

Sommario

La valutazione delle aziende e dei rami d'azienda (Parte III.1)	3
Premessa	3
Tipologia di incarichi conferiti	4
Presupposti della valutazione (in funzionamento o in liquidazione)	6
Le metodiche di valutazione.....	7
La valuta di riferimento	9
I flussi prospettici.....	9
Le valutazioni di tipo patrimoniale	11
Le valutazioni reddituali	12
Le valutazioni che esplicitano la creazione di valore.....	12
Le valutazioni di tipo finanziario.....	13
Le valutazioni comparative di mercato	16
La sintesi delle valutazioni.....	17
La scelta dei tassi di attualizzazione nelle valutazioni.....	18
Valutazione di aziende – aspetti particolari. Redundant o surplus assett	19
Valore del debito ai fini della stima del valore dell'equity	19
La valutazione delle aziende in particolari contesti (Parte III.2)	20
La valutazione di società quotate.....	20
La valutazione di società non quotate.....	21
La valutazione di imprese di differenti dimensioni	21
Interessenze partecipative (PIV III.3).....	21
Premi e sconti (PIV III.4)	26
Appendice A – La svolgimento dell'incarico di valutazione – Check list	29
Appendice B – La redazione della relazione – Check list.....	35
Parte introduttiva, comune a tutte le tipologie di incarico.....	35

La relazione di valutazione	37
La relazione di parere di parere valutativo	38
La relazione di parere di congruità finanziaria	39
La relazione di parere di congruità funzionale	41
La relazione di calcolo valutativo.....	42
La relazione di revisione del lavoro di altri esperti.....	42
Bibliografia.....	43

La valutazione delle aziende e dei rami d'azienda (Parte III)

Premessa



OIV
Organismo Italiano di Valutazione

Egea

Prosegue l'esame dei PIV iniziata con un precedente articolo. Viene qui esaminata , dopo la parte I e II, la parte III (relativamente ai soli punti 1, 2, 3 e 4)

Come già anticipato, l'intero sviluppo dei PIV risulta tuttavia piuttosto corposo, il volume edito da EGEA consta di quasi 400 pagine divise in quattro sezioni (I, II, III, IV), un glossario e due appendici sui principi etici; in alcuni punti i PIV sono anche di non semplice lettura. Vorrei in questa sede cercare individuare quali sono le **principali caratteristiche**, tracciandone le **linee guida** principali; lascio naturalmente al lettore, che vuole approfondire, la facoltà di consultare direttamente i PIV nel volume edito da EGEA.

La parte III dei PIV (punti 1, 2, 3, 4) riguarda aziende a rami d'azienda riguarda la valutazione di aziende o di complessi aziendali, dal punto III 5 e fino al III.9 riguarda specifici beni aziendali, attivi o passivi, che non vengono qui presi in considerazione.

Per **azienda** si intende un **complesso coordinato di beni** , di **rapporti giuridici** e di **risorse umane**, costituito in vista del perseguimento di obiettivi economici. Un **ramo d'azienda** è una **parte** di azienda, che può essere configurata in qualunque modo, con l'unico vincolo della idoneità a generare un'**autonoma corrente di reddito**.. Nella sua forma più completa il ramo d'azienda può corrispondere un un'area strategica d'affari (o ad una business unit) caratterizzata da una propria individualità sul piano del confronto competitivo. L'azienda può corrispondere o meno ad una precisa identità giuridica.

Il processo valutativo presenta un elevato grado di articolazione nel caso di **valutazione di aziende** (o di rami d'azienda). La base informativa, particolarmente ampia, deve comprendere dati relativi al contesto economico, all'azienda, al settore al segmento di riferimento, al mercato finanziario, alle società confrontabili.

Una notevole delicatezza assume anche il momento della selezione del metodo o dei metodi di stima da utilizzare, in quanto nel caso di aziende e di rami d'azienda il ventaglio delle alternative è normalmente ampio. Normalmente la valutazione di un'azienda o di un ramo d'azienda in continuità adotta una **prospettiva di vita indefinita**.

Tipologia di incarichi conferiti

Gli incarichi professionali attinenti ad aziende o a rami d'azienda assumono le seguenti forme (PIV III.1.1):

- 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 un **altro esperto**.

Nell'area delle valutazioni, la **differenza** fra **valutazione** e **parere valutativo** è spesso legata al modo in cui esaminati e/o trattati i flussi prospettici alla base della valutazione. In pratica si tratta di stabilire se l'analisi fondamentale sia svolta in modo completo o no.

