti. In concreto si tratta, in più semplici parole, nell'adottare tutti i metodi e poi nel trovare una mediazione tra diversi output (con il rischio che ci si sforzi, artatamente di conciliarne in qualche modo il risultato). Ancora, ci pare mortificante, per la professionalità del valutatore, scegliere di non scegliere.

È chiaro, però, che molto dipende dal tipo di valutazione che ci si accinge a fare. Una valutazione che ha rilievo legale, ad esempio per un recesso, è chiaro che deve essere redatta con estrema prudenza, e che quindi ricorrere a diverse metodologie rafforza la credibilità del risultato.

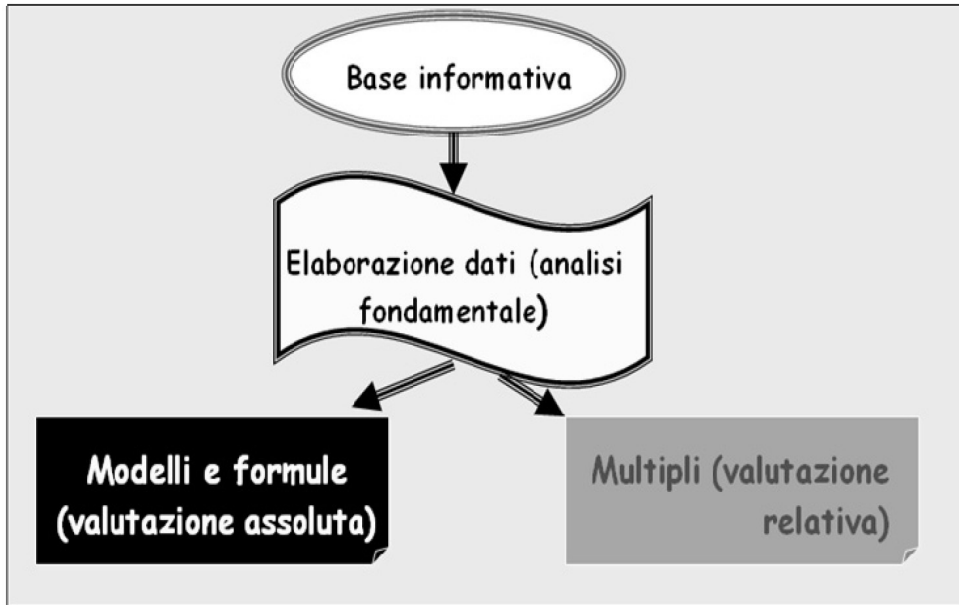
Per contro, nella proposta di Guatri e Bini troviamo molto positivo il fatto di sottolineare il ruolo della base informativa e di quella che da loro viene chiamata analisi fondamentale.

⁸ Guatri, Bini, *Nuovo trattato*, op. cit. pag. 38.

1. Il valore

1.1. Valutazione e valore

Tavola 1.5 - Il giudizio integrato di valutazione



Fonte: adattamento da L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, 2005, p. 37.

Opportunamente anche i PIV sottolineano il peso della base informativa, precisando che (I.5.1): “*La valutazione deve esprimere un giudizio informato. L’esperto deve dunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate. La base informativa deve risultare ragionevolmente obiettiva e completa. Un giudizio informato presuppone che l’esperto svolga un’analisi della base informativa a disposizione con il necessario spirito critico (professional skepticism). Un giudizio informato presuppone altresì che l’esperto non accetti incarichi per i quali sia prevista una remunerazione incompatibile con i costi necessari a garantire la necessaria completezza di base informativa.*”.

La costruzione della base informativa è rilevante sul piano delle proprie responsabilità ed è quindi necessario porvi particolare attenzione. Infatti, il giudizio dell’esperto deve essere formulato obiettivamente ed è evidente il peso che hanno le informazioni raccolte sulla affidabilità della valutazione.

