

Raffaele Marcello - Matteo Pozzoli

**VARIABILI CRITICHE NELLA
VALUTAZIONE DELLE PICCOLE E
MEDIE IMPRESE**

Estratto

 **GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE**



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

VARIABILI CRITICHE NELLA VALUTAZIONE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

di RAFFAELE MARCELLO e MATTEO POZZOLI

1. Premessa introduttiva.

Le piccole e medie imprese (PMI) rappresentano il 99% delle imprese esistenti a livello mondiale e nell'ambito delle nazioni OCSE il 60% degli occupati e tra il 50 e il 60% del valore aggiunto (OECD, 2019). Non vi è dubbio, quindi, che tali realtà siano in grado di definire il tessuto economico di un Paese, così come è pacifico che il corretto funzionamento delle stesse sia cruciale per orientare i volumi economici di uno Stato.

Ciò detto, la valutazione delle imprese di minori dimensioni non appare aver ricevuto, almeno sino ad oggi, particolare attenzione nel campo degli studi scientifici e tecnico professionali, sia a livello nazionale che internazionale. Anche gli *standard* tecnici e professionali spesso non esaminano le tipicità delle valutazioni delle PMI, probabilmente partendo dal presupposto che uno *standard* è sempre valido (*one size fits all*) e che, parafrasando un paradigma spesso adottato in ambito professionale, "*valuation is valuation*".

L'idea comune è che la valutazione di una PMI può essere più semplice della valutazione di una impresa di grandi dimensioni (o, comunque, non più difficile), anche se la pratica, spesso, porta a conclusioni diverse. Se è vero che gli *standard* professionali sono sempre più basati su principi generali e che spetta all'esperto trovare la giusta modalità applicativa degli stessi, è altrettanto vero che i medesimi *standard* sono ideati avendo come riferimento le imprese di grandi dimensioni e, quindi, necessitano di adattamenti talvolta anche "strutturali", per dare rappresentazione del valore dei *business* di minori dimensioni (Marcello e Pozzoli, 2019).

Il presente contributo è dedicato alle peculiarità proprie delle valutazioni delle PMI e al comportamento che il valutatore dovrebbe avere nell'approcciare la valutazione di una PMI. Per fare questo, l'articolo prima esamina le principali considerazioni proposte dalla letteratura accademica e professionale in merito alle tipicità più ricorrenti delle PMI che possono impattare

sugli incarichi di valutazione dei professionisti. In seguito, sono prese in esame le deviazioni che possono essere considerate nell'adozione degli approcci solitamente riconosciuti dagli *standard* di valutazione. Una volta esaminati i principali punti di vista, è proposta un'analisi comparativa dei principali punti toccati dagli *standard* professionali. La comparazione proposta rientra nel campo dei metodi qualitativi, ritenuti da parte degli studiosi delle scienze sociali adeguati per addivenire a risultati aventi anche valenza scientifica. In ultimo, sono tratte alcune osservazioni di sintesi, comparando anche le proposte a livello internazionale, sulla presumibile evoluzione della disciplina, con alcune considerazioni generalmente valide e rapportabili anche alla realtà nazionale.

2. Analisi della letteratura.

Il mondo accademico, quello professionale e gli *standard setter* si sono occupati a vario titolo della valutazione delle PMI con molteplici scopi e obiettivi. Appare utile premettere che non sempre gli studi presi come riferimento dal presente contributo trattano specificamente delle PMI.

Taluni studiosi, per esempio, si sono occupati più nel dettaglio della valutazione delle imprese familiari, nel cui ambito rientrano, ma non esclusivamente, le imprese di minori dimensioni (Ballwieser, 2017). Certo è che per la gran parte degli aspetti le caratteristiche delle imprese familiari sono riferibili anche alle imprese di minori dimensioni.

In altri contesti e soprattutto negli studi nord-americani, la distinzione principale in termini di valutazione d'azienda consiste nell'apertura verso il mercato, motivo per il quale l'oggetto dell'analisi è spesso costituito dalle "*closely held businesses*" (Lease et al., 1984; Dukes et al., 1996), considerate quali realtà che operano in mercati chiusi (*private companies*) e che, quindi, anche in sede di transazione possono risentire della illiquidità del mercato.