Un **parere di congruità** comporta l'espressione di un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto, generalmente costituito da un prezzo o da un rapporto di scambio, o sull'attività di valutazione svolta da un altro soggetto. La congruità, a sua volta, può essere apprezzata sotto il profilo del merito economico del risultato annunciato, oppure solo con riferimento al processo seguito per la sua determinazione. Ciò distingue i pareri di congruità finanziaria (o *fairness opinion*) dai pareri di congruità funzionale (che non entrano nel merito economico delle stime

Nel caso di valutazione l'esperto deve esprimersi sui **contenuti del piano** sottopostogli per la determinazione dei flussi. Ciò richiede un'applicazione completa dell'analisi fondamentale, attraverso le seguenti fasi (PIV III.1.2):

1. **l'analisi strategica a livello di settore / mercato** di riferimento, volta ad individuare le prospettive generali e i fattori critici di successo;
2. **l'analisi strategica a livello di azienda**, per individuare le fonti di vantaggio competitivo e la sua sostenibilità;
3. **l'esame della documentazione contabile aziendale**, anche di tipo gestionale, per individuare l'evoluzione di **drivers di valore**;
4. **l'esame delle previsioni economiche e finanziarie**, conseguenti alle scelte relative allo svolgimento dei processi aziendali;
5. **l'analisi dei dati relativi allo scenario economico e al mercato di capitali**, con particolare riferimento ai tassi, ai risultati di società confrontabili, ai giudizi espressi dagli analisti (se disponibili).

Il **processo di verifica** e/o di integrazione dei **dati prospettici** può essere direttamente svolto dall'esperto incaricato della valutazione, attraverso un confronto con il management, fermo restando che devono essere **esaminati**:

- a) la **qualità** del **processo** svolto e le esperienze aziendali pregresse in materia di **gestione pianificata**;
- b) la **robustezza** del **piano** sotto i profili degli avalli ricevuti, della sua **condivisione** e della sua **operatività** (cioè dell'attitudine a rappresentare un'effettiva guida per l'azione di responsabili ai vari livelli);
- c) la **ragionevolezza** delle **ipotesi di base** assunte e delle stime formulate dal management;
- d) la **plausibilità** dei **flussi** dei risultati **attesi** e della loro effettiva **sostenibilità**, alla luce delle evidenze interne ed esterne disponibili;
- e) la **consistenza** dei **rischi impliciti** e dei loro possibili effetti.

Nelle situazioni aziendali più semplici, caratterizzate da una forte continuità e da una percepibile stabilizzazione dei drivers di valore, l'esperto può procedere direttamente, con la dovuta prudenza e sempre con un confronto con il management, all'individuazione dei flussi prospettici.



I **pareri valutativi** possono riferirsi a contributi professionali di natura diversa, le cui caratteristiche devono essere precisate (PIV III.1.3).Può trattarsi di:

1. **pareri tecnici** relativi ad elementi specifici, strumentali per l'esecuzione di una stima;
2. analisi corrispondenti ad **alcuni aspetti o momenti del processo valutativo**; l'esempio più frequente è quello di stime basate su elementi di input recepiti senza adeguato controllo;
3. **stime** comunque **prive** delle caratteristiche di **completezza** che le opinioni di valore devono avere (vedasi principio I.4.3).

I **pareri di congruità** possono essere di **merito (congruità finanziaria o fairness opinion)** o di **metodo (congruità funzionale)**. L'esperto deve precisare se l'analisi svolta ha le caratteristiche di una valutazione o di un parere valutativo (PIV III.1.4). I pareri di congruità finanziaria riguardano il merito dell'operazione per la quale la stima è richiesta. Spesso, come si è detto, il giudizio riguarda la congruità di un prezzo o di un rapporto di scambio. I pareri di congruità funzionale invece si riferiscono non al merito di una decisione (sempre relativa al prezzo o ad un rapporto di scambio) bensì alla qualità del processo svolto ai fini della sua formulazione. Sono pareri di congruità funzionale i giudizi richiesti dalla legge, in occasione di particolari operazioni societarie (aumenti di capitale senza diritto d'opzione, fusioni, recessi) ai sindaci, ai revisori o all'esperto ufficiale (fusioni). Si tratta di pareri di congruità che non hanno natura valutativa.

