Il giudizio conclusivo della stima non può essere demandato al destinatario della perizia

Aziende, valore finale motivato

La sintesi ricompone i risultati dei diversi metodi e i rischi

Pagina a cura
DI RAFFAELE MARCELLO

Il valore di un'azienda deve trovare una conclusione motivata, senza lasciare al destinatario della perizia il compito di scegliere tra risultati differenti. L'esperto è chiamato a ricondurre le indicazioni ottenute dai diversi criteri a un giudizio economicamente fondato, spiegando le ragioni delle eventuali divergenze e i fattori che incidono sull'attendibilità del risultato. Non basta, quindi, applicare correttamente i singoli metodi, occorre dimostrare anche la coerenza del percorso che conduce alla determinazione finale del valore.

Il giudizio non si esaurisce nei calcoli. La sintesi valutativa è il momento in cui i risultati delle diverse metodologie diventano una conclusione utilizzabile. Non si limita alla presentazione dei valori ottenuti, perché l'esperto è chiamato a individuare quello che meglio rappresenta la configurazione di valore richiesta. Il percorso comprende due passaggi distinti. Quando sono stati adottati metodi basati sui flussi di risultati o su analisi comparative, occorre anzitutto aggiungere gli elementi attivi e passivi eventualmente rimasti fuori dalle stime. Successivamente si deve formulare una sintesi razionale delle indicazioni offerte dai diversi criteri eventualmente impiegati.

Troppi metodi non rafforzano la perizia. Un rischio ricorrente è quello di applicare un insieme ampio e confuso di metodi e varianti, quasi che la completezza del lavoro dipendesse dal numero delle strade percorse. È un'impostazione che può portare a valori eterogenei e lasciare irrisolto il problema della loro composizione.

Il valutatore non è tenuto a seguire ogni possibile metodo, ma a costruire un itinerario mirato e giustificato. La scelta dei criteri deve dipendere dall'oggetto della valutazione, dalle caratteristiche dell'impresa, dalla qualità delle informazioni disponibili e dalla configurazione di valore da stimare. L'utilizzo di più metodologie può offrire riscontri utili, ma non attribuisce automaticamente maggiore attendibilità alla conclusione.

La media non cancella le differenze. I Principi Italiani di Valutazione (Piv), edizione 2026, escludono il ricorso a soluzioni prive di un'adeguata giustificazione economica, come la semplice media tra risultati valutativi molto distanti. In presenza di scostamenti significativi, l'esperto è chiamato a individuarne le cause e a motivare la scelta del valore conclusivo, tenendo conto dell'attendibilità degli esiti ottenuti e della loro coerenza con la configurazione di valore ricercata.

La prescrizione non equivale a un divieto assoluto di qualsiasi media, ciò che viene contestato è il ricorso a un'operazione aritmetica in luogo dell'analisi delle differenze.

> *Prima di procedere alla sintesi bisogna verificare le ipotesi sottostanti, l'attendibilità dei dati, la coerenza delle grandezze utilizzate e i limiti informativi di ciascun criterio*

Se il metodo finanziario indica un valore sensibilmente superiore a quello ottenuto con i multipli, collocare la stima a metà strada non spiega quale risultato sia maggiormente rappresentativo. Prima di procedere alla sintesi bisogna verificare le ipotesi sottostanti, l'attendibilità dei dati, la coerenza delle grandezze utilizzate e i limiti informativi di ciascun criterio.

Range troppo ampi sotto osservazione. Analogo rigore è richiesto nella presentazione degli intervalli di valore. I range non sono vietati, ma la loro ampiezza non deve lasciare margini eccessivi di discrezionalità alla decisione per la quale la stima è stata richiesta. Un intervallo costruito per comprendere risultati molto distanti non rappresenta necessariamente una conclusione prudente. Può, al contrario, segnalare che l'incaricato della valutazione non ha risolto le questioni emerse nel corso dell'analisi.

La perizia deve fornire al destinatario un giudizio tecnico utilizzabile, senza trasferirgli la responsabilità di scegliere tra valori privi di una gerarchia motivata. L'eventuale intervallo deve quindi essere giustificato dalle caratteristiche dell'azienda, dall'incertezza delle ipotesi e dalla capacità delle metodologie di rappresentare il valore ricercato.

L'ampiezza dell'intervallo di valore. Nell'esprimere il valore conclusivo, occorre considerare che un'oscillazione del 10-15% nei due sensi attorno a un valore puntuale può generalmente essere considerata ragionevole, tenuto conto delle approssimazioni inevitabili nei processi di stima. Il riferimento va però interpretato correttamente.