La valutazione delle PMI partendo dall'effetto dimensionale come variabile autonoma non è, quindi, un filone di studio molto presente in letteratura (Banz, 1981, Grandis e Palazzi, 2015). Tuttavia, non mancano i ricercatori che hanno suggerito criteri di valutazione specifici (Sridharan, 2012). Comuni sono i suggerimenti volti a esprimere le preferenze verso l'adozione di metodi generalmente riconosciuti per la valutazione d'azienda adattati alla realtà delle imprese di dimensioni minori (Pratt et al., 1996; Spivey, M. F. e McMillan, J. J., 2001; Feldman, 2005; Trugman, 2017). Feldman (2005), per esempio, propone apposite rettifiche per i flussi di cassa attualizzati. Alcuni autori focalizzano la propria attenzione sui tassi di sconti dei flussi dei metodi reddituali, partendo dalla prospettiva che il costo del capitale è solitamente diverso per le piccole aziende. Damodaran (2005), per esempio, ha formulato apposite considerazioni in merito alla determinazione del rischio sistematico delle PMI. Boudreaux et al. (2011) suggeriscono di attualizzare, sempre nella

logica del DCF (*Discounted cash flow*) al tasso di rischio di riferimento per gli investimenti dei quotisti, solitamente più alto del tasso adottato negli investimenti nelle *public company*. così come anche altri autori (Worley e Green, 1989) focalizzano la propria attenzione sulla determinazione dei fattori di rischio ai fini della misurazione dello stesso.

La dottrina nazionale ha orientato il proprio interesse anche verso la revisione dei dati contabili per la rettifica del patrimonio netto, al fine dell'applicazione del metodo patrimoniale e dei metodi misti reddituale-patrimoniale che partono da tale determinazione (Liberatore, 2010).

Molteplici sono, poi, gli studi — di cui la gran parte empirici — volti a definire la corretta percentuale di *adjustment* dei dati ai fini dell'applicazione degli sconti di illiquidità e dei premi di controllo, temi spesso ritenuti per le PMI e per i practitioners di difficile e discrezionale soluzione (Petersen *et al.*, 2006; Trugman G. e Trugman L., 2011).

Le valutazioni delle PMI sono state affrontate, poi, anche in periodi distanti tra loro da taluni *standard setter* e organismi professionali. Si tornerà su tale argomento, proponendo uno schema comparativo che considera gli elementi più frequenti di interesse e, quindi, gli accorgimenti comportamentali che, ai fini valutativi, possono essere considerati come “generalmente riconosciuti” dall'esperto.

La prima organizzazione professionale considerata che ha dedicato un documento sulla valutazione delle PMI è la FEE (2001), la quale ha pubblicato alcune raccomandazioni da tenere in considerazione nelle valutazioni delle imprese di piccole dimensioni. Il contributo esamina le circostanze che potrebbero far deviare la valutazione dai “normali” canoni applicativi oppure che potrebbero richiedere appositi *adjustment*.

L'AECA (2005) ha, poi, pubblicato un testo sulla valutazione delle PMI; illustrando le metodologie del DCF e dei metodi cosiddetti patrimoniali, quando riferiti alle PMI.

In tempi più recenti (2014), l'IDW ha approcciato il tema pubblicando delle linee guida valutative, ed esaminando più specificamente, l'impatto potenziale e i riflessi delle peculiarità dimensionali nelle valutazioni.

L'AICPA (2016) ha emanato uno studio sulla valutazione delle valutazioni delle “*privately-held-company equity securities*” in conseguenza di quanto previsto dagli US GAAP in merito alla contabilizzazione dei pagamenti di beni e servizi per mezzo di quote societarie ai dipendenti dall'ASC 718 e dall'ASC 505-50 (FASB, 2009; PWC, 2019).

Sembra opportuno, ancora, ricordare che l'*International Accounting Standards Board* ha diffuso (IASB, 2013) un documento “educativo” concernente la valutazione al *fair value* delle partecipazioni non di controllo in società non quotate. Ovviamente, tale testo non rientra pienamente nell'ambito dei documenti di valutazione delle piccole e medie aziende, anche se appare opportuno richiamarlo, in quanto origina da documenti professionali accreditati e

cerca di orientare le scelte di valutazione per il bilancio verso le migliori prassi in materia.

3. Gli aspetti caratterizzanti le imprese di minori dimensioni nella prospettiva valutativa.

Non vi è dubbio che le PMI presentino, in linea generale, peculiarità tali da richiedere specifica attenzione in sede valutativa. Tali specificità sono riferibili principalmente, da un lato, agli aspetti gestionali interni e, dall'altro, all'approccio che l'entità mantiene nei confronti di terzi.

Per quanto rileva gli aspetti gestionali interni, si deve, anzitutto, osservare che la *governance* in molti casi presenta una commistione di ruoli tra amministratore e proprietario (FEE, 2001). Laddove ciò si verifichi, è possibile anche che l'eventuale buon andamento dell'azienda sia imputabile, almeno in parte, al *know how* (capitale intellettuale) e alla rete di conoscenze (capitale relazionale) creati nel corso del tempo dall'amministratore e proprietario. Se ne evince che la dipartita dello stesso possa avere conseguenze significative sui flussi futuri (IDW, 2014). La valutazione che viene effettuata nel caso in cui il *manager* proprietario cessa di essere presente comporterà l'adozione di una non semplice ipotesi speciale (*what-if*) che impatti sull'apprezzamento del rischio e sulla valutazione aziendale.

