

# LA METODICA ED I CRITERI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO ALLA LUCE DEI NUOVI PIV



La relazione di stima rappresenta il documento conclusivo con il quale il professionista attesta l'espletamento del proprio incarico. Il suo contenuto, infatti, descrive le differenti fasi che hanno caratterizzato il processo valutativo a partire dall'accettazione dell'incarico, fino all'indicazione sulla metodica adottata e sul valore assegnato ad un bene o ad un complesso di beni, siano essi parte integrante di un ramo aziendale che non (azienda *in toto*). Con il presente contributo, dopo brevi cenni alla relazione di stima, ci si soffermerà sulla metodica di valutazione individuata dal professionista, nonché sui criteri utilizzati nella determinazione del "valore" alla luce dei nuovi Principi Italiani di Valutazione (PIV).

/ Raffaele MARCELLO \*

/ Nicola LUCIDO \*\*

## LA RELAZIONE DI STIMA E LA SUA STRUTTURA

La relazione di stima rappresenta il documento conclusivo del processo di valutazione di un bene o di un complesso di beni<sup>1</sup>.

Secondo quanto indicato nei Principi Italiani di Valutazione (Principio II.4.2)<sup>2</sup> "Le relazioni di stima devono avere un'organizzazione logica e devono essere in grado di anticipare le

domande che un lettore competente potrebbe porsi. In nessun modo i dati riportati in una parte della relazione dovrebbero contraddire dati riportati in un'altra parte della relazione senza adeguate riconciliazioni".

I tre elementi caratterizzanti la relazione sono:

- la forma scritta;
- l'organizzazione logica della redazione;
- i contenuti.

La **forma scritta** richiesta dal Principio II.4.1

\* Consigliere del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Dottore Commercialista e Revisore Legale con delega ai Principi Contabili, ai Principi di revisione e Sistema dei Controlli

\*\* Ricercatore Area Aziendale della Fondazione Nazionale dei Commercialisti

1 Le procedure necessarie per pianificare correttamente la redazione di perizie di stima valutative, senza trascurare le responsabilità che investono l'esperto, sono approfondite in Marcello R., Loia A.M. "La redazione della perizia di stima nella valutazione d'azienda e le responsabilità dell'esperto", in *questa Rivista*, 7-8, 2014, p. 98 ss.

2 L'iniziativa dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), con la pubblicazione nel luglio 2015 dei PIV, mira da un lato a diffondere una "cultura della valutazione", dall'altro ad offrire una serie di indicazioni sulla modalità con la quale sarebbe opportuno procedere nel giudizio di valore di un'attività o di un bene. La previsione di impianti valutativi generalmente accettati dal settore è, di fatto, un elemento importante per conferire validità scientifica e professionale ai propri elaborati. I PIV, per questo, si profilano come un utile strumento operativo per lo svolgimento dell'attività professionale. Il loro contenuto ed organizzazione sono tratti, per espressa menzione dell'OIV, in parte dai Principi internazionali di valutazione emanati dall'*International Valuation Standards Council (IVSC)*, in parte dalla prassi operativa locale. Cfr. Marcello R. "Il ruolo del professionista nelle valutazioni economiche", *Press*, gennaio, 2015 e Marcello R., Lucido N. "Il processo di valutazione dopo l'emanazione dei principi di valutazione (PIV)", in *questa Rivista*, 7-8, 2016, p. 102 ss.



costituisce il primo dei presupposti della relazione di stima, che dovrebbe essere accompagnata da un documento di sintesi di tipo divulgativo, attraverso il quale è possibile trasferire le informazioni ai principali interessati in merito al processo valutativo seguito ed al valore conclusivo che è stato determinato.

Il documento di sintesi, sovente in calce alla relazione di stima, qualora venisse redatto quale introduzione, potrebbe rappresentare una sorta di *executive summary*, utile a fornire valide premesse per il lettore, facilitando la sua lettura.

Con riferimento al secondo punto, ovvero, all'**organizzazione logica**, è evidente che bisogna sviluppare, prima di ogni altra cosa, un'intelaiatura della relazione medesima sulla scorta della documentazione raccolta (base informativa), nonché in funzione della finalità ultima della stima. Fanno da cornice tutte le informazioni che attengono, ad esempio, alla descrizione, all'oggetto e alla finalità dell'incarico, alla data, alle eventuali restrizioni o dichiarazioni di conflitti d'interesse, all'ade-

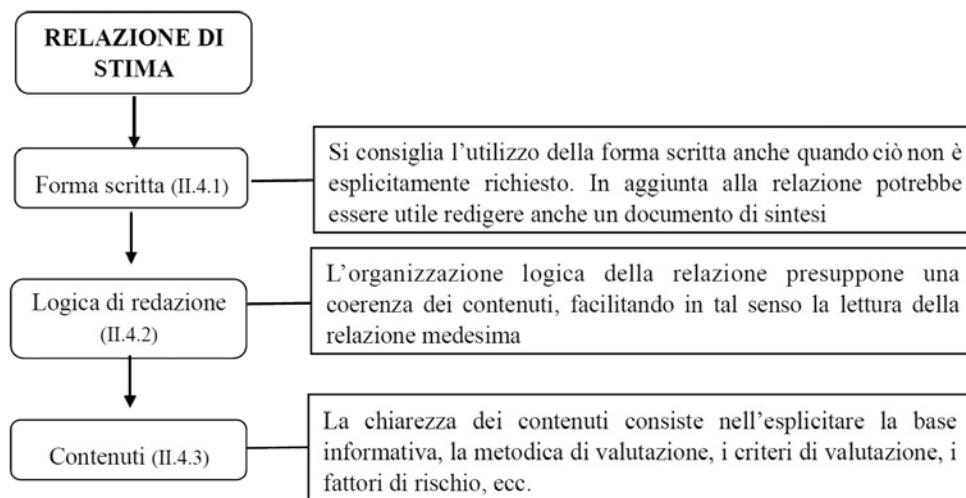
sione al codice etico del professionista, alla dichiarazione di utilizzo dei PIV<sup>3</sup>, all'eventuale ricorso ad ausiliari o ad altri specialisti, alla natura della stima, ecc.

Pertanto, con l'organizzazione logica della relazione, il professionista<sup>4</sup> dovrebbe definire, a monte, un valido percorso che guidi dall'inizio alla fine il lettore, il quale, individuate le ipotesi, gli assunti base e, più in generale, i perimetri della relazione, è agevolato nella comprensione della medesima in risposta a ciascuno dei suoi probabili quesiti.

Per concludere, il terzo degli elementi della relazione è caratterizzato dai **contenuti**, con cui la relazione di stima prende forma ed in cui è più evidente la metodologia adottata, i criteri di valutazione scelti e la stima conclusiva.

È questa la parte in cui si stabilisce se utilizzare, ad esempio, un metodo patrimoniale, reddituale o misto, o anche il metodo delle valutazioni comparative, in cui si valuta il rischio insito nell'oggetto della valutazione, ecc.

Volendo rappresentare graficamente quanto sinora esposto si avrà:



3 Il professionista che intende adottare su base volontaria i PIV è chiamato ad aderire al "Code of Ethical Principles for Professional Valuers". Si tratta di principi etici da onorare che sono stati emessi dall'IVSC. Al riguardo si evidenzia che il CNDCEC ha recentemente tradotto gli standard internazionali dell'IVSC, contribuendo in tal modo al dibattito e allo sviluppo della materia in ambito nazionale e fornendo un utile supporto agli stessi professionisti. Cfr. Marcello R. "Valutazioni aziendali in chiaro", Italia Oggi, 11.4.2016.

4 In questa sede il termine professionista viene utilizzato per indicare l'esperto così come considerato nei PIV. Per fornire una rappresentazione adeguata dell'attuale coinvolgimento della professione nel mondo delle valutazioni e, conseguentemente, orientare meglio i propri sforzi, il CNDCEC ha condotto, per mezzo della Fondazione Nazionale dei Commercialisti, un'indagine sul tema, somministrando un apposito questionario ad un campione significativo di iscritti all'Albo e i cui risultati sono riportati nel documento del CNDCEC "Indagine sull'attività professionale del commercialista: le valutazioni", maggio 2016.

