

Una bussola per assegnare il valore di una società. L'esperto deve scegliere con coerenza

L'unità di valutazione ha peso

Dall'aggregato preso a riferimento derivano premi e sconti

Pagina a cura

di RAFFAELE MARCELLO

Oggetto e unità di valutazione non coincidono necessariamente. Una partecipazione può essere l'oggetto della stima, mentre l'unità assunta come riferimento può essere il singolo titolo, il pacchetto azionario, una partecipazione qualificata oppure il 100% dell'equity. La scelta non è neutrale: può modificare il risultato, facendo emergere o escludendo sinergie, premi, sconti e altre caratteristiche proprie dell'aggregato considerato. Il principio I.9 dei nuovi Piv (Principi italiani di valutazione) impone all'esperto di esplicitare l'unità di valutazione e di selezionare quella più appropriata rispetto allo scopo dell'incarico e alla finalità della stima, motivando la scelta. Prima di applicare il metodo occorre quindi stabilire da quale aggregato debba essere ricavato il valore dell'attività: il singolo titolo, un blocco di azioni, l'intero capitale, un ramo d'azienda oppure un insieme di beni complementari.

Il valore non è sempre additivo. L'unità di valutazione assume rilievo soprattutto quando il valore non è additivo. Se due attività considerate congiuntamente valgono più della somma dei rispettivi valori stand alone, il perimetro scelto determina se la componente sinergica entri o meno nella stima. Non è quindi indifferente valutare separatamente i singoli beni oppure la loro combinazione. Nel primo caso il valore riflette le caratteristiche delle attività isolate; nel secondo può incorporare complementarità, economie di scala o di scopo e migliori condizioni di utilizzo. L'unità deve essere definita a monte dell'applicazione del metodo. Anche una tecnica sofisticata, se riferita a un perimetro incoerente, può restituire un risultato formalmente preciso ma economicamente inattendibile. La sequenza logica muove dallo scopo della valutazione, individua l'unità di riferimento e soltanto dopo selezione approcci, metodi e modelli.

La questione è particolarmente evidente nelle partecipazioni. Attribuire a un pacchetto azionario una quota proporzionale del valore dell'intera azienda presuppone che non siano necessarie rettifiche per i diritti incorporati, il grado di influenza, la liquidità e la trasferibilità. Il valore della partecipazione non deriva quindi sempre da una semplice proporzione matematica.

Titoli, portafogli e partecipazioni. I Piv esemplificano il problema con un portafoglio

Gli effetti sulla stima	
Caso valutativo	Possibile unità di valutazione
Portafoglio di titoli della stessa specie	Singolo titolo; intero portafoglio; capitale sociale espresso pro quota
Strumenti finanziari misurati al fair value	Unità contabile prevista dall'Ifrs applicabile
Ipo	Singolo titolo nella prospettiva dell'azionista di minoranza
Aumento di capitale di società non quotata ad azionariato diffuso	Azienda nel suo complesso
Gruppo diversificato	Intero gruppo oppure singoli business in una sum of the parts
Marchio o altro intangibile	Bene stand alone oppure bene con tecnologia, rete commerciale e altri asset complementari
Macchinario o impianto	Singolo bene oppure Cgu cui il bene appartiene
Goodwill	Cgu o gruppo di Cgu beneficiario delle sinergie

di azioni della stessa specie. L'unità di valutazione può essere costituita dal singolo titolo, dall'intero portafoglio oppure dal capitale complessivo dell'azienda, espresso pro quota. Le tre impostazioni possono condurre a risultati differenti, perché assumono perimetri e prospettive economiche diverse.

Nelle valutazioni contabili l'unità può, tuttavia, essere già definita dal principio applicabile. Il razionale richiama l'Ifrs 9, secondo cui, indipendentemente dalla quantità detenuta, l'unità di riferimento è il singolo titolo e non il portafoglio. Quando esiste un prezzo quotato in un mercato attivo, l'Ifrs 13 richiede inoltre di determinare il fair value moltiplicando il prezzo unitario per la quantità posseduta. Non sono ammessi blockage factor (fattori di blocco) motivati dalla sola dimensione della posizione, neppure quando il mercato non sarebbe in grado di assorbire l'intero quantitativo in un'unica operazione senza effetti sul prezzo.

La finalità orienta il perimetro. Anche al di fuori delle valutazioni contabili è la finalità della stima a orientare la scelta dell'unità.

Nel documento Oiv (Organismo italiano di valutazione) sulle offerte pubbliche e sugli aumenti di capitale, per un'Ipo l'unità è rappresentata dal singolo titolo nella prospettiva dell'azionista di minoranza. Nell'aumento di capitale di una società non quotata ad azionariato diffuso, invece, il riferimento è normalmente l'azienda nel suo complesso e il valore del titolo è ricavato proporzionalmente dal valore

dell'equity.

Non basta, pertanto, affermare che sono state valutate "le azioni". Occorre precisare se la stima riguarda il singolo titolo, un pacchetto azionario considerato unitariamente, l'intero capitale sociale, uno specifico business oppure il gruppo nel suo complesso.