Allo stesso tempo, il fatto stesso che i ruoli di soci e amministratori coincidano comporta, talvolta, che i compensi corrisposti agli amministratori non sempre siano in linea con quanto praticato dal mercato. In condizioni di *performance* positive i corrispettivi potrebbero essere più alti del normale, mentre in condizioni di *performance* negative i corrispettivi potrebbero essere più bassi, determinando di fatto una compensazione naturale con la distribuzione degli utili (Pratt *et al.*, 1996). Il costo medesimo dell'organo esecutivo potrebbe essere "anomalo" rispetto a condizioni di normalità: basti pensare ai contesti delle aziende familiari in cui il consiglio di amministrazione ricalca la compagine familiare, magari eccessiva rispetto al necessario.

L'esperto evidentemente nelle fattispecie esaminate, dovrà, perciò, verificare che i pertinenti costi imputati a piano siano coerenti con quelli "normali" per l'entità valutata.

Altro elemento riscontrabile nelle imprese di minori dimensioni consiste nella possibile confusione (parziale) tra patrimonio societario e patrimonio aziendale. Soprattutto nei casi prima citati in cui i ruoli del *manager* e del proprietario coincidano, è possibile che tali elementi appartenenti al patrimonio societario — con buona pace dell'*Agency theory* (Jensen and Meckling, 1976) — siano utilizzati promiscuamente, alterandone l'uso e condizionando anche l'impiego delle risorse.

Spetta, quindi, al professionista delineare i "*surplus assets*" esistenti e valutare i beni strumentali nel loro adeguato utilizzo.

Dal punto di vista della gestione finanziaria, le PMI possono scontare, in alcune circostanze, una sottocapitalizzazione, dovuta — soprattutto in mancanza di interessenze minoritarie di rilievo — alla distribuzione eccessiva di risorse nei periodi positivi; per quest'ultimo aspetto, emerge che spesso è proprio l'imprenditore che, laddove necessario, garantisce i terzi (*in primis* le banche) per le operazioni richieste con il patrimonio personale.

In una logica valutativa, i dati di bilancio, tuttavia, possono apparire falsati perché condizionati da una situazione che evidenzia una capitalizzazione inferiore rispetto a quella reale.

Ancora, in una prospettiva del cambiamento degli assetti proprietari, dovrà essere esaminata anche la pianificazione fiscale, spesso gestita nelle PMI in una logica di ottimizzazione con la proprietà.

Con riferimento agli elementi che intervengono dal punto di vista tecnico, è utile da subito osservare che le informazioni che le PMI forniscono in merito alla propria attività, non essendo società con interessi pubblici, sono naturalmente ridotte. Tale aspetto complica, a volte, in modo significativo l'analisi fondamentale dell'esperto (Guatri e Bini, 2009), al quale è richiesta un'attività aggiuntiva per la raccolta delle informazioni e la rielaborazione dei dati. Peraltro, le società non quotate, avendo una base societaria meno ampia, non sono seguite da analisti finanziari; ciò contribuisce ad accrescere il già naturale gap informativo che solitamente le PMI hanno nei confronti delle società quotate (Grabowski, 2018).

La raccolta stessa dei dati societari può essere un elemento capace di compromettere e orientare le scelte valutative del perito. L'esempio, forse, più emblematico è l'assenza di piani previsionali che, in buona parte dei casi, compromettono la potenziale scelta di valutare l'azienda con l'approccio reddituale. La mancanza di un piano denota, peraltro, la contestuale mancanza di una strategia consapevole e di medio-lungo periodo. La gestione (anche strategica), infatti, è in molti casi legata nelle imprese minori alle intuizioni degli "uomini" forti dell'impresa.

IDW (2014) e OIV (2015) "risolvono" il tema consentendo all'esperto, laddove sia possibile, anche di costruire un piano di riferimento, muovendo dalle serie storiche nonché dalle ipotesi e dalle assunzioni del *management*. Tuttavia, tale pratica comporta un'aggiunta di responsabilità in capo al perito e difficilmente rispecchia, essendo il piano steso da un esterno, il reale orientamento della società, oltre a mal coniugarsi con la tempistica spesso stringente degli incarichi.