Un parere di **congruità finanziaria** (fairness opinion) è un documento che esprime un giudizio in merito alla congruità dei termini economico-finanziari negoziati per il trasferimento di un'attività (azienda, ramo d'azienda, azioni) tra due o più soggetti (PIV III.1.5). A differenza della valutazione o del parere valutativo, l'obiettivo della fairness opinion non è quello di assegnare un valore ad una attività in relazione ad una determinata finalità, ma di esprimere un giudizio sulla congruità economico-finanziaria del suo prezzo di trasferimento (proposto o già pattuito fra le parti). La fairness opinion dunque indica il prezzo di trasferimento che è congruo nel mero contesto specifico di una determinata operazione in un determinato momento.

Un parere di **congruità richiesto ai revisori** ai sensi di legge costituisce un parere di **metodo** (congruità funzionale) finalizzato ad esprimere un giudizio di ragionevolezza e non arbitrarietà dei criteri e delle metodologie sulla base dei quali gli amministratori ed i loro consulenti si sono basati per la determinazione del prezzo di emissione/rapporto di cambio/ valore di liquidazione. Un parere di congruità richiesto ai revisori ai sensi di legge non costituisce pertanto una valutazione (PIV III.1.6).

La **revisione del lavoro** di un **altro esperto** (valuation review) richiede la stessa completezza del particolare lavoro sottoposto a revisione (PIV III.1.7). Se dunque oggetto di analisi è una valutazione, anche la revisione ha la stessa natura, se invece è un parere valutativo o un parere di congruità finanziaria o un calcolo valutativo, la revisione deve avere la stessa natura.

Presupposti della valutazione (in funzionamento o in liquidazione)

La valutazione di un'entità aziendale (azienda o ramo d'azienda) può avvenire in base a due presupposti: la continuità della gestione (going concern) oppure la liquidazione. L'**esperto** deve **precisare** nella relazione di stima la **prospettiva adottata** (PIV III.1.8). Nel primo caso (going concern) oggetto della valutazione è un complesso organizzato di beni e processi volto al conseguimento di benefici economici futuri; nel secondo sono oggetto di stima i singoli beni atomisticamente considerati, al netto degli oneri, diretti e indiretti, sottesi a processo di liquidazione. La prospettiva della continuità aziendale è un presupposto della valutazione; non è compito del valutatore, salvo che non si espressamente richiesto, accertare in concreto l'applicazione del presupposto della continuità.

La valutazione di un'entità in liquidazione presuppone che l'entità aziendale cessi le proprie attività e che i suoi beni siano ceduti singolarmente o in gruppi in relazione alle opportunità di mercato e alle esigenze di liquidazione. (PIV III.1.9). Come per la prospettiva del going concern, anche la prospettiva della liquidazione non deve essere accertata in concreto dal liquidatore, a meno che non si espressamente previsto (PIV III.1.9).

La **liquidazione** può essere forzata ovvero ordinaria: la liquidazione **forzata** si ha quando la prospettiva è quella di una liquidazione nel più breve tempo possibile senza adeguata commercializzazione; la liquidazione **ordinaria** si ha quando la prospettiva è quella della liquidazione nel tempo che consente ragionevolmente il migliore realizzo dei beni da liquidare. Nella liquidazione ordinaria, l'esperto assume che, alla data della valutazione, il tempo sia già consumato (PIV III.1.10).

Le metodiche di valutazione



I **criteri** conosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami d'azienda, appartengono a **cinque gruppi**:

1. criteri **patrimoniali**;
2. criteri **reddituali**;
3. criteri che esplicitano la **creazione di valore**;
4. criteri **finanziari**;
5. criteri **comparativi** di mercato.

Al di là della loro articolazione, tutti i criteri sono **riconducibili** alle **tre metodiche** generali: del **costo** (criteri patrimoniali) ; dei **risultati attesi**(criteri reddituali, criteri finanziari); del **mercato** (criteri comparativi di mercato; ovvero una **combinazione** tra le metodiche del costo e del reddito (criteri che esplicitano la creazione di valore descritte nella rete concettuale di base. (PIV III.1.11).

L'azienda o il ramo d'azienda oggetto di valutazione, costituisce un complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane unito dalla comune finalità economica e dalla capacità di generare un autonomo flusso di risultati. La presenza di queste condizioni deve essere verificata dall'esperto, se non risulta evidente dal contesto (PIV III.1.12).

