

La scelta deve seguire caratteristiche del business, finalità della stima e base informativa

Piv 2025, il metodo va motivato

Per aziende e rami stop a medie tra risultati non riconciliati

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

La scelta del metodo non può essere trattata come un passaggio di routine, né il ricorso a una pluralità di criteri può conferire di per sé maggiore solidità alla stima. Nella valutazione di aziende e rami d'azienda, i Piv 2025 chiedono all'esperto di spiegare perché il metodo prescelto sia coerente con il business, con la configurazione di valore ricercata, con lo scopo dell'incarico e con le informazioni disponibili. E mettono in guardia da una prassi ancora diffusa: applicare più metodi, ottenere risultati significativamente diversi e chiudere il lavoro con una media aritmetica o con un intervallo di valori così ampio da perdere capacità informativa.

Tre approcci, nessun automatismo. Il punto di partenza è la distinzione fra i tre approcci della rete concettuale di base. All'approccio del costo appartengono i metodi patrimoniali; all'approccio del reddito, i metodi reddituali e finanziari; all'approccio di mercato, i metodi comparativi. I Piv ammettono anche tecniche che combinano più approcci: è il caso dei metodi che esplicano la creazione di valore, nei quali una componente patrimoniale viene integrata con elementi immateriali, oppure dell'utilizzo di multipli per determinare il terminal value in un Dcf (Discounted cash flow, metodo dei flussi di cassa attualizzati).

La classificazione degli approcci, quindi, non determina automaticamente la scelta del metodo. È la natura dell'impresa, insieme alla configurazione di valore e alla finalità della valutazione, a orientare la selezione.

Prima del metodo viene il perimetro. I Piv richiedono di verificare che l'azienda o il ramo costituisca effettivamente un complesso coordinato di beni, rapporti giuridici e risorse umane, legato da una finalità economica comune e capace di generare autonomamente risultati.

Se questa condizione non è evidente, l'esperto deve accertarla. Il principio richiama, come riferimento, la definizione di "business" contenuta nell'Ifrs 3.

Il perimetro, quindi, non può essere considerato un dato meramente formale. Nella disciplina dell'Ifrs 3,

Come scegliere il metodo di valutazione		
Profilo	Indicazione dei PIV 2025	Effetto sulla valutazione
Scelta del metodo	Deve essere motivata e coerente con caratteristiche dell'azienda, finalità della stima, configurazione di valore e base informativa	Il metodo non può essere scelto in modo automatico
Pluralità di metodi	L'impiego di più criteri non è, di per sé, indice di maggiore qualità	Vanno evitati medie e range tra risultati non riconciliati
Imprese multibusiness	È preferibile la sum of the parts quando le unità presentano rischi o prospettive di crescita differenti	La valutazione può richiedere parametri specifici per ciascun business
Asset side / Equity side	Le due prospettive devono restare coerenti	Flussi, tassi, debito e struttura finanziaria devono essere compatibili
Perimetro della valutazione	Attività e passività estranee al core business devono essere individuate e stimate separatamente	Si evitano omissioni o duplicazioni di valore
Orizzonte temporale	L'ipotesi di vita indefinita deve essere verificata nel caso concreto	In presenza di limiti oggettivi può essere necessario adottare un orizzonte finito

la definizione di business guarda alla presenza di input e processi sostanziali capaci di contribuire alla produzione di output. Il richiamo dei Piv porta così l'analisi oltre la semplice presenza di beni, per concentrarsi sulla loro capacità di operare come un sistema economico.

Per i gruppi spazio alla "sum of the parts". Nelle imprese complesse, quando le business unit presentano profili di rischio operativo o prospettive di crescita differenti, i Piv indicano che l'esperto dovrebbe valutare l'opportunità di procedere con una "valutazione stratificata". Separare i business consente, infatti, analisi più mirate e l'impiego di parametri specifici.

Non si tratta, però, di una regola meccanica. Se flussi operativi, investimenti e risultati sono fortemente interconnessi, la separazione può diventare artificiosa e una valutazione su base consolidata può risultare più rappresentativa. Lo stesso problema si pone nei gruppi integrati e nelle holding con partecipazioni operative strettamente coordinate.