Anche l'attendibilità dei dati contabili dovrebbe essere, ai fini preposti, ben considerata. A livello nazionale, si deve ricordare che anche le "nano imprese" sono divenute, in ultimo per mezzo del d.l. 32/2019 convertito nella legge 14 giugno 2019 n.55 emendativo dell'art. 2477 del codice civile, soggette obbligatoriamente alla revisione legale. Ciò detto, le società di minori dimensioni spesso concepiscono la predisposizione del bilancio come un adempimento amministrativo più che come uno strumento di rendicontazione e

controllo. La determinazione del patrimonio netto rettificato è di fatto una prassi usuale non solo per i metodi patrimoniali, articolati sulla rideterminazione dei dati del bilancio, ma essenzialmente per tutte le valutazioni; tale prassi è, in sostanza, considerata come un'attività preliminare e propedeutica allo sviluppo di qualsiasi metodologia valutativa. La riconsiderazione dei dati di bilancio, peraltro, implica forzatamente un intervento da parte del valutatore per ridurre l'asimmetria informativa tra l'investitore e gli operatori interni, agevolando la transazione (Trugman, 2017). L'operazione è, quindi, delicata per le imprese di minori dimensioni dove l'informativa qualitativa è a volte inesistente o formulata come adempimento amministrativo.

4. Le principali criticità nell'adozione degli approcci valutativi.

4.1. Caratteristiche generali.

La valutazione delle piccole e medie realtà comporta, anche sulla base di quanto già evidenziato, in molti casi naturali specifiche considerazioni. Rinviano all'analisi dell'adozione dei singoli approcci, possiamo, in una prospettiva generale, circoscrivere le nostre osservazioni a quelle condizioni che incidono, per un motivo o per un altro, sulla gran parte delle valutazioni, quali: la percezione del rischio e, l'illiquidità dei mercati in cui l'investitore si può affacciare per dismettere l'azienda.

La percezione del rischio è solitamente differente rispetto a quanto avviene nelle imprese di maggiori dimensioni. Il *business* delle società di minori dimensioni può essere concentrato su un solo cliente o su pochi clienti significativi, e in ogni caso può "subire" le buone/cattive sorti di altri soggetti di riferimento. Il rischio delle società che vivono tale condizione è, quindi, più alto rispetto alle società che diversificano il proprio rischio (come normalmente avviene nelle realtà di maggiori dimensioni). Allo stesso tempo, le PMI più facilmente risultano *mono-business*, così che la loro attività resta fortemente condizionata (nel bene e nel male) dalle contingenze del mercato. In ultimo, è opportuno ribadire che la strategia delle PMI, non sempre definita (oltre che formalizzata) può comportare una percezione più alta del rischio.

Altra circostanza ineludibile che si incontra nella dismissione di azienda o di quote partecipative delle imprese di minori dimensioni è rappresentata dal rischio di commerciabilità che si può incontrare nelle transazioni, non essendo i mercati di riferimento perfettamente concorrenziali. Il venditore, in sintesi, potrebbe incontrare difficoltà a trovare più compratori interessati e, per questo, potrebbe dover scontare il prezzo di vendita per chiudere l'operazione (Tuller, 2008; IASB, 2013; IVS, 2019). Taluni autori hanno provato che il grado di rischio decresce al crescere dell'impresa (Trugman, 2017). A sua volta, questo aspetto comporta la determinazione di un premio di rischio più alto per chi investe (OIV, 2015; IRS, 2009). Ciò detto, i calcoli degli sconti (e

dei premi) sono sempre altamente discrezionali, oltre a variare in ragione della configurazione di valore ricercata.

4.2. Approccio del mercato.

Da tempo le prassi professionali si stanno orientando verso l'utilizzo dell'approccio del mercato per "confermare" le stime ottenute per tramite dei cosiddetti "metodi indiretti", oppure ancora per ottenere il valore di riferimento. A parte questo, l'approccio del mercato è — insieme all'approccio reddituale e all'approccio del costo — uno degli approcci internazionalmente riconosciuti per le *business valuation* (IVSC, 2019). I metodi più adottati sono il *Comparable Transactions Method* e il *Guideline publicly-traded comparable method*.

In particolare, il presupposto per l'applicazione del *Guideline publicly-traded comparable method* consiste nel poter comparare multipli significativi presentati da aziende simili o, meglio, "comparabili" (IVSC, 2019, IVS 105, 20.1). Una delle evidenze fornite dal mercato è che spesso le PMI sono uniche nel contesto (AECA, 2005; Aznar *et al.*, 2016). Anche ammesso che l'azienda non sia "unica", le condizioni già esaminate delle PMI rendono non facile l'operazione di trovare società sostanzialmente comparabili (Heaton, 1998; IVSC, 2019). Ad oggi, tuttavia, le banche dati e professionisti organizzati possono recuperare aziende selezionate classificabili come comparabili. Premesso che le citate banche dati richiedono investimenti non indifferenti, all'esperto toccherà, comunque, effettuare appositi *adjustment* per ricondurre le esperienze considerate — spesso operanti in ambiti globali — all'azienda che è oggetto di valutazione, la quale, si suppone, operi su base locale.