Gruppi e somma delle parti. La scelta del perimetro diventa particolarmente delicata nei gruppi diversificati. L'esperto deve valutare se stimare unitariamente l'intero complesso oppure ricorrere a una sum of the parts (valutazione stratificata), separando i singoli business e considerando i costi corporate come componente negativa.

La somma delle parti non coincide con la mera addizione dei valori delle controllate. Occorre adottare configurazioni di valore omogenee, evitare duplicazioni e considerare le sinergie infragruppo, i costi delle strutture centrali, le attività non operative e la fiscalità. Quando i singoli business sono stimati in termini di enterprise value, il risultato deve inoltre essere riconciliato con il valore dell'equity attraverso la posizione finanziaria netta, le partecipazioni di minoranza e le altre poste di raccordo.

Il valore del gruppo può quindi essere superiore o inferiore alla somma aritmetica delle sue componenti.

La relazione deve indicare quali attività siano state valutate separatamente, come siano stati trattati i costi corporate e le sinergie e quale percorso abbia condotto dal valore delle parti al valore complessivo.

Marchi e attività complementari. La non additività as-

sune un rilievo ancora maggiore nella valutazione dei beni immateriali.

Un marchio può essere stimato isolatamente oppure congiuntamente alla tecnologia e alla rete commerciale o distributiva necessarie al suo sfruttamento. Nel secondo caso l'unità di valutazione è più ampia rispetto all'attività oggetto della stima.

L'esperto deve quindi motivare l'inclusione delle attività complementari e illustrare il criterio seguito per attribuire al marchio una parte del valore complessivo. Quando si stima un valore di mercato, la relazione deve inoltre precisare se l'ipotetico compratore sia considerato già dotato delle attività necessarie oppure debba procurarsele separatamente.

Flussi e rischio di duplicazione. Nei metodi reddituali applicati agli intangibili, l'unità di valutazione incide direttamente sulla costruzione dei flussi.

Nel Multi-period excess earnings method (metodo degli extra-redditi pluriennali) il reddito attribuibile all'attività immateriale è determinato sottraendo dal risultato corrente o prospettico il costo d'uso delle altre attività materiali e immateriali che concorrono alla sua generazione. Tale costo comprende sia la remunerazione del capitale investito, il cosiddetto return on (rendimento, o ritorno, sul capitale), sia il consumo o deprezzamento dell'attività, il return of (restituzione, o rimborso, del capitale). Capitale circolante, immobilizzazioni, tecnologia, forza lavoro organizzata e rete distributiva possono quindi richiedere specifici contributory asset

charges (oneri per asset contributivi). La loro omissione sovrastima il bene immateriale principale; un'imputazione incoerente o duplicata determina invece un double counting e altera la distribuzione del valore tra gli asset.

Cgu, goodwill e impairment. Nell'impairment test (verifica di perdita di valore) l'unità dipende dalla capacità delle attività di generare flussi finanziari in entrata largamente indipendenti. Se il valore recuperabile non può essere determinato per il singolo bene, lo Ias 36 richiede di individuare la più piccola Cash generating unit (Cgu, unità generatrice di flussi di cassa) alla quale il bene appartiene.

Il perimetro non può essere indebitamente ampliato, perché i risultati positivi di alcune attività potrebbero compensare le perdite di altre e impedire l'emersione della riduzione di valore. Le Cgu devono inoltre essere individuate con coerenza da un esercizio all'altro, salvo che il cambiamento sia giustificato.

Il goodwill (l'avviamento) deve essere allocato alle Cgu o ai gruppi di Cgu destinati a beneficiare delle sinergie dell'aggregazione. L'allocation deve avvenire al livello più basso al quale l'avviamento è monitorato internamente e, comunque, non può superare il livello del settore operativo individuato prima delle aggregazioni consentite dall'Ifrs 8.

Il test confronta il valore contabile dell'unità, comprensivo dell'avviamento allocato, con il relativo valore recuperabile. Anche in questo caso l'individuazione del perimetro precede la misurazione e ne condiziona direttamente l'esito.

La responsabilità dell'esperto. Per l'esperto il percorso parte dall'identificazione dell'attività oggetto di stima, dei diritti incorporati e dello scopo dell'incarico. Occorre poi selezionare l'unità coerente con la prospettiva adottata, verificare la presenza di sinergie e complementarità e soltanto successivamente applicare metodi e modelli.

La relazione deve spiegare come si passa dal valore dell'aggregato a quello dell'attività valutata, indicando premi, sconti, costi corporate, poste di raccordo e criteri di allocazione. Deve inoltre chiarire quali sinergie siano state incluse, quali escluse e a quali soggetti siano attribuibili.

Non basta, quindi, esprimere un valore. Occorre rendere trasparente quale combinazione di beni, diritti, attività complementari e sinergie sia stata effettivamente sottoposta a valutazione.

— © Riproduzione riservata —