L'organizzazione logica della relazione, piuttosto che la chiarezza dei contenuti, potrebbero essere agevolati dalla redazione delle **carte di lavoro** (Principio II.5), con cui sarà più semplice comprendere i passaggi e le scelte alla base del processo di valutazione. A partire dai contenuti, nel prosieguo, ci si soffermerà sulla metodica di valutazione, nonché sui criteri di valutazione, secondo le considerazioni proposte proprio dai PIV.

## LE PREMESSE ALLA DETERMINAZIONE DEL VALORE: LE BASI INFORMATIVE, LE TIPOLOGIE E LE METODICHE DI VALUTAZIONE

Alla base di ogni stima di un'azienda o di un ramo d'azienda è necessario considerare, innanzitutto, la base informativa da cui prende avvio la valutazione, la tipologia di valutazione da porre in essere, a cui si correla la metodica generale valutativa, e quindi il criterio specifico di valutazione.

In merito alla base informativa, il Principio I.5, specifica che *"La valutazione deve esprimere un giudizio informato"*<sup>5</sup>.

Affinché ciò avvenga è importante che il professionista abbia cura nella raccolta documentale di **informazioni e dati**, nonché nell'utilizzo dei medesimi mediante un **giudizio critico** (*professional skepticism*). Il che vuol dire accertarsi, ad esempio, della completezza delle informazioni raccolte e della loro attendibilità, verificandone la rilevanza, la provenienza (se dal committente o da terzi non interessati), la diffusione pubblica dell'informazione, ecc.

I dati e le informazioni raccolte (*input*) possono essere **classificati** (Principio I.5.4):

- *in base al tempo*, da cui l'acquisizione di un'informazione storica, attuale o prospettica;
- *in base alla data in cui viene redatta la relazione di stima*, per cui sarà necessario verificare se i dati raccolti si riferiscono a situazioni realizzate alla data della valutazione ovvero potenzialmente determinate;
- *in base all'accessibilità delle informazioni*, che distingue l'informazione di dominio pubblico rispetto a quella privata;
- *in base alla fonte*, che considera la provenienza dell'informazione, interna (se prodotta dal soggetto interessato) ed esterna (se fornita da soggetti terzi indipendenti);
- *in base alla completezza*, per cui le informazioni si possono ritenere complete o meno in relazione ai dati ed alla rilevanza dei medesimi in esse compresi.

Una particolare attenzione dovrebbe essere riservata alle **informazioni prospettiche** fondate su ipotesi, che si ritiene debbano essere ponderate a tal punto da ridurre il peso qualora, il professionista, non le ritenga ragionevoli oppure adeguatamente giustificate (Principio I.5.5).

Le ipotesi, a loro volta, potrebbero essere (Principio I.5.6):

- ipotesi relative a condizioni ipotetiche (*hypothetical assumptions*), che non necessariamente ci si attende che si realizzino;
- ipotesi speciali (*special assumptions*), che interessano *status* differenti rispetto a quelli attuali, quale potrebbe essere la modifica di una destinazione d'uso di un'area particolare;
- ipotesi rilevanti (*key assumptions*), di cui necessita tener conto poiché, al loro eventuale verificarsi, potrebbero esserci importanti riflessi sul valore finale;
- ipotesi sensibili (*sensitive assumptions*), con cui si definiscono quelle condizioni che nel corso degli anni a venire potrebbero subire oscillazioni più o meno accentuate.

5 "La base informativa costituisce (con l'analisi fondamentale) la condizione necessaria per tradurre i modelli assoluti e i multipli in valutazioni efficaci, cioè affidabili e dimostrabili. In tal senso essa appresta tutte le informazioni necessarie o utili allo scopo". In Guatri L., Bini M. "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Milano, 2005.



Con riferimento alla **tipologia di valutazione** (Principio III.1.1), invece, l'OIV definisce le differenti attività valutative in diversi ambiti, ovvero:

- a) valutazione;
- b) parere valutativo;
- c) parere di congruità finanziaria (o parere di merito o *fairness opinion*);
- d) parere di congruità funzionale (o parere di metodo, fra cui i pareri richiesti ai revisori ai sensi di legge);
- e) calcolo valutativo;
- f) revisione del lavoro di altro esperto.

### LA VALUTAZIONE

Implica l'intervento del professionista in merito ad un giudizio che occorre esprimere sui contenuti del piano aziendale realizzato da un terzo soggetto, sovente il *management* aziendale, (Principio III.1.2), nonché sui flussi prospettici che da esso potrebbero derivare (Principio III.1.24). Il che vuol dire, considerare il piano sia sotto un aspetto meramente strategico, sia in un contesto più operativo-funzionale. In tal senso, il professionista deve analizzare la logica del processo valutativo realizzata all'interno del piano, la plausibilità dei risultati attesi, in considerazione anche dei rischi legati all'attività ed al *business* praticato dall'impresa. La finalità ultima è quella di segnalare, qualora lo si ritenesse opportuno, tutte le incoerenze o manchevolezze nel piano sottoposto all'analisi e di integrare, laddove opportuno, il medesimo. Ciascuna obiezione o intervento sul piano, da parte del professionista, deve essere debitamente motivato.

### I PARERI VALUTATIVI

Sottendono (Principio III.1.3) un'attività di tipo professionale che non rientri nella casistica della valutazione e/o del parere di congruità di cui si dirà in seguito. In particolare, nei pareri valutativi, il professionista, fermo restando l'individuazione del percorso

valutativo adottato in un piano aziendale in relazione all'attività operativa dell'impresa, si limita ad offrire un giudizio sulla completezza delle informazioni e sulla coerenza delle ipotesi e degli assunti base. In definitiva, si tratta di comprendere se le informazioni che scaturiscono dalla valutazione, possano essere considerate valide o rappresentino un elemento che possa confondere il soggetto terzo interessato ai risultati prospettici del piano dell'impresa (Principio III.1.25). Pertanto, a differenza della *valutazione*, il professionista si pronuncia sull'accuratezza e sulla completezza delle ipotesi che supportano il piano, senza che ciò possa comportare un suo intervento, integrazione o modifica.

### IL PARERE DI CONGRUITÀ FINANZIARIA

Con tale parere (Principio III.1.4) il professionista parte dall'analisi informativa di tipo prospettico, proprio di un piano che gli è stato presentato, limitandosi a verificare se il suddetto piano consti di una congruità di tipo finanziario (Principio III.1.26)<sup>6</sup>.

### IL PARERE DI CONGRUITÀ FUNZIONALE

Tale parere (Principi III.1.4 e III.1.5) è molto simile al precedente; se ne differenzia poiché, più che nel merito della determinazione del valore, ci si sofferma sul metodo adottato nella costruzione del risultato finale (Principio, III.1.26). In definitiva, i giudizi sui pareri di congruità finanziaria approfondiscono il "merito" della decisione, da cui la necessità di determinare un prezzo di trasferimento o un rapporto di concambio, mentre la congruità funzionale esamina il "metodo", cioè la qualità del processo valutativo adottato per la determinazione di un valore.

Tra i pareri di metodo (congruità funzionale) è ricompreso il **parere di congruità richiesto ai revisori ai sensi di legge** (Principio III.1.6), che non è una vera e propria valutazione, ma ha l'intento di fornire agli azionisti e/o agli *stakeholder* ulteriori informazioni e/o chiari-

6 Questa tipologia di valutazione è solita per verificare, ad esempio, la congruità di un prezzo di trasferimento o di un rapporto di concambio.

menti sulle procedure e sui risultati contabili prodotti dagli amministratori, attestando la validità con cui si è proceduto, ad esempio, nella determinazione di un prezzo di emissione o di un rapporto di concambio o di un valore di liquidazione. Non si tratta, quindi, di una valutazione in senso stretto né tantomeno di un parere di congruità finanziaria, ma di congruità funzionale richiesta dalla legge.