Il *Guideline publicly-traded method*, articolato sulla riproduzione al caso concreto delle condizioni praticate per recenti transazioni su aziende simili, sconta l'evidente carenza di informazioni su "*comparable transaction*". Per tale ragione, risulta difficilmente utilizzabile.

4.3. Approccio reddituale.

Ad oggi, l'approccio reddituale è con tutta probabilità la metodica più adottata. In base a quanto previsto dall'IVSC, questo approccio "... *provides an indication of value by converting future cash flow to a single current value. Under the income approach, the value of an asset is determined by reference to the value of income, cash flow or cost savings generated by the asset*" (IVSC, 2019, IVS 105, 40.1).

La determinazione dei flussi richiede, in ogni caso, un'attenta normalizzazione, come già esaminato nel precedente paragrafo.

Si ricorda che nell'ambito dell'approccio reddituale ricade anche il DCF, il quale sia nella sua versione *asset side* che nella prospettiva *equity side*, ha assunto nel corso degli anni una rilevanza assoluta (Fernández, 2013). Ta-

luna letteratura ritiene che il DCF sia il metodo più adatto per le piccole imprese (Heaton, 1998; AECA, 2005).

Come già precedentemente chiarito, una volta stabilito che il piano è presente e utilizzabile, occorre definire il tasso di attualizzazione appropriato (Cheung, 1999).

Nella prospettiva *equity side*, il tasso di attualizzazione è rappresentato dal costo del capitale (*cost of equity* o K_e), mentre nella prospettiva *asset side* il tasso di attualizzazione è il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Prescinde dalla finalità del presente scritto ripercorrere le esistenti criticità connesse alla determinazione (cruciale) del tasso. Ai nostri fini, tuttavia, occorre osservare che il tasso è solitamente basato sui dati forniti dalle *public companies* e che il valutatore potrebbe dover tenere in considerazione la realtà aziendale di riferimento per la misurazione finale del *discount rate* da applicare.

In coerenza con quanto precedentemente osservato, si deve rilevare che solitamente il costo del capitale è ritenuto più alto per le piccole società, considerato che i rischi risultano essere maggiori (Banz, 1981; OIV, 2015).

A livello tecnico applicativo, il costo del capitale è misurato nella gran parte dei casi dal *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), rappresentativo del minimo tasso di ritorno che un soggetto si attende di ricevere per effettuare l'investimento.

Si ricorda brevemente che la formula generalmente riconosciuta per l'adozione del CAPM, identifica il CAPM come l'addizione tra il tasso privo di rischio (r_f) e l'*equity risk premium*, quale *plus* aggiuntivo che "premia" l'investitore per i rischi sostenuti con l'investimento. L'*equity risk premium* si compone essenzialmente di due variabili: il rischio sistematico di mercato (beta o β) ed il rischio non sistematico ($r_m - r_f$).

Parte della letteratura sostiene che il costo del capitale debba essere rettificato, seppur con motivazioni difformi. Alcuni ritengono che il tasso debba tener conto (e, quindi, essere incrementato) della mancanza di informazioni, della concentrazione del rischio e della illiquidità del mercato (AECA, 2005). Nello specifico, AECA (2005) sostiene che sarebbe appropriato applicare nelle attualizzazioni un costo del capitale composto, oltre che dal tasso privo di rischio e dal tasso del rischio di mercato, anche da uno specifico rischio di *business*, partendo dal presupposto che tale rischio è riflesso nella sua profittabilità.

La determinazione del *beta*, se non misurato specificamente, assume l'analisi di un *panel* di comparabili. Nel dettaglio, *beta* presuppone l'apprezzamento del rischio per un *portfolio* diversificato. La diversificazione riduce naturalmente l'impatto connesso alla *performance* di una specifica entità aziendale. Ciò premesso, è vero che — come già accennato — le PMI non sono solite diversificare e, soprattutto in assenza di interessenze dei terzi, tendono a concentrare i rischi su specifiche operazioni. Damodaran ha, quindi, proposto di utilizzare, in queste circostanze, il "*total beta*", quale indicatore di

rischio per le *private companies*, rettificando (in sintesi) il *beta* con una variabile volta a sterilizzare la componente sistematica (Damodaran, 2002). Così facendo, il *total beta* rappresenta la relazione tra la devianza *standard* del ritorno derivante di una singola azione e la devianza *standard* del mercato (σ_j / σ_m). Minore è, quindi, la correlazione, maggiore è il *total beta*.

Non vi sono, tuttavia, evidenze empiriche chiare concernenti la maggiore validità applicativa del *total beta*, così come la prassi operativa non ha denotato grande propensione per il suo uso in luogo del *beta* “tradizionale” (Butter e Piskerton, 2006; Petersen *et al.*, 2006; Von Helfenstein, 2009 and 2011; Kasper, 2013).