Nelle realtà aziendali complesse quando le diverse unità di business presentano profili di rischio operativo e/o prospettive di crescita differenziate, l'esperto può adottare una **valutazione per somma delle parti**. Se tuttavia le interconnessioni fra le unità di business sono molto forti, può rendersi necessaria anche una valutazione su basi consolidate. (PIV III.1.13). Per la problematica relativa ai **bilanci consolidati**, vedasi la mia pubblicazione angelofiori/gruppi-di-societa-e-bilancio-consolidato/.

L'esperto deve indicare gli elementi attivi e passivi che non sono considerati parte dell'azienda o del ramo aziendale oggetto di valutazione e che pertanto formano oggetto di stime separate, precisando i criteri per queste ultime (PIV III.1.14).

Le aziende e i rami d'azienda, possono essere valutate, oltre che con riferimento: a) al capitale netto, (valutazione **equity side**) b) anche con riferimento al capitale operativo investito. (operazioni **asset side**), prescindendo quindi dall'indebitamento finanziario. Le due valutazioni si riferiscono ad una medesima realtà e devono dunque essere coerenti fra loro (PIV III.1.15). Per la logica dei due tipi di valutazione vedasi il mio scritto [angelofiori/la-prospettiva-di-valutazione-dazienda-approccio-asset-side-o-equity-side/](#). La coerenza delle valutazioni asset side e equity side, che deve comunque essere garantita, è affidata alla correttezza del costo medio ponderato del capitale (wacc), che a sua volta dipende dal realismo della struttura finanziaria di riferimento. SE le due stime risultano diverse in misura apprezzabile ciò normalmente dipende dal fatto che la struttura finanziaria risultante dalla dinamica dei flussi equity side è diversa da quella normale o target utilizzata per la stima del wacc.

Nella selezione del metodo o dei metodi di valutazione, l'esperto deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con: (a) le caratteristiche dell'azienda, (b) la configurazione di valore ricercata, (c) le finalità della stima, (d) la base informativa disponibile. Sono da **evitare** aggregazioni di **metodi** che **non esprimono un razionale percorso valutativo** (PIV III.1.16). Occorre **evitare l'uso** di un **numero ingiustificato di metodi** (o delle relative varianti), sia la combinazione di procedimenti contraddittori, per la logica sottostante o per i parametri utilizzati.. E' frequente l'indicazione da parte dell'esperto di un **metodo principale**, accompagnato da un **metodo di controllo**. E' diffusa la pratica erronea di attribuire un'uguale valenza ad un numero consistente di metodi, dei quali l'esperto ha fatto uso. La scelta del metodo o dei metodi utilizzati va sempre motivata da parte dell'esperto. All'estremo opposto, non è da escludere l'ipotesi di adozione di un solo metodo, soprattutto quando la base informativa è limitata.

Nella valutazione delle aziende, o dei rami d'azienda, è frequentemente assunto un **orizzonte illimitato**. L'esperto tuttavia deve controllare che tale **ipotesi** sia **realistica** (PIV III.1.17)

L'esperto deve precisare le condizioni aziendali alle quali si riferisce la valutazione svolta, se ciò non risulta chiaro dal mandato o dal contesto (PI III.1.18). Va ricordato che il valore di un'azienda idealmente può essere scisso in tre componenti: (1) il valore delle attività in essere a parità di ogni altra condizione (steady alone), (2) il differenziale che si crea mutando lo scenario (ad esempio considerando le prospettive di crescita legate ad iniziative o azioni già intraprese); (3) le generiche opportunità di investimento future (non legate a specifici progetti già intrapresi).

La valuta di riferimento



La valutazione deve sempre essere effettuata nella **valuta funzionale** dell'**azienda** da valutare, cioè la valuta dell'ambiente economico prevalente in cui questa opera (PIV III.1.20).

Se un'entità aziendale opera in un altro ambiente economico, caratterizzato da una propria valuta funzionale, devono essere precisati i criteri di conversione delle operazioni effettuate in valuta estera (PIV III.1.21).

Le **gestioni estere** valutate separatamente rispetto all'entità aziendale, oggetto di stima ,devono essere compiute nella loro valuta funzionale. La successiva traduzione nella valuta funzionale dell'entità da valutare avviene al tasso di cambio a pronti alla data di riferimento della valutazione (PIV III.1.22).