Non costituisce una soglia inderogabile, né un intervallo standard da applicare a qualsiasi impresa. In una stima caratterizzata da dati solidi e ipotesi relativamente stabili, potrebbe essere giustificato un intervallo più contenuto; in altri casi occorrerà spiegare un'incertezza maggiore. In entrambi i casi la misura dell'oscillazione deve discendere dall'analisi, non precederla.

Sensibilità, non oscillazioni arbitrarie. La stessa impostazione riguarda la sensitivity analysis. Le analisi di sensibilità sono strumenti utili per comprendere quanto il risultato dipenda dalle principali variabili, ma non sono giustificabili quelle costruite su intervalli del tutto arbitrari e usate per sostenere range che non hanno una reale capacità dimostrativa.

> *Le analisi di sensibilità sono strumenti utili per comprendere quanto il risultato dipenda dalle principali variabili, ma non sono giustificabili quelle costruite su intervalli del tutto arbitrari*

Il tema riguarda soprattutto le valutazioni fondate su piani prospettici, nelle quali variazioni del tasso di attualizzazione, della crescita terminale o dei risultati attesi possono incidere sensibilmente sul valore.

Una sensitivity non può essere la giustificazione a posteriori di un intervallo già deciso, in quanto le oscillazioni dei parametri devono avere un fondamento nelle evidenze disponibili e nelle condizioni di rischio dell'impresa. In mancanza, l'analisi amplia soltanto il numero dei risultati possibili senza rafforzare la conclusione.

Flussi e mercato devono confrontarsi. Un punto di particolare interesse è il confronto tra valutazioni basate sui flussi di risultati e valutazioni comparative.

Le prime restituiscono la visione interna dell'impresa, perché si fondano sulle prospettive economico-finanziarie dell'azienda esaminata; le seconde, invece, esprimono una visione di mercato, ricavata dal confronto con prezzi o multipli osservati per attività comparabili.

Quando i risultati divergono, non è sufficiente attribuire loro lo stesso peso e calcolare una media.

In questi casi è necessario un approfondimento dell'analisi fondamentale per individuare le cause della mancata convergenza. Occorre comprendere se le previsioni aziendali incorporino aspettative diverse da quelle del mercato, se il rischio sia trattato coerentemente e se la selezione dei comparabili consenta un confronto significativo.

Anche le poste escluse vanno recuperate. Prima della sintesi conclusiva resta indispensabile verificare che il valore ottenuto comprenda tutte le componenti pertinenti. I metodi fondati sui flussi e quelli comparativi possono non includere alcuni elementi attivi o passivi, che devono essere aggiunti o sottratti quando coerente con l'impostazione della stima.

La relazione dovrebbe rendere verificabile anche questo passaggio, evitando duplicazioni o omissioni. Solo dopo aver reso omogenee e complete, per quanto necessario, le diverse indicazioni può essere affrontata la loro riconciliazione.

Criticità in evidenza. La formulazione del risultato deve essere accompagnata da un richiamo agli aspetti critici del processo valutativo, in particolare al grado di rischio e all'adeguatezza dei criteri impiegati rispetto alla configurazione di valore ricercata.

La conclusione non può quindi esaurirsi in una cifra evidenziata in grassetto. Deve spiegare quali elementi hanno sostenuto il giudizio, quali variabili ne condizionano l'affidabilità e dove si concentra l'incertezza.

Tutto ciò non significa pretendere un'esattezza estranea alle stime economiche, significa, invece, distinguere l'approssimazione fisiologica da una conclusione non adeguatamente motivata. Il destinatario deve comprendere le ragioni del valore indicato e i limiti entro i quali può essere utilizzato.

© Riproduzione riservata

Le regole della sintesi valutativa

Profilo	Indicazione dei Piv	Ricaduta operativa
Pluralità dei metodi	Nessun obbligo di applicare tutti i criteri possibili	Selezionare un percorso mirato e motivato
Medie aritmetiche	Da evitare le medie semplici fra risultati molto dispersi	Spiegare prima le cause delle differenze
Range	Da evitare intervalli eccessivamente ampi	Motivare ampiezza e significato dell'intervallo
Oscillazione 10-15%	Riferimento generalmente ragionevole, non vincolante	Calibrare l'intervallo sulle circostanze specifiche
Sensitivity analysis	Non deve basarsi su variazioni arbitrarie	Motivare le oscillazioni dei principali driver
Flussi e comparabili	Approcci interno e di mercato da riconciliare	Approfondire l'analisi fondamentale
Conclusioni	Richiamo a rischio e adeguatezza dei criteri	Esplicitare criticità e affidabilità della stima