In realtà, altra parte della letteratura “contesta” l’idea stessa che l’*effect size* incida sulla determinazione del *cost of equity*, partendo dall’analisi di studi empirici che contestano l’assunto di base per il quale le piccole imprese siano maggiormente performanti rispetto alle grandi imprese (Berk, 1996; Ang, 2018).

4.4. Cost approach.

L’IVSC afferma che “[t]he cost approach provides an indication of value using the economic principle that a buyer will pay no more for an asset than the cost to obtain an asset of equal utility, whether by purchase or by construction, unless undue time, inconvenience, risk or other factors are involved. The approach provides an indication of value by calculating the current replacement or reproduction cost of an asset and making deductions for physical deterioration and all other relevant forms of obsolescence” (IVSC, 2019, IVS 105, 60.1). L’OIV presenta una definizione simile (OIV, 2015, PIV, 1.17.1).

Ci sono vari metodi che risultano generalmente accettati con l’applicazione dell’approccio del costo: il *replacement cost method* ottiene il valore aziendale per mezzo del calcolo del costo di un’attività che offre un’utilità simile; il *reproduction cost method* recupera il valore aziendale tramite il costo necessario per ricreare la medesima attività; e, il *summation method* (noto anche come *net asset value*) determina il valore dell’attività con l’aggregazione delle singole componenti dell’azienda (IVSC, 2019, IVS 105, 70.1).

Nello specifico, il *summation method* è stato considerato da alcuni studiosi come un metodo appropriato per la valutazione delle PMI (Liberatore, 2010; Behringer, 2012, come citato da Bensch *et al.*, 2013). Questo metodo, peraltro, potrebbe risultare l’unico applicabile, laddove per carenze o inattendibilità delle informazioni, l’approccio del mercato e/o quello reddituale risultino impraticabili. Tuttavia, le problematiche che possono sorgere nelle misurazioni comportano un lavoro attento del valutatore che, in aggiunta, dovrà riprodurre i valori in una prospettiva di valutazione, slegandosi dai valori contabili e cercando di riprodurre valori di mercato in situazioni in cui, nella gran parte dei casi, l’azienda non fruisce di perizie estimative di esperti.

Occorre, ad ogni modo, rilevare che i metodi patrimoniali non considerano

la componente intangibile che, come detto, può essere rilevante per fornire un valore veritiero dell'azienda. Una soluzione che può ovviare a questa manchevolezza consiste nell'utilizzare uno dei metodi misto patrimoniali, prospettati dalla dottrina e dalla prassi. Tale orientamento è stato, da prima, formalizzato dall'*Union des Experts Comptables* (UEC, 1961) e, in seguito, riprodotto con varie metodologie, tra cui il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento che ha assunto un ruolo di primaria rilevanza a livello nazionale (Guatri e Bini, 2009).

5. Osservazioni di sintesi.

L'analisi (ovviamente parziale) presentata nel testo può condurre ad alcune prime conclusioni in merito al "comportamento" che l'esperto può adottare nelle valutazioni delle PMI.

La prima osservazione che emerge dall'analisi svolta è che gli *standard* professionali possono essere ritenuti applicabili anche nelle stime dei *business* di minori dimensioni. La letteratura e la prassi hanno suggerito "accortezze" particolari da tenere in considerazione, ma non hanno di fatto proposto *standard* alternativi.

L'esame comparativo riportato nel paragrafo precedente approccia analogamente le prospettive da considerare nell'espletare l'incarico di valutazione, illustrando le situazioni che possono condurre a "deviare" dagli *standard* originari, senza però creare un *set* di principi *ad hoc*.

D'altronde, la materia della *business valuation* necessita di metodiche e metodi consolidati e la dipartita dagli stessi non può che essere considerata come una (quasi automatica) riduzione di credibilità del lavoro presentato.

Allo stesso tempo, sarebbe riduttivo concludere che "*valuation is valuation*" per riprendere un modo di dire abusato negli *standard* professionali e qui ripresentato. La strada degli *adjustment*, avvalorati da analisi empiriche, sembra essere la strada più percorribile per le correzioni che sono applicabili alle imprese minori, con riferimento a variabili cruciali, quali il tasso di attualizzazione e gli sconti di illiquidità.

La prassi e gli organismi professionali hanno evidenziato che l'analisi fondamentale della realtà aziendale che è oggetto di valutazione è almeno tanto importante quanto la stima valutativa in sé (cfr. Tabella riportata di seguito). Per tale motivo, all'esperto è richiesto, oltre che comprendere quale sia il metodo che riesce a meglio catturare il fenomeno aziendale nella sua complessità, di verificare se le informazioni fornite necessarie per l'applicazione del metodo prescelto sono attendibili e utilizzabili. Per esempio, la realtà aziendale potrebbe essere priva di comparabili, rendendo non praticabile l'adozione del metodo dei multipli, come la mancanza del piano potrebbe compromettere l'applicazione dei metodi reddituali (e in particolare del DCF).