I flussi prospettici

L'esperto deve esprimersi sulla **ragionevolezza** complessiva del **piano** a lui sotto posto per la determinazione dei flussi e, ove necessario, deve integrarlo con specifiche motivazioni. Il suo **giudizio** deve **tenere conto** (PIV III.1.24):

- a) delle **finalità** per cui è stato redatto il piano e dell'approvazione o meno di un organo di governo aziendale o di gruppo;
- b) delle **esperienze** dell'**azienda** di cui trattasi in materia di **gestione programmata**;
- c) delle **caratteristiche** dell'**attività svolta** dall'azienda e dello scenario di riferimento;
- d) della **coerenza strategica** del piano, della sua adeguatezza tecnica e della sua operatività;
- e) della **ragionevolezza** delle **ipotesi** assunte e delle stime formulate;
- f) della **plausibilità** dei **risultati medio - normali attesi** e della loro effettiva sostenibilità
- g) della **ragionevolezza** dei **rischi impliciti** rispetto alle condizioni tipiche della realtà aziendale oggetto di valutazione, del settore di appartenenza e dell'ambito competitivo di riferimento;
- h) del **coinvolgimento** delle **unità di business** responsabili dei risultati previsti;
- i) della **qualità** del **processo di pianificazione**.

Cosa cambia con i PIV Parte III - Principi per specifiche attività-Le valutazioni d'azienda e di rami d'azienda

L'esperto deve infine espressamente segnalare se dal suo esame siano emersi elementi che facciano ritenere inappropriate le indicazioni del piano, anche per l'eventuale comparsa di fatto o circostanze nuovi, o, al contrario, se tali indicazioni possano costituire una base adeguata per la stima.

Va ricordato che l'analisi del piano compiuta dall'esperto ai fini della valutazione, **non** è da **intendersi** come un'**attestazione** del tipo **ISAE 3400**. Lo stesso documento indica le regole di auditing da applicare alle informazioni di carattere prospettico.

In ogni caso il **management** rimane **responsabile** della **veridicità** dell'informazione prospettica, inclusa la identificazione e la "disclosure" delle ipotesi su cui è basata.

IL grado di analiticità del piano deve essere tale da consentire il giudizio di ragionevolezza chiesto all'esperto.

In presenza di analisi legate a **scenari alternativi**, l'esperto deve accertarsi che sino individuati risultati medio attesi, dal punto di vista probabilistico, e non valori stimati relativi agli scenari più favorevoli. Le analisi di sensitività sono utili per l'identificazione del rischio più appropriato. Per un approfondimento sulle **analisi di sensitività**, veda l'articolo angelofiori.it/analisi-sensitivita-per-le-valutazioni-dazienda. Vanno anche identificate le variabili chiave (o drivers di valore) sottostanti al piano.

Nel caso di un **giudizio non** pienamente **favorevole** al **piano**, l'esperto ha due alternative: (1) integrare / modificare i flussi in base alle informazioni disponibili; (2) accrescere il premio per il rischio da incorporare nel tasso di attualizzazione.

Nel corso dell'esame del piano deve essere valutata in primo luogo l'esperienza dell'azienda, non solo in materia di elaborazione di piani prospettici, ma soprattutto in merito alla capacità di raggiungimento dei risultati previsti.

Se l'**esperto** non dispone di un piano di fonte aziendale e si **impegna direttamente** nella previsione dei **possibili flussi** di risultati sulla base degli elementi informativi disponibili, deve indicare con chiarezza la natura ipotetica delle elaborazioni svolte e precisare le ipotesi sulle quali queste sono basate, segnalando gli elementi di sostegno disponibili (PIV III.1.27).

Le valutazioni di tipo patrimoniale



Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla **distinta stima**, a **valori correnti**, delle **singole attività** e **passività** alla data di riferimento. L'esperto deve perciò individuare gli elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di valutazione utilizzati. Se l'analisi è estesa a beni immateriali specifici, deve anche motivare la scelta di tali elementi, accertandosi della loro coerenza reciproca (PIV III.1.28).

Le valutazioni patrimoniali sostanzialmente si pongono nell'ottica di una scomposizione del patrimonio aziendale con realizzo separato delle singole attività (metodica del mercato) ovvero di costruzione ideale del patrimonio stesso (metodica del costo).

Le **partecipazioni** devono essere valutate come elementi patrimoniali autonomi, con i procedimenti più appropriati. Quando però sono presenti notevoli interconnessioni economiche, deve essere formulata una stima consolidata (bilancio consolidata) anche sul piano patrimoniale. Per approfondire le problematiche dei bilanci consolidati, vedasi l'articolo angelofiori.it/gruppi-di-societa-e-bilancio-consolidato.