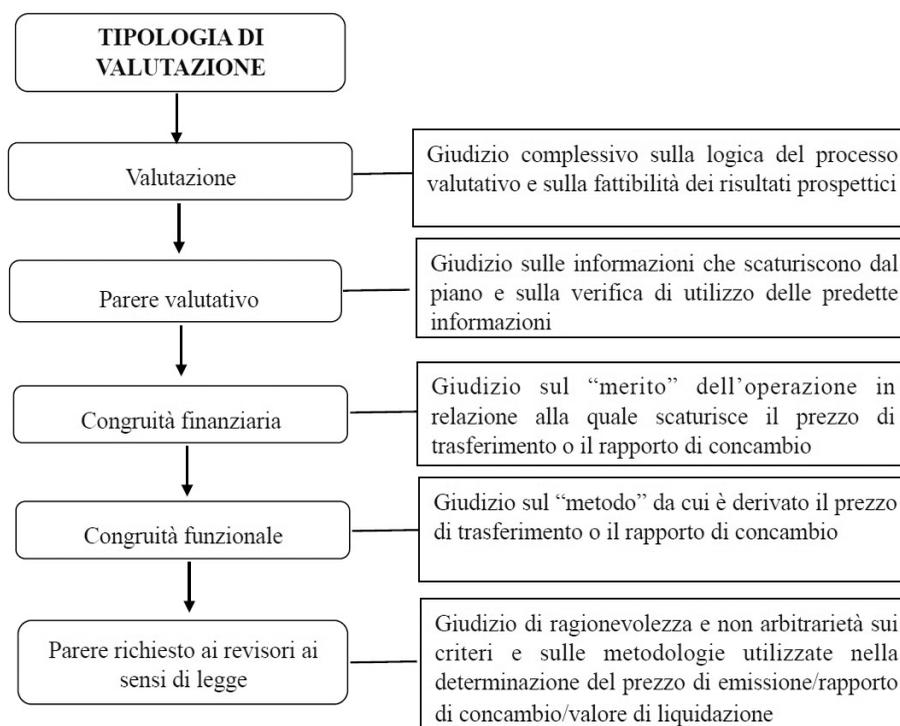
### IL CALCOLO VALUTATIVO

Attiene la determinazione del valore secondo le metodiche ed i criteri di cui si dirà in avanti.

### LA REVISIONE DEL LAVORO DI ALTRO ESPERTO (VALUATION REVIEW)

La *valuation review* consiste, invece, in un esame critico del lavoro svolto da un altro professionista. Tale revisione richiede la stessa completezza del particolare lavoro sottoposto a giudizio (ad esempio, se l'oggetto di analisi è una valutazione o un parere valutativo o un parere di congruità finanziaria o un calcolo valutativo, anche la revisione deve avere la stessa natura).

Nella figura che segue si riassume quanto detto finora:

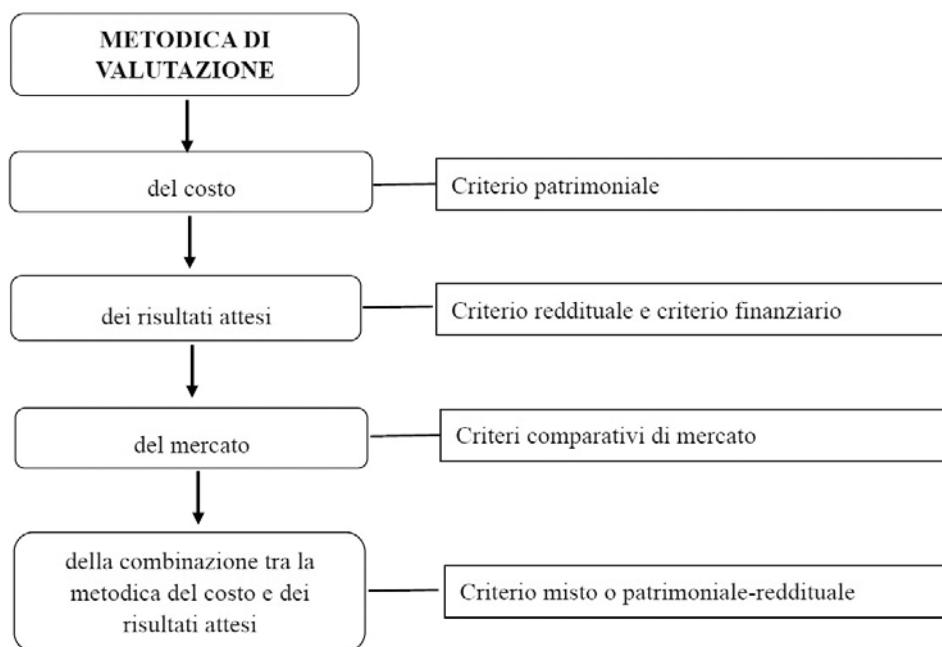


È bene precisare che ciascuna delle predette tipologie valutative può essere eseguita sia in presenza di un **piano aziendale**, da sottoporre al professionista, sia in assenza del predetto piano. In quest'ultima circostanza, dovrà essere egli stesso a determinare i possibili risultati attesi, specificando le ipotesi e gli assunti di partenza, le basi informative a disposizione, nonché il processo valutativo adottato (Principio III.1.27).

### LE METODICHE GENERALI

Stabilite quali possano essere le differenti tipologie valutative, l'altro aspetto che interessa evidenziare nell'ambito delle premesse alla stima di un valore aziendale è rappresentato dalle metodiche generali, con cui si esprime il raggruppamento all'interno del quale vengono trattati uno o più criteri di valutazione. Le metodiche sono sostanzialmente quattro (Principio III.1.11), ovvero:

- a) la **metodica del costo**, che interessa principalmente l'adozione dei criteri patrimoniali;
- b) la **metodica dei risultati attesi**, che concerne i criteri reddituali ed i criteri finanziari;
- c) la **metodica del mercato**, che riguarda i criteri comparativi di mercato;
- d) la **metodica mista costo-risultati attesi**, che evidenzia il valore creato dall'impresa<sup>7</sup>.



Alla base di ciascuna metodica e, quindi, a monte di una qualsiasi scelta del criterio di valutazione più idoneo, l'OIV propone una serie di principi base, tra cui la verifica, da parte del professionista, dei presupposti di combinazione e coordinazione tra i beni che compongono l'azienda o un ramo di essa. Si tratta, in buona sostanza, di constatare, ai fini valutativi, la presenza o meno di un "complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici

di risorse umane unito da una comune finalità economica e dalla capacità di generare un autonomo flusso di risultati", anche se ciò non è sempre del tutto evidente (Principio III.1.12) dai risultati meramente contabili (si pensi al bilancio di esercizio)<sup>8</sup>. Infatti, solo in presenza di un complesso di beni coordinato è possibile far emergere l'eventuale forza reddituale e finanziaria prospettica dell'impresa, in un'ottica di creazione di valore<sup>9</sup>.

7 Quest'ultima conosciuta anche come criterio misto o patrimoniale-reddituale, poiché aggiunge al valore dei componenti patrimoniali anche il valore della variabile immateriale dell'avviamento.

8 Si richiama, al riguardo Viganò E, "Il concetto generale di azienda", in "Azienda. Contributi per un rinnovato concetto generale", a cura di Viganò E., Cedam, Padova, 2000, p. 674, il quale, con somma scienza, definisce l'azienda come "[...] una esistenza concreta, autonoma e duratura, composta da beni e persone legati da una coordinazione sistemica, aperta all'ambiente. Attua, con componente di rischio, processi economici di acquisizione, combinazione, scambio o erogazione di beni economici accrescendone l'utilità. La gestione, per operazioni e funzioni, si pone finalità varie e mutevoli nel tempo in relativa indipendenza anche dal soggetto economico, specifico e consapevole, che la governa. Tende all'efficienza e all'efficacia. Rispetta regole di condotta nel quadro normativo che ne regola la forma giuridica".

9 "La creazione di valore è un obiettivo diretto per l'impresa, rispondente al fine essenziale di assicurarle lunga vita; spingendola senza posa sulla via del successo e rendendola resistente negli inevitabili periodi di difficoltà", così Guatri L. "La teoria di creazione del valore", Egea, Milano, 1991, p. 22. Sulla creazione del valore un'ampia disamina è trattata nel testo di Donna G. "La creazione di valore nella gestione dell'impresa", Carocci, Roma, 2007.