TABELLA 1 - Principali criticità nella valutazione delle piccole e medie imprese sollevate dagli organismi professionali che hanno dedicato appositi documenti alla valutazione delle PMI

	Format	Finalità	Oggetto	Tematiche esaminate caratterizzanti la valutazione delle PMI
FEE	Linee guida, con allegati applicativi	Valutazione PMI	Valutazione PMI	Mancata separazione <i>management</i> e proprietà e ruolo dell'imprenditore Aspetti di <i>governance</i> Caratteristiche di struttura finanziaria e patrimoniale (confusione tra patrimonio sociale e personale) Attendibilità informazioni prospettiche Normalizzazione del reddito lordo e netto
AECA	Linee guida, con allegati applicativi	Valutazione PMI	Valutazione PMI	Applicazione dei metodi afferenti ai diversi approcci valutativi considerando le dovute peculiarità Determinazione dei flussi di cassa rettificati Determinazione del costo del capitale rettificato
IDW	Linee guida	Valutazione PMI	Valutazione PMI	Stretta relazione <i>management</i> e proprietà Caratteristiche di struttura finanziaria e patrimoniale (confusione tra patrimonio sociale e personale) Ridotto valore ai fini valutativi della rendicontazione finanziaria Normalizzazione del reddito lordo e netto Ruolo dell'imprenditore nella funzionalità dell'azienda Determinazione <i>equity premium</i>
AICPA	Linee guida, con allegati applicativi	Adozione standard contabili del FAB (ASC 718 e ASC 505-50)	Valutazione quote emesse a fronte di servizi prestati a società non "pubbliche"	Valutazione del <i>fair value</i> delle quote emesse e del <i>fair value</i> del debito (con strutture azionarie semplici e complesse) Valutazione quote di minoranza Illiquidità del mercato

L'esame e la comprensione dell'azienda è, quindi, quanto mai rilevante nel contesto esaminato.

Ciò detto, per alcuni aspetti gli *standard* professionali richiedono, talvolta, prassi procedurali che possono apparire eccessive se rivolte al mondo

delle piccole realtà, soprattutto se si considera che nella gran parte dei casi le piccole aziende sono valutate dai piccoli studi professionali. In tali circostanze, in effetti, risulterebbe praticabile anche un “approccio scalabile”, in grado di lasciare intatta, tuttavia, la sostanza procedurale. La rigidità e l'eccessiva complessità degli *standard* rischiano, infatti, di rendere gli stessi non riconosciuti nel settore. Per il medesimo motivo, le scelte operative anche supportate scientificamente, come il *total beta*, ma di più complessa applicazione (e incerta migliore rappresentazione) rischiano solo di creare ulteriore incertezza.

Certo è che le analisi fornite *ad hoc* dagli *standard setter* e dagli organismi professionali non possono che contribuire a fornire un autorevole supporto per lo svolgimento degli incarichi professionali, creando un percorso (anche) procedurale e comportamentale che può limitare le controversie e indirizzare le parti verso soluzioni condivise.

Bibliografia

- AECA (a cura di Perez de Lema D. G. e Ramirez A. R., 2005), *Documento n. 7*, Valoración de Pymes.
- AICPA (2016), *Accounting and Valuation Guide: Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation*, John Wiley & Sons.
- ANG C. S. (2018), *The Absence of a Size Effect Relevant to the Cost of Equity*, in *Business Valuation Review*, 37(3), pp. 87-92.
- AZNAR J, CAYO T. e CEVALLOS D. (2016), *Valoracion de empresas*, Ardiles, Valencia.
- BALLWIESER, W (2017), *Valuation of family business*, presentation held at the VI OIV International Business Valuation Conference, disponibile su: <http://www.fondazioneoiv.it/it/relazioni-4-dic-17>.
- BANZ R. W. (1981), *The relationship between return and market value of common stocks*, in *Journal of financial economics*, 9(1), 3-18.
- BEHRINGER, S. (2012), *Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe: betriebswirtschaftliche Verfahrensweisen* (5. ed.). Wiesbaden: Schmidt.
- BENSCH T., JÄGER C., JÄGER T. e HOLSIEPE H. (2013), *Alternative Approaches of Corporate Valuation Methods for Small and Medium Sized Enterprises*, in *Gazdaság és Társadalom*, 1, 3-26.
- BOUDREAUX, D. O., RAO, S., UNDERWOOD, J. e RUMORE, N. (2011), *A new and better way to measure the cost of equity capital for small closely held firms*, in *Journal of Business & Economics Research*, 9(1), 91-98.
- BOYER P. e ROTH H. (1976), *The cost of equity capital for small business*, in *American Journal of Small Business*, 1(2), 1-11.
- BUTLER P. e PINKERTON K. (2006), *Company-Specific Risk-A Different Paradigm: A New Benchmark*, in *Business Valuation Review*, Spring, Vol. 25, No. 1, pp. 22-28.
- DAMODARAN A. (2002), *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance* (Vol. 324). John Wiley & Sons.
- DAMODARAN A. (2005), *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*,