Un tema collegato riguarda attività e passività estranee al nucleo operativo. I Piv richiedono di individuare gli elementi che non fanno parte dell'azienda o del ramo oggetto della valutazione e che devono essere

stimati separatamente. La separazione deve essere esplicita: gli elementi esclusi dal perimetro operativo non possono semplicemente scomparire dalla valutazione, ma devono essere stimati a parte e ricondotti correttamente al valore complessivo, evitando duplicazioni e omissioni.

Asset side ed equity side devono tornare. Le aziende possono essere valutate direttamente sulla base del capitale netto (equity side) oppure partendo dal capitale investito operativo (asset side). In quest'ultimo caso, dal valore dell'attività operativa si ricava il valore del capitale netto sottraendo il debito finanziario. I Piv precisano, tuttavia, che questo passaggio può risultare meno immediato nelle imprese in crisi o caratterizzate da un elevato indebitamento.

Le due prospettive utilizzano flussi e tassi differenti: nell'equity side rilevano i flussi disponibili per i soci e il costo del capitale proprio; nell'asset side, i flussi operativi unlevered e, normalmente, il Wacc (Weighted average cost of capital, costo medio ponderato del capitale). Anche i multipli devono essere coerenti con la grandezza cui vengono applicati.

Per le imprese non finanziarie l'asset side è spesso preferito perché consente di isolare la capacità del bu-

siness di produrre flussi operativi dalla struttura finanziaria. La riconciliazione con il valore dell'equity richiede, però, che debito, struttura finanziaria prospettica e Wacc siano coerenti.

Divergenze apprezzabili fra stime asset side ed equity side possono segnalare una struttura finanziaria implicita nei flussi diversa da quella utilizzata per determinare il costo medio ponderato del capitale. Se il modello assume un leverage target non sostenibile rispetto ai flussi previsti, la coerenza complessiva della stima viene meno.

Più metodi non significano più qualità. La selezione dei metodi deve essere motivata e coerente con le caratteristiche dell'azienda, la configurazione di valore, la finalità della stima e la base informativa. La pluralità dei metodi, da sola, non è un indice di qualità. Al contrario, il ricorso a procedimenti numerosi e non riconciliati può indebolire il lavoro.

La questione riguarda anche lo schema "metodo principale più metodo di controllo". È una soluzione possibile, ma l'esperto deve chiarire il ruolo attribuito a ciascun procedimento. Un metodo di controllo non può trasformarsi, senza una spiegazione, in un secondo metodo principale al momento della sintesi finale.

Se i risultati divergono, la prima verifica deve riguardare input, assunzioni e modelli. Differenze rilevanti possono infatti essere il segnale di implementazioni non coerenti o di ipotesi sottostanti non allineate.

All'estremo opposto, i Piv non escludono l'adozione di un solo metodo, soprattutto quando la base informativa è limitata. Quando ne ricorrono le condizioni e la configurazione di valore lo consente, si raccomanda di affiancare almeno un metodo fondato sui flussi attesi a un metodo comparativo di mercato. Non si tratta, tuttavia, di una formula obbligatoria.

Una valutazione costruita su un unico metodo, se appropriato e adeguatamente motivato, può risultare più robusta di una stima che accumula criteri eterogenei senza spiegare vantaggi, limiti e funzione di ciascuno.

L'analisi viene prima della formula. La scelta del metodo deve poggiare sulla comprensione del quadro macroeconomico e settoriale, delle aree di business, dei fattori competitivi, delle strategie, delle risorse disponibili, dei risultati storici e della sostenibilità di quelli prospettici.

L'ordine del processo, quindi, non va invertito: prima si studia l'impresa, poi si sceglie il modello. Un Dcf non diventa appropriato semplicemente perché esiste un piano; allo stesso modo, un multiplo non diventa affidabile solo perché è disponibile un campione di società quotate. Piano e comparables devono essere vagliati alla luce delle caratteristiche dell'azienda e dello scopo della stima.

Anche l'ipotesi di una vita indefinita deve essere verificata. Nelle valutazioni d'azienda viene frequentemente assunto un orizzonte illimitato, ma l'esperto deve accertare che tale ipotesi sia fondata nel caso concreto. Concessioni in scadenza, esaurimento di risorse naturali, conclusione di programmi, forte dipendenza da persone chiave o attività professionali caratterizzate da elevata mobilità possono rendere più appropriato un orizzonte finito.

In questi casi occorre motivare la vita utile assunta e affrontare, se necessario, anche la determinazione del valore residuo alla fine del periodo.

— © Riproduzione riservata —