In questo ambito, sarebbe opportuno, quindi, focalizzare maggiormente l'attenzione sui quei beni, che contribuiscono in modo fattivo alla creazione di valore, poiché sono i medesimi che potranno garantire la continuità reddituale e finanziaria della realtà economica indagata<sup>10</sup>. Il che non vuol dire non rappresentare tutte quelle altre attività e/o passività che, seppur rientranti nel valore globale dell'azienda o del ramo d'azienda, non contribuiscono in modo diretto alla realizzazione del reddito della gestione caratteristica dell'impresa (Principio III.1.14). In altri termini, sarebbe opportuno procedere nella determinazione di valore delle attività impegnate più direttamente nella gestione corrente, che andrebbero comunque sommate rispetto al valore riconducibile alle attività che offrono un supporto reddituale e finanziario "collaterale".

## I METODI DI VALUTAZIONE

Vista l'importanza della tematica affrontata, appare coerente qui proporre una sintetica analisi dei principali metodi di valutazione in relazione a quanto indicato nei PIV<sup>11</sup>.

In particolare saranno descritte:

- a) le valutazioni di tipo patrimoniale;
- b) le valutazioni reddituali;
- c) le valutazioni che esplicitano la creazione di valore;

- d) le valutazioni di tipo finanziario;
- e) le valutazioni comparative di mercato.

### LE VALUTAZIONI DI TIPO PATRIMONIALE

Le valutazioni di tipo patrimoniale attribuiscono il valore all'azienda sulla base della stima delle attività e delle passività che compongono il patrimonio alla data di riferimento (Principio III.1.28)<sup>12</sup>. In tal senso, il professionista deve procedere specificando per ciascun bene il criterio valutativo utilizzato ed il valore ad esso assegnato.

Inoltre, occorre che nella relazione di stima venga indicato se la metodica adottata sia quella del costo, con cui la valutazione avviene per ideale ricomposizione del patrimonio, oppure se si opti per la metodica con realizzo separato, di tipo analitico, ipotizzando le dismissioni singole dei beni a prezzi correnti (metodica di mercato) in ipotesi di continuità aziendale (*entry price*) o di liquidazione aziendale (*exit price*).

Le fasi che caratterizzano la valutazione del capitale secondo il metodo patrimoniale sono le seguenti<sup>13</sup>:

1. **acquisizione dei dati contabili dello stato patrimoniale alla data di valutazione**, che può coincidere o meno con la data di chiusura dell'esercizio. Se così non fosse si procederà ad una chiusura infrannuale dei conti determinando l'utile o la perdita del periodo intermedio<sup>14</sup>;

10 "Il capitale deve essere considerato, oltretutto nella sua consistenza fisica, nella sua capacità reddituale. In altre parole, deve essere messa a fuoco la «forza economica del capitale», considerata in un'ottica prospettica, cioè non limitata al momento della valutazione. Il capitale aziendale, dunque, oltretutto essere considerato nella sua composizione, deve essere considerato nella sua «forza di reddito»; pertanto deve essere visto nelle sue interrelazioni con l'ambiente economico-sociale, in un'ottica continua, dal passato al futuro immediato e di più ampio respiro". Caramiello C. "La valutazione dell'azienda", Giuffrè, Milano, 1993, p. 3.

11 Il tutto verrà rappresentato senza entrare nel merito delle formule per la determinazione del valore economico, piuttosto che nelle differenti teorie a supporto, poiché si ritiene che in questa sede sia necessario evidenziare solamente quanto precisato dai PIV in merito ai differenti criteri di valutazione. Pertanto, si lascia al lettore la facoltà di approfondire l'aspetto dottrinale, rinviando ai numerosi scritti al riguardo: Guatri L., "Trattato sulla valutazione delle aziende" Egea, Milano, 1998; Guatri L. "La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto", Egea, Milano, 1990; Caramiello C., "La valutazione dell'azienda", Giuffrè, Milano, 1993; Zanda G., Lacchini M., Onesti T. "La valutazione delle aziende", Giappichelli, Torino, 2001; Ferrero G. "La valutazione economica del capitale d'impresa", Giuffrè, Milano, 1996; Paganelli O. "Valutazione delle aziende", UTET, Torino, 1990; Olivetto L. "La valutazione economica dell'impresa", Cedam, Padova, 1983; Jovenitti P. "Valore dell'impresa", Egea, Milano, 1989; D'Ippolito T. "La valutazione delle aziende in avviamento", Giuffrè, Milano, 1946.

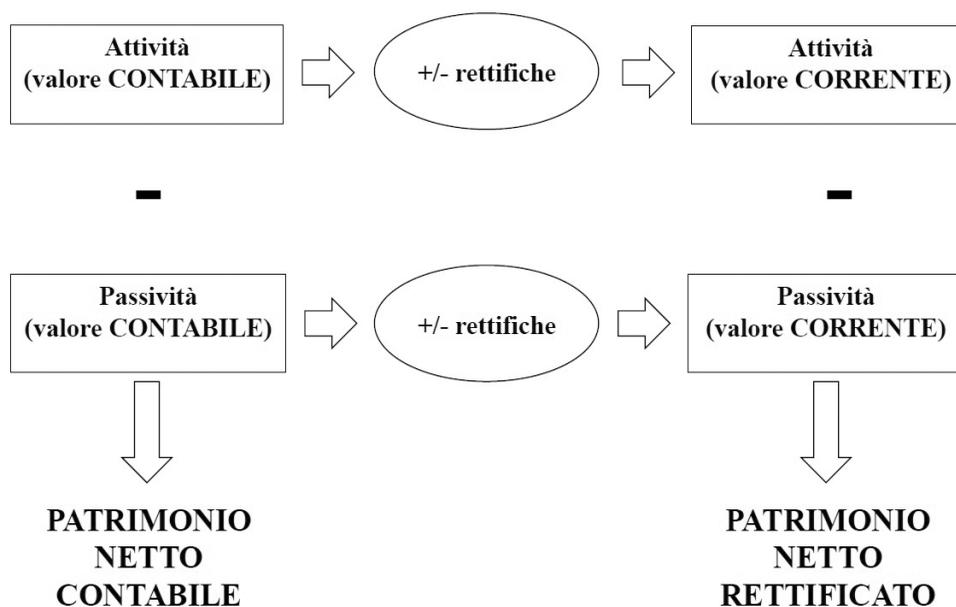
12 Le valutazioni di tipo patrimoniale "[...] si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale". Guatri L. "La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto", cit., p. 30 ss.

13 Sulle fasi della stima, si consulti, tra gli altri, Zanda G., Lacchini M., Onesti T., cit., p. 156 ss.

14 "In particolare, dovranno effettuarsi, relativamente al periodo di tempo trascorso, gli accantonamenti ai fondi rischi e ai fondi spese future; dovranno calcolarsi le quote infrannuali di ammortamento; occorrerà stimare le giacenze di magazzino, e così via". Zanda G., Lacchini M., Onesti T., cit., p. 157.



2. **revisione dei dati contabili**, al fine di verificare la correttezza nelle valutazioni delle poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale. Si tratta di una fase necessaria qualora il bilancio non sia sottoposto al giudizio di revisori esterni. In tal senso, occorre effettuare un approfondimento sulle poste dell'attivo e del passivo verificandone la corretta valutazione al fine di evitare fenomeni quali, ad esempio, l'annacquamento di capitale o della creazione di riserve occulte;
  3. **rettifiche dei valori di bilancio in precedenza revisionati**, determinando il passaggio, delle poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale, da valori contabili a valori correnti. In tal senso per le attività si è soliti adottare il criterio del presunto valore di realizzo o il criterio del valore di sostituzione. Per le passività, il criterio maggiormente adottato è sicuramente quello della presunta estinzione;
  4. **stima finale del patrimonio netto rettificato**, che è rappresentativo del valore economico dell'impresa ed è dato dalle rettifiche in aumento o in diminuzione apportate ai valori contabili rispetto a quelli correnti.
- In sintesi:



Una particolare attenzione, così come anche ribadito dai PIV, deve essere prestata ai **beni immateriali**, in modo specifico a quelli che sostanzialmente non risultano dal bilancio di esercizio, ma che, ad ogni modo, contribuiscono alla creazione di valore dell'impresa.

Al riguardo, un primo passaggio è rappresen-

tato dalla distinzione tra beni immateriali **contabilizzati** (brevetti, marchi, ecc.) e beni immateriali **non contabilizzati**.