- Working Paper, Stern, disponibile su: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>.
- DUKES W. P., BOWLIN O. D. e MA C. K. (1996), *Valuation of closely - held firms: a survey*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(3), 419-438.
- FASB (2009), *ASC 718, Compensation - Stock compensation*, disponibile su: asc.fasb.org.
- FEE (2001), *Business Valuation: a Guide for Small and Medium Sized Enterprises. Guide for Carrying Out Business Valuations*, disponibile su: <https://www.accountancyeurope.eu/publications/business-valuation-a-guide-for-small-and-medium-sized-enterprises/>.
- FELDMAN S. J. (2005), *Principles of private firm valuation* (Vol. 251), John Wiley & Sons.
- GRANDIS F. G. e PALAZZI F., (2015), *The Valuation Methods for Small and Medium-Sized Enterprises*, in *Rivista Piccola Impresa / Small Businesses*, n.2, 33-50.
- GRABOWSKI R. J. (2018), *The Size Effect Continues To Be Relevant When Estimating the Cost of Capital*, in *Business Valuation Review*, 37(3), pp. 93-109.
- GUATRI L. e BINI M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea.
- HEATON, H. B. (1998). *Valuing small businesses: the cost of capital*, in *The Appraisal Journal*, 66(1), 11.
- IASB (2013), *Education. Illustrative examples to accompany IFRS 13 Fair Value Measurement. Unquoted equity instruments within the scope of IFRS 9 Financial Instrument*, disponibile su: <http://archive.ifrs.org/Use-around-the-world/Education/FVM/Documents/Education-guidance-FVM.pdf>.
- IASB (2015), *IFRS for SMEs*, disponibile su: <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-for-smes/>.
- IDW (2014), *IDW application guideline: Particularities of determining the objectified business value of small and medium-sized enterprises* (IDW application guideline 1/2014).
- IVSC (2019), *International Valuation Standards*.
- JENSEN M. e MECKLING W. (1976) *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- KASPER L. J. (2013). *Total Beta, A Capital Market Analysis with Empirical Evidence*, *Business Valuation Review*, 32(4), 212-226.
- LEASE R.C., McCONNELL J.J. e MIKKELSON W.H. (1984), *The market value of differential voting rights in closely held corporations*, in *Journal of Business*, 443-467.
- LIBERATORE G. (2010), *La valutazione delle PMI* (Vol. 25), FrancoAngeli.
- MARCELLO R. e POZZOLI M. (2019), *Critical issues when valuing small businesses*, in *Business Valuation OIV Journal*, 1(1), disponibile su: <https://www.fondazioneoiv.it/oiv-journal/>, 47-56.
- OECD (2019), *OECD SME and Entrepreneurship Outlook 2019*, OECD Publishing, Parigi, disponibile a: <https://doi.org/10.1787/34907e9c-en>.
- OIV (2015), *Principi Italiani di Valutazione*, EGEA.
- PWC (2019), *Stock-based compensation*, disponibile su: www.pwc.com.
- PETERSEN C., PLENBORG T., e SCHØLER F. (2006), *Issues in valuation of privately held firms. The Journal of Private Equity*, 33-48.
- PRATT S. P., REILLY R. F., e SCHWEIHS R. P. (1996), *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (3rd ed.), Chicago, Irwin Professional Publishing.
- SPIVEY, M. F., e McMILLAN, J. J. (2001). *Economic Value Added (EVA) and the valuation of small businesses*, in *New England Journal of Entrepreneurship*, 4(2), 12.

- TRUGMAN G. e TRUGMAN L. (2011), *Application of Guideline Public Company Method*, proceedings of the AICPA “National Business Valuation Conference”.
- UEC (1961), *Recommandation sur les procédures à suivre par les experts comptables en matière d'évaluation d'entreprises*.
- VON HELFENSTEIN, S. B. (2009), *Revisiting total beta*, in *Business Valuation Review*, 28(4).
- VON HELFENSTEIN, S. B. (2011), *Revisiting Total Beta: Round Two*, disponibile su: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1851944
- WORLEY, J. K. e GREEN, F. B. (1989), *Determinants of risk adjustment for small business valuation in a growth industry*, in *Journal of Small Business Management*, 27(4), 26.