Le valutazioni di tipo patrimoniale sono accettabili ai fini delle valutazioni legali solo quando le prospettive reddituali dell'azienda o del ramo d'azienda in esame, indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale proprio in linea con il rendimento atteso dal mercato con investimenti di pari rischio. Il valore delle attività, che sono esposte al rischio di impresa, dovrebbe perciò sempre essere sottoposto a **verifica reddituale** (PIV III.1.29).

Il ricorso ad un procedimento di tipo patrimoniale è talora il mezzo tecnico per concludere una valutazione stratificata (o per "sum of the parts"). Anche in questo caso non va dimenticata l'esigenza di eseguire un controllo reddituale sul valore complessivo ottenuto (PIV III.1.30). Una holding di partecipazioni, ad esempio è tipicamente valutata con il procedimento stratificato, pervenendo alla fine al cd NAV (Net Asset Value). Il NAV richiede normalmente tuttavia una revisione, con un premio o uno sconto, per tenere conto del rapporto rischio – rendimento e del grado di indebitamento che presenta la holding.

Le valutazioni reddituali

Le valutazioni reddituali sono basate, in relazione al fatto che si segua un approccio asset side o equity side, sulla **capitalizzazione** del **reddito netto distribuibile** di lungo periodo (o del risultato operativo disponibile, al netto delle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata) dell'azienda o del ramo d'azienda soggetto a stima, ad un tasso espressivo del costo – opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale o del costo dei mezzi propri unlevered, con separata valutazione dei benefici fiscali dell'indebitamento). Le modalità di calcolo dei redditi devono essere spiegate e giustificate. Nelle situazioni non ancora stabilizzate, è necessario tenere conto della prevedibile varietà dei risultati, fine del raggiungimento dell'assetto di regime (PIV III.1.31).

Nelle **situazioni stabilizzate** di tipo stazionario, la formula tipica è la seguente: $V = R / K$, ove R è il reddito medio di lungo periodo e k è il tasso relativo al costo dei mezzi propri. In presenza di inflazione pienamente recuperata, la redditività R e il tasso k sono espressi in termini reali. In presenza di inflazione, può essere necessario ridurre il k in funzione del reddito necessario da reinvestire per mantenere la capacità di reddito dell'impresa.

Le valutazioni reddituali sono normalmente di tipo equity side, sono tuttavia configurabili anche le corrispondenti formule di tipo asset side. L'arco di tempo è di regola illimitato.

Laddove sussistano condizioni di forte continuità nel tempo, il reddito sostenibile nel lungo periodo è stimato normalizzando i risultati del più recente passato.

Le valutazioni di tipo reddituale sono di elezione nelle **situazioni** aziendali **stabilizzate**. Nelle situazioni caratterizzate da forti fattori evolutivi, è generalmente preferibile la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari (PIV III.1.32). Infatti nelle **situazioni non stabilizzate** di regola vi è notevole differenza fra i redditi (seppure distribuibili) e i flussi monetari, causata dall'espansione degli investimenti in capitale fisso e circolante, oppure dalla loro contrazione.

Le valutazioni che esplicitano la creazione di valore



I procedimenti che esplicitano la creazione di valore includono il **metodo misto patrimoniale reddituale (UEC)**, e il metodo **Discounted Economic Profit** (conosciuto come **EVA**). Si tratta nella sostanza di metodi sempre riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto la creazione di valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o del ramo d'azienda considerato, che permettono, sotto talune condizioni, di ridurre il peso del valore terminale nelle valutazioni di tipo reddituale.

Il metodo patrimoniale reddituale (UEC) fa capo alla seguente formula:

$$W = K + (R - i''K) * a_{n | i'}$$

dove:

W = valore di stima dell'azienda

K = capitale netto rettificato a valori correnti (di mercato)

R = reddito medio normale atteso per il futuro

i' = tasso di attualizzazione del profitto o del c.d. *sovrareddito*

i'' = tasso di interesse considerato normale rispetto al tipo di investimento che viene considerato

n = durata che esprime la ripetitività del profitto.

L'arco temporale n in questo metodo è generalmente compreso fra 5 e 10 anni, a seconda del vantaggio competitivo riconosciuto all'azienda.

Il metodo patrimoniale reddituale è stato diffuso nell'Europa continentale dall'Union des Experts comptables e Financiers Européens. A partire dagli