Nel primo caso, trattandosi di costi capitalizzati, le valutazioni patrimoniali mirano a verificare il valore di iscrizione in bilancio e se il medesimo sia rappresentativo di una reale utilità prospettica del bene<sup>15</sup>. Ne consegue

15 "I benefici economici futuri derivanti da un'immobilizzazione immateriale includono i ricavi originati dalla vendita di prodotti o servizi, i risparmi di costo o altri benefici derivanti dall'utilizzo dell'attività immateriale da parte della società". OIC 24/2016 "Immobilizzazioni immateriali", bozza in consultazione, p. 5. Il presente passaggio è stato tratto dall'OIC 24, messo in consultazione in data 3 maggio 2016, fino alla data 4 giugno 2016, rispetto all'OIC pubblicato nel gennaio 2015.

un'eventuale rettifica in aumento o in diminuzione<sup>16</sup>.

Nella seconda circostanza, invece, le stime dei beni immateriali richiedono un'indagine più accurata, in quanto il loro valore non è espressamente riportato in bilancio. In quest'ultima ipotesi, la stima, è di tipo complesso, poiché occorre:

- distinguere i beni immateriali identificabili (o specifici)<sup>17</sup>, dotati di un'autonoma valutazione rispetto a quelli non identificabili (o generici)<sup>18</sup>, non dotati di un'autonoma valutazione<sup>19</sup>;
- eliminare i problemi di sovrapposizione o di intersezione tra due o più beni imma-

teriali, ed in particolare tra gli *intangibles* iscritti in bilancio e l'avviamento, che non può essere trasferito se non con l'intera azienda o ramo di essa.

Non vanno poi trascurati gli **effetti fiscali**, anche se potenziali (Principio III.1.28).

Si tratta di effetti che si potrebbero registrare sia in capo alle poste attive di bilancio sia in capo a quelle passive, relativamente a posizioni aperte e non ancora contabilizzate o derivanti dalle rettifiche nel passaggio dai valori contabili ai valori correnti (plusvalenze o minusvalenze). In definitiva, il valore dell'azienda o di un ramo di essa, indicato con "Ve", secondo il metodo patrimoniale semplice è dato da:

$$Ve = K$$

$$Ve = \text{Attivo Corrente} * (1-t) - \text{Passivo corrente} * (1-t)$$

Per la determinazione del valore dell'azienda o di un ramo di essa secondo il metodo patrimoniale complesso si avrà:

$$Ve = K + IM_{imm} \text{ (valore immobilizzazioni immateriali non contabilizzato)}$$

$$Ve = \text{Attivo Corrente} * (1-t) - \text{Passivo corrente} * (1-t) +/- \text{valore beni immateriali non contabilizzato} * (1-t)$$

in cui (1-t) rappresenta gli effetti fiscali prodotti.

Qualunque sia il metodo patrimoniale adottato, semplice o complesso, un presupposto fondamentale è che il patrimonio netto investito in azienda debba garantire un certo rendimento, cioè una congrua remunerazione; il tutto confrontato con il rendimento di investimenti a parità di rischio. Solo in pre-

senza di una congrua remunerazione, intesa come reddito medio atteso, del patrimonio netto rettificato è possibile che si verifichino i presupposti per una redditività futura dell'impresa. Volendo determinare con "R" la remunerazione attesa (reddito prospettico atteso), si avrà:

16 A titolo esemplificativo si pensi ai costi capitalizzati di manutenzione sugli immobili in cui l'impresa in futuro non svolgerà più l'attività.

17 Secondo quanto indicato dal Principio III.5.2 "Con il termine di bene immateriale identificabile (o specifico) si considera qualunque bene immateriale che può essere ceduto, trasferito o locato o concesso in licenza o scambiato in forma separata rispetto all'entità che lo possiede o che nasce da diritti contrattuali o da altri diritti legali in grado di generare benefici per il titolare, a prescindere dal fatto che siano trasferibili o separabili".

18 Il Principio III.5.3 recita "I beni immateriali non identificabili sono normalmente classificati come avviamento. L'avviamento non costituisce un'attività separabile dall'azienda e quindi rappresenta parte del valore d'azienda".

19 Sull'inquadramento di beni immateriali autonomi, si veda, tra gli altri, Beretta Zanoni A. "Il valore delle risorse immateriali", Il Mulino, Bologna, 2005, p. 185 ss.

$$R = i * K$$

dove:

R = reddito (remunerazione) attesa

i = tasso di remunerazione/tasso di attualizzazione

K = patrimonio netto rettificato

L'opportunità di considerare il rendimento del capitale investito in azienda è ribadita anche dal Principio III.1.29 per il quale "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 ed operativo) in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di parità di rischio".

### LE VALUTAZIONI REDDITUALI

La stima del capitale economico di tipo reddituale è da preferire per le realtà aziendali che presentano un andamento nel tempo

piuttosto stabile (Principio III.1.32). In caso contrario, sarebbe opportuno adottare il criterio di attualizzazione di flussi finanziari (*Discounted Cash Flow*), di cui appresso si dirà.

Alla base della valutazione di tipo reddituale vi è la capitalizzazione del reddito netto distribuibile o del reddito operativo disponibile al netto delle imposte (che l'impresa pagherebbe se non fosse indebitata, poiché diversamente bisogna considerare gli effetti fiscali dell'indebitamento). Il tutto deve essere riferito ad una durata temporale, limitata o illimitata, e ad un tasso opportunità (costo medio ponderato del capitale proprio).

La formula proposta dai PIV, in un'ottica di durata illimitata, è la seguente<sup>20</sup>:

$$Ve^{21} = \frac{R}{K_e}$$

in cui:

Ve = valore economico

R = reddito netto contabile di lungo periodo (che potrebbe essere sostituito con reddito operativo)

Ke = costo del capitale proprio

Volendo, invece, presentare il valore economico determinato con il metodo reddituale riferito ad una durata limitata si avrà:

$$V_e = \frac{R_{an-i}}{K_e}$$

20 Per semplicità di raffronto con il documento redatto dall'OIV, si è ritenuto opportuno non modificare i simboli relativi alle formule.

21 La presente formula, richiamando quanto indicato da numerosi studiosi, sembrerebbe considerare l'ipotesi di valutazione nell'ottica dell'impresa (ottica interna), quindi, dell'azionista e non dell'investitore. Il tutto in relazione al fatto che non viene contemplato il valore finale ipotetico di cessione, ma solo i flussi reddituali attesi. In tal senso, Guatri L, "La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto", cit., p. 63-64, il quale scriveva: "Per quanto riguarda la razionalità dei procedimenti fondati sui flussi, si può partire dall'osservazione che la formula teorica esprime il valore odierno del capitale (Wo) può essere rappresentata in uno dei seguenti modi":

I. Assumendo l'ottica dell'investitore (ottica "esterna"):

$$W_o = \sum_{s=1}^n d_s v^s + P v_n \text{ (prezzo ricavabile dalla cessione)}$$

II. Assumendo l'ottica dell'impresa (ottica "interna")

$$W_o = \sum_{s=1}^n F_s v^s \text{ (Flusso atteso nell'anno che può essere reddituale o di cassa)}$$

In ipotesi di bassa inflazione, la formula non avrebbe alcuna modifica se R e Ke scontassero il processo inflazionistico e, pertanto, presentassero dei dati reali.

In caso contrario, il reddito netto prodotto dovrà in parte essere reinvestito nell'impresa, poiché non è sufficiente il contributo delle quote di ammortamento, che dovrebbero garantire il mantenimento della funzionalità degli investimenti. Pertanto, volendo inquadrare con "IR" (*Investment rate*) i reinvestimenti del reddito e rapportando il tutto al valore degli ammortamenti determinati su valori storici, al fine di mantenere la capacità di reddito dell'impresa, si avrà:

$$V_e = \frac{R * (1 - Ir)}{K_e - g}$$

in cui, in aggiunta alla precedente formula, si rileverà:

1 - IR = grandezza che sconta il maggior reddito reinvestito in eccedenza alla quota di ammortamento sui valori storici

g = tasso di crescita costante

Provando anche in questa circostanza ad ipotizzare una durata limitata, si avrà:

$$V_e = \frac{R * (1 - Ir) a_{n-i}}{K_e - g}$$

La variabile IR a sua volta può essere riferita a valutazioni reddituali avendo come base il reddito netto distribuibile ovvero il reddito operativo (*Nopat*).