L’analisi compiuta dall’esperto riguarda quindi anche la coerenza fra i diversi input valutativi, nonché la loro attendibilità. Per questo i PIV richiedono spirito critico (*professional skepticism*), ovvero l’impegno a svolgere un’analisi fondata su di un’accurata disamina della base informativa raccolta, per verificare che questa sia formata da elementi ragionevolmente attendibili, ovviamente alla data della valutazione, e che sia comunque adeguata rispetto all’incarico ricevuto, nonché a valutarne la plausibilità

per quanto ragionevolmente desumibile in base alle proprie conoscenze, alla propria esperienza professionale ed al buon senso.

L'esame critico deve ovviamente interessare anche l'attendibilità delle informazioni prospettiche. Una crescita abnorme del fatturato o delle *performance* aziendali nel futuro deve essere attentamente valutata. L'attendibilità dei piani e dei *budget* va verificata alla luce del mantenimento degli impegni programmatici negli anni precedenti (una azienda che non ha mai "centrato" un piano nell'ultimo decennio è improbabile che ne realizzi oggi uno molto ambizioso, ad esempio).

L'esperto, ancora, deve garantire per quanto gli è possibile la completezza della base informativa. Il costo di acquisizione di informazioni aggiuntive che si rendano necessarie non è ragione sufficiente per escluderla. L'esperto deve raccogliere tutta l'informazione ragionevolmente reperibile ad un costo coerente con l'incarico ricevuto ed è altresì chiaro che non è deontologicamente corretto accettare incarichi la cui remunerazione è incompatibile con i costi necessari a garantire la necessaria completezza della base informativa, fermo restando l'ampiezza dell'impegno dell'esperto nei confronti della base informativa dipende naturalmente dalle caratteristiche del mandato.

Ancora, nel valutare la credibilità e l'affidabilità dell'informazione fornitagli da terze parti o dal committente l'esperto deve considerare oltre alle caratteristiche del mandato (ed i limiti alla raccolta di informazioni in esso esplicitate) anche i seguenti aspetti:

- 1) la finalità della valutazione;
- 2) la rilevanza dell'informazione sui risultati della stima;
- 3) la competenza della fonte in relazione alla specifica tipologia di informazione;
- 4) se la fonte è indipendente sia rispetto al committente sia rispetto all'utilizzatore finale della valutazione;
- 5) se ed in che misura la informazione è di pubblico dominio;
- 6) se esiste asimmetria fra informazione privata e informazione pubblica.

Ove manchi il riscontro di una ragionevole obiettività della base informativa a disposizione è dovere del valutatore segnalarlo e motivare le ragioni per cui si ritiene comunque affidabile il risultato della stima.

In ogni caso l'esperto deve giudicare la coerenza fra gli input valutativi ricevuti ed i dati autonomamente raccolti. Una analisi di coerenza complessiva è infatti necessaria per garantire che il risultato sia ragionevole.

Ancora (I.5.7): *"L'analisi della base informativa deve essere coerente con: (a) la scelta della metodica di valutazione; (b) la configurazione di valore ricercata; (c) la finalità della stima. Essa può dunque condizionare le scelte relative alle fasi successive del processo valutativo."*

In realtà nell'*exposure draft* dei PIV, presentato antecedentemente alla versione ufficiale pubblicata, alla lett. a) risultava un forse preferibile "la scelta dei percorsi valutativi". La nostra preferenza andava a questa dizione perché molto spesso la metodologia da adottare non è detto che sia chiara quando si raccolgono e si elaborano le informazioni disponibili, come del resto, in qualche modo, conferma il punto in questione, ove precisa che l'analisi della base informativa "può dunque condizionare le scelte relative alle fasi successive del processo valutativo".

È importante rilevare, come prima abbiamo sottolineato, che nella valutazione delle

1. Il valore

1.1. Valutazione e valore

informazioni è necessario anche considerare l'informazione corrente e storica, sia per comprendere se questa è rilevante o meno, sia per rendersi conto della affidabilità dell'informazione prospettica (1.5.8).



LA LIBRERIA ON LINE DEL PROFESSIONISTA

L'estratto che stai visualizzando
è tratto da un volume pubblicato su
ShopWKI - La libreria del professionista

[VAI ALLA SCHEDA PRODOTTO](#)