Nella prima circostanza (*equity side*):

$$IR = \frac{g_{\text{utili netti}}}{ROE_{\text{atteso di lungo periodo}}}$$

Nel caso del reddito operativo, considerando il rendimento del capitale operativo (ROIC), in luogo del rendimento del capitale proprio (ROE):

$$IR = \frac{g_{\text{Nopat}}}{ROIC_{\text{atteso di lungo periodo}}}$$

Ne consegue:

$$g_{\text{utili netti}} = IR * ROE_{\text{atteso di lungo periodo}}$$

$$g_{\text{Nopat}} = IR * ROIC_{\text{atteso di lungo periodo}}$$

### LE VALUTAZIONI CHE ESPLICITANO LA CREAZIONE DI VALORE

Sono considerati metodi che esplicitano la creazione di valore (Principio III.1.33):

a) il metodo patrimoniale-reddituale;

b) il metodo del *Discounted Abnormal Earnings*;

c) il metodo del *Discounted Economic Profit*.

L'impiego delle predette metodologie favorisce l'evidenza del valore che l'impresa è stata in grado di creare in relazione alla combina-



zione tra le opportunità offerte dal mercato ed il complesso dei beni materiali ed immateriali, sinergicamente combinati, di cui l'azienda dispone.

Il metodo **patrimoniale-reddituale** (o **misto**), diffuso in Europa dall'*Union des Experts Comptables et Financiers Européens* (UEC)<sup>22</sup> a partire dai primi anni sessanta, garantisce la determinazione del valore economico sommando la variabile patrimoniale, rettificata a valori correnti, alla componente reddituale sotto forma di sovra-reddito (avviamento positivo o *goodwill*) o sotto-reddito (avviamento negativo o *badwill*).

Il presupposto di base è che, con il metodo misto s'intende apportare una "correzione reddituale" al patrimonio netto rettificato, al fine di definire la forza economica, che l'atti-

vo ed il passivo patrimoniale sono in grado di esprimere.

Ciò detto, la correzione reddituale (CORred) è data dalla differenza tra il reddito prospettico (R) ed il rendimento atteso del capitale investito ( $i \cdot K$ ). Una differenza positiva sottende la creazione di ricchezza da parte dell'impresa (R), rispetto alla remunerazione attesa del capitale investito ( $i \cdot K$ ). Ci si trova, in questa circostanza, nell'ipotesi di avviamento positivo. In caso contrario, ovvero qualora il reddito medio prospettico sia inferiore rispetto alla remunerazione attesa del capitale investito, si parla di avviamento negativo.

In ipotesi di durata illimitata nella prospettiva economica del rendimento, la correzione reddituale è pari a:

$$\text{CORred} = \frac{R - iK}{i}$$

in caso di durata limitata:

$$\text{CORred} = (R - iK) a_{n-1} i$$

A ciò si ricollega la formula completa del valore economico, secondo il metodo misto, riproposta dai PIV:

$$V_e = K_0 + \sum_1^n (R_t - i'K_{t-1}) (1 + i'')^{-t}$$

in cui:

$K_0$  = patrimonio netto rettificato

R = reddito medio prospettico

$i'$  = saggio di rendimento del capitale

$i''$  = saggio di attualizzazione del sovra o sotto reddito

$(R_t - i'K_{t-1})$  = sovra o sotto reddito

Seppur nella prassi, nella determinazione del valore economico secondo il metodo misto, si è soliti trattare il patrimonio netto rettificato a valori correnti comprensivo dei beni immateriali specifici, l'OIV ritiene opportuno non sommare i beni immateriali con il valore del patrimonio netto rettificato. In tal senso, con

$K_0$  si evidenzerebbe il *Tangible Book Value*<sup>23</sup>, cioè il patrimonio netto rettificato, al netto di tutte le immobilizzazioni immateriali.

Ad ogni modo, qualora non si volessero seguire le indicazioni fornite dai PIV, e fossero quindi presenti, tra le poste dell'attivo, i beni immateriali specifici, la precedente formula diverrebbe:

22 L'UEC venne costituita nel 1951 quale associazione dei diversi organismi professionali che, nei principali Paesi europei, si occupano della materia contabile. Nel 1986 l'UEC, unificandosi con il gruppo di studio degli esperti contabili della CEE, ha dato vita alla FEE (*Federation des Experts Comptables Européenne*).

23 Il *Tangible Book Value* rappresenta, appunto, il patrimonio investito in attività materiali.

$$V_e = (K_0 + I_0) + \sum_1^n [R_t - i'(K_0 + I_0)] (1 + i'')^{-t}$$

in cui, rispetto alla precedente, è presente  $I_0$  che rappresenta il valore delle immobilizzazioni immateriali. In questo modo verrebbe evidenziato il valore degli *intangible asset* contabilizzati in bilancio.

Inoltre, sempre nelle note esplicative dei principi di valutazione, viene chiarito che, in caso si registrasse un avviamento negativo, bisognerebbe accertarsi che la valutazione non perda il carattere di continuità, ovvero che l'azienda o il ramo di essa non presenti un valore al disotto di quello di liquidazione.

Ed ancora, con riferimento al saggio di remunerazione ( $i'$ ) ed al saggio di attualizzazione ( $i''$ ), entrambi correlati al  $K_e$  (costo opportunità del patrimonio proprio capitale di rischio), sarebbe opportuno, nelle ipotesi di sovrareddito far sì che  $i''$  sia maggiore di  $i'$ . In caso contrario, ovvero in circostanze di avviamento negativo, sarebbe opportuno determinare un  $i''$  minore di  $i'$ .

Il valore patrimoniale-reddituale ben si correla con il metodo patrimoniale complesso, in quanto in entrambe le circostanze vi è la volontà di esprimere la prospettiva reddituale del "bene" azienda oggetto di valutazione<sup>24</sup>.

I metodi del **Discounted Abnormal Earnings**

(detto anche *Residual Income Method*) e del **Discounted Economic Profit** (EVA) rappresentano una variazione alla valutazione secondo il metodo misto per la determinazione del valore economico. Entrambi definiti da sempre come metodi di confronto rispetto a quelli tradizionali, ad oggi, sono sempre più impiegati come criteri di stima "principali". Per quanto nella loro formulazione contemporanea sia la variabile patrimoniale che reddituale, **si differenziano dal metodo patrimoniale-reddituale**, in quanto:

- il patrimonio netto rettificato è sostituito dal capitale netto (CO), se si parla di *Discounted abnormal earnings*, e dal capitale operativo (COO), nel caso di *Discounted economic profit*;
- il valore creato in azienda, inteso come sovrareddito o sottoreddito, è dato dalla differenza tra il reddito netto ed il capitale netto, nel caso del *Discounted abnormal earnings*, oppure tra il reddito operativo al netto delle imposte ed il capitale operativo, nel caso di EVA.

Le formule adottate per la determinazione del valore d'azienda secondo le due metodologie sono di seguito rappresentate:

#### *Discounted abnormal earnings (metodo equity side)*

$$V_e = C_0 + \sum_1^{\infty} [R_t - (K_e * C_{t-1})] (i - K_e)^{-t}$$

#### *Discounted economic profit (metodo asset side)*

$$V_e = CO_0 + \sum_1^{\infty} [Nopat_t - (K * CO_{t-1})] (i - Wacc)^{-t}$$

24 Secondo la prassi il metodo patrimoniale complesso può essere impiegato come criterio di verifica rispetto al valore determinato con il metodo misto e viceversa.



dove:

C = capitale netto contabile

CO = capitale operativo investito

R = reddito netto

Nopat = reddito operativo al netto delle imposte

È importante sottolineare che, qualora si presentassero particolari presupposti che possano attestare la creazione di valore per l'azienda oggetto di indagine, occorre verificare la loro "sostenibilità" (Principio III.1.34), rapportando il tutto ad un arco temporale con durata che potrebbe andare dai 5 ai 10 anni.

### LE VALUTAZIONI DI TIPO FINANZIARIO

Le valutazioni di tipo finanziario attengono l'attualizzazione dei flussi di cassa previsionali. Prima di ogni altra cosa, quindi, occorre che il professionista valuti con attenzione il piano aziendale che gli è stato sottoposto, meglio se approvato dai responsabili aziendali (Principio III.1.36).

Nel caso in cui il piano aziendale non fosse presente, il professionista dovrebbe contribuire alla sua redazione senza condizionarne i reali risultati.

Per garantirsi l'attendibilità dei flussi finanziari da attualizzare, è opportuno che il pro-

fessionista valuti con attenzione il processo di stabilizzazione dei fattori di crescita (*driver*<sup>25</sup>), al fine di comprendere se i presupposti, alla base dei flussi determinati, possano considerarsi validi in un'ottica prospettica. L'analisi sulla stabilizzazione dei fattori di crescita favorisce, tra le altre cose, la scelta della durata a cui riferire l'attualizzazione dei flussi finanziari. Infatti, per una crescita instabile sarebbe conveniente accorciare la durata di riferimento; caso opposto in ipotesi di *driver* di crescita piuttosto stabilizzati.

I due principali metodi finanziari adottati dalla prassi sono: il *Dividend Discount Model (DDM)* e il *Discounted Cash Flow (DCF)*.

Essendo il primo impiegato in specifici contesti, come la valutazione di singoli titoli azionari di società particolarmente attente alla politica dei dividendi, per opportunità espositiva ci si soffermerà sul DCF, partendo dalle formule, rispettivamente, nella versione *equity side* e *asset side*. Pertanto, per il DCF *equity side* si avrà:

$$V_e = \sum_1^n Fe_t * (1 + K_e)^{-t} + Ve_n (i - K_e)^{-n}$$

Mentre per il DCF *asset side* si avrà:

$$V_e = \sum_1^n Fo_t * (1 + K)^{-t} + Vo_n (i - Wacc)^{-n}$$

in cui:

$Fe_t$  = flussi di cassa disponibili per l'azionista

$K_e$  = saggio di attualizzazione dei flussi di cassa attesi dagli azionisti

$Fo_t$  = flussi monetari operativi *unlevered*, ovvero al netto delle imposte come se l'impresa non fosse indebitata

Wacc = saggio di attualizzazione dei flussi di cassa operativi

Ve e Vo = valori terminali al tempo n

25 I *driver* a cui si fa riferimento sono, a seconda delle circostanze, ad esempio: il risultato netto, il risultato operativo al netto delle imposte, il capitale operativo investito ed il rapporto tra il NOPAT e quest'ultimo nella determinazione del ROIC, ecc.

Di rilevante importanza, nelle predette formule, è il valore finale meglio esplicitato come segue:

per il DCF *equity side*:

$$VT_{eq} = \frac{R_{n+1} (1 - IR)}{Ke - g}$$

per il DCF *asset side*:

$$VT_a = \frac{Nopat_{n+1} (1 - IR)}{K - g}$$

La rappresentazione finanziaria evidenzia che il valore finale, sia nel primo che nel secondo caso, è condizionato:

- dall'ipotesi di reinvestimento (IR) che l'impresa porrà in essere;
- dal tasso di crescita che il professionista dovrà essere in grado di prevedere in relazione al mercato ed al settore in cui opera l'azienda oggetto di valutazione. Il tasso di crescita è solitamente rapportato ad imprese simili e, comunque, nel lungo periodo, sarebbe opportuno che non superasse il tasso medio di crescita del settore di appartenenza;
- dal vantaggio competitivo che la medesima azienda è stata in grado di realizzare, al fine di valutarne la sostenibilità per gli anni a venire.

### LE VALUTAZIONI COMPARATIVE DI MERCATO

Le valutazioni comparative di mercato (Principio III.1.38) rappresentano una metodologia che prevede l'assegnazione di un valore ad un'azienda o ramo di essa, ricavato dalla capitalizzazione di prezzi di borsa di società quotate o dal prezzo di vendita di pacchetti relativi a società comparabili, siano esse quotate che non quotate.

L'apparente facilità relativa all'adozione del presente metodo nasconde alcune criticità che è bene vengano sottolineate. In particolare, l'OIV fa notare che occorre soffermarsi sui seguenti aspetti:

- la **razionalità dei prezzi rilevati** che costituisce un passaggio molto delicato, in quanto è necessario che il professionista si accerti che i prezzi espressi dalla borsa o dalle negoziazioni di società, quotate e non, offrano un valore piuttosto oggettivo. Uno strumento, che potrebbe essere impiegato nell'individuazione dei prezzi da prendere a riferimento, è rappresentato dalla retta di regressione lineare, in relazione alla quale, la scelta di un campionamento numeroso e significativo, permetterebbe di comprendere in modo più preciso il collocamento dell'azienda da valutare. Con la regressione è, quindi, possibile stabilire il multiplo più appropriato all'impresa oggetto di stima. In condizioni di forte perturbazione dei mercati, la scelta dei prezzi comparabili, potrebbe essere fatta utilizzando i *target price*, ovvero le stime fatte dagli analisti. In quest'ultima circostanza, bisognerebbe considerare che le previsioni degli analisti siano conciliabili con le condizioni dell'azienda oggetto di stima;
- la **confrontabilità del campione di aziende di riferimento**, di cui tener conto onde evitare che il raffronto tra realtà largamente differenti produca un valore che è ben lontano dalla stima rappresentativa della realtà oggetto di valutazione. Alla base della scelta del campionamento vi è innanzitutto l'opzione per un *value map*, ovvero per un valore "di massima", per il



quale la scelta del campionamento può essere più ampia. Il caso opposto vede il restringimento del campione di riferimento, verificato su variabili quali la redditività, l'*investment rate*, ecc., avendo in animo di determinare un valore medio (aritmetica, mediane, ecc.), più mirato e, quindi, più vicino alla realtà che si sta valutando;

- **le modalità di determinazione dei moltiplicatori (multipli)** che attengono la scelta delle variabili su cui definire i moltiplicatori e la loro omogeneizzazione, finalizzata al conteggio dei multipli. In tal senso, bisognerebbe, innanzitutto, definire il moltiplicatore di riferimento, ad esempio, quale rapporto tra l'*equity enterprise* o l'*enterprise value*, al numeratore, rispetto ai ricavi di vendita, l'EBITDA, i flussi di cassa, ecc., al denominatore. In seconda battuta saranno armonizzate le grandezze impiegate e considerando che il numeratore, ad esempio, esprime un valore prospettico rispetto al denominatore che rappresenta un dato storico. Oppure pensare che il dato prospettico delle società quotate sia il frutto del lavoro di analisti, rispetto a quello delle società non quotate che sovente scaturisce da previsioni del *management*. Tutto ciò per ribadire che rendere adeguato il moltiplicatore permette a quest'ultimo di acquisire una certa significatività nella determinazione del valore di un'azienda o di un ramo d'azienda;
- **il posizionamento dell'azienda considerata rispetto al campione prescelto**, alla cui attenzione deve essere sottoposto il conteggio dei multipli. Ancora una volta l'utilizzo della retta di regressione, quale strumento di analisi, può essere l'alternativa alla valutazione empirica del posizionamento (Principio III.1.41);
- **la costruzione della sintesi delle indicazioni di valore derivanti, eventualmente, da più moltiplicatori** nel caso in cui si adottassero più moltiplicatori. In tal senso, sarebbe opportuno ragionare in termini di fasce di valori piuttosto che di valori specifici o individuare una sorta di classifica, per peso specifico, tra i moltiplicatori scel-

ti, da cui ripartire per stabilire un valore di sintesi;

- **i tempi ai quali si riferiscono le transazioni di società comparabili**, che trattandosi di multipli sarebbe meglio fossero ristretti, cioè riferiti ad archi temporali piuttosto ravvicinati. Infatti, l'ottica di lungo periodo nella determinazione dei multipli potrebbe far perdere di significatività le transazioni comparabili.

Da ultimo, sembrerebbe superfluo specificare che, il professionista dovrà spiegare le motivazioni che lo hanno guidato verso determinate scelte dei moltiplicatori, nonché la modalità di formazione e la significatività dei medesimi (Principio III.1.39).

A ciò si aggiunga l'opportunità che lo stesso consideri la differente portata informativa che supporta i moltiplicatori correlati alle società quotate rispetto a quelle non quotate (Principio III.1.40).

---

## LA SCELTA DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

L'impianto qui proposto non può prescindere da alcune brevi considerazioni sulla scelta del tasso di attualizzazione (Principio III.1.43).

I tassi di sconto o di attualizzazione permettono di "*trasformare flussi di cassa (cash flow) esigibili a date future in un importo, il valore attuale, esigibile alla data di valutazione*" (Principio I.19.1).

Nella determinazione del tasso di sconto occorre tener presente:

- la coerenza tra il tasso di sconto ed i flussi da attualizzare in termini di grado di rischio;
- la variabilità dei tassi, in relazione alla quale si potrebbe procedere facendo una media dei tassi determinati o calcolare più tassi, ognuno dei quali riferito a periodi differenti.

Detto ciò, per la **determinazione** del tasso relativo al costo del capitale proprio, di prassi si utilizza il **CAPM** (*Capital Asset Pricing Model*), il cui principale limite è determinato dalla circostanza che considera e bilancia rendimen-

ti e rischi di un portafoglio ben diversificato (Principio III.1.44). Il che non è sempre realizzabile a maggior ragione se si sta valutando il capitale di una singola azienda.

Il CAPM si compone di una determinante priva di rischio (*risk free*) ed una determinante che sconta il rischio di mercato ed il rischio sistematico riferito all'azienda o il ramo d'azienda valutato. In quest'ultima circostanza, con riferimento al rischio specifico del *business* aziendale, per la sua determinazione si parla di coefficiente  $\beta$ .

Il tasso privo di rischio, così come il tasso per il rischio di mercato, sostanzialmente scontano il rischio Paese.

Il tasso privo di rischio non fa riferimento all'entità oggetto di valutazione, ma è un tasso obiettivo che risulta coerente con il tasso corrente di mercato.

Con riferimento, invece, alla componente rischiosa del tasso, occorre che il professionista sia nelle condizioni di fare delle previsioni dei flussi da attualizzare, al fine di verificare la probabilità (di realizzo del rischio), che il flusso non si realizzi o si realizzi parzialmente (Principio I.19.6).

Il rischio va poi distinto in: **rischio di mercato** e **rischio sistemico aziendale**.

Il rischio di mercato è riconducibile, ad esempio, a misure per il premio di rischio storico, indici di mercato storici, ecc., in un certo qual modo facilmente reperibili.

Il rischio sistemico è determinato facendo riferimento all'indice  $\beta$ , per la cui determinazione è possibile, ancora una volta, fare ricorso alla retta di regressione lineare. La scelta del campionamento delle imprese, a cui attribuire i rendimenti, rappresenta in questa fase un passaggio molto delicato. Il coefficiente  $\beta$  stabilisce in che modo, in media, i rendimenti di un titolo si modificano in relazione al variare dei rendimenti del mercato.

Per cui per:

- $\beta > 1$ , il titolo si modifica rispettando lo stesso andamento del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso;

- $0 < \beta < 1$ , il titolo si modifica rispettando lo stesso andamento del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle di mercato;
- $0 > \beta > -1$ , il titolo si modifica in senso opposto rispetto agli andamenti del mercato, anche se in maniera contenuta;
- $\beta < -1$ , il titolo si modifica in senso opposto rispetto agli andamenti del mercato, in modo più che proporzionale.

I fattori di rischio che possono interessare la determinazione del CAPM, indicati nei PIV, sono:

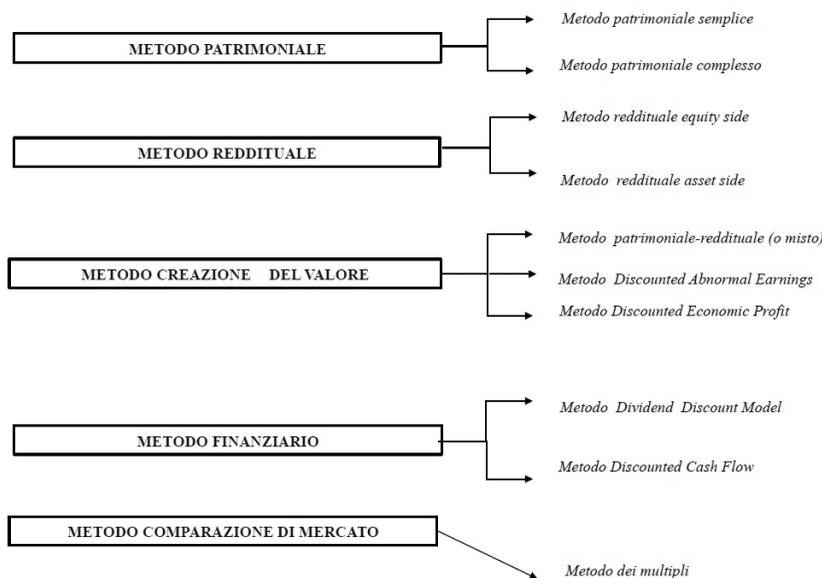
- 1) i **rischi competitivi**, quali, ad esempio, barriere all'ingresso, concorrenza sui prezzi, nuovi concorrenti, ecc.;
- 2) i **rischi di business**, quali, ad esempio, quota di mercato in diminuzione, *trend* di flussi in diminuzione, concentrazione della clientela, ecc.;
- 3) i **rischi tecnici**, quali, ad esempio, attendibilità del processo di *planning*, scostamenti tra dati preventivi e dati consuntivi, previsioni di crescita futura dei redditi senza che ciò abbia una reale validità, ecc.

In aggiunta, se i flussi da attualizzare scontano il processo inflazionistico, e quindi risultano "reali", anche il tasso di sconto lo sarà. Diversamente se i flussi finanziari fossero nominali, i medesimi dovranno essere scontati con dei tassi al valore nominale (Principio I.19.3). Il presupposto di fondo è quello di rendere omogenei i tassi ed i flussi in relazione al processo inflazionistico.

---

## CONCLUSIONI

L'*excursus* che precede sembra avvalorare l'idea che la scelta di un metodo di valutazione deve essere coerente rispetto alle caratteristiche dell'azienda o del ramo d'azienda, nonché in funzione della configurazione di valore che si vuole esprimere e della finalità della stima.



Sarebbe, inoltre, **preferibile adottare**, in modo razionale e giustificato, **più metodi di valutazione**, senza che ciò comporti incoerenze nella logicità del processo valutativo indicato (Principio III.1.16). Con ciò si vuol sottolineare come l'impiego di un metodo principale e di un metodo di controllo debba essere giustamente motivato e debba garantire la chiarezza della sintesi valutativa finale, nonché i vantaggi che potrebbero derivare dall'impiego di più metodologie. Se così non fosse, si rischierebbe, infatti, di creare una certa confusione sul valore di sintesi, a maggior ragione se i valori che scaturiscono dall'utilizzo di differenti metodologie sono tra di loro contrastanti o, più semplicemente, molto diversi. Così come sarebbe sconsigliabile impiegare più metodologie qualora la base informativa risultasse carente per una di esse. Da un punto di vista temporale (Principio III.1.17), seppur apparentemente sia più semplice muoversi su un orizzonte temporale di lungo periodo, **sarebbe opportuno considerare il rischio oggettivo che si potrebbe realizzare**, in relazione sia ai flussi prospettici illimitati (flussi reddituali e finanziari), sia agli

andamenti espressi dalle imprese campione (metodo dei multipli).

In tal senso, è lasciato alla sensibilità del professionista comprendere quale possa essere la migliore durata per esprimere il potenziale in atto e prospettico dell'impresa.

Per finire, ricollegandosi al concetto di avviamento, è indispensabile che il professionista riesca a percepire se la combinazione e le sinergie in atto tra i beni dell'impresa al momento della valutazione siano reali, ovvero se modificando determinate variabili si potrebbero ottenere dei risultati differenti rispetto al presente (Principio III.1.18).

Il valore dell'azienda, infatti, sostanzialmente si compone di:

- a) valore delle attività al momento della valutazione a parità di condizioni (*steady state*);
- b) differenziale che si potrebbe ottenere se si modificasse lo scenario di riferimento, in relazione, ad esempio, ad azioni già intraprese che devono dare ancora i loro frutti;
- c) effetti delle nuove opportunità di investimenti futuri che vanno, quindi, a variare lo stato di attività in essere rispetto a quelle alla data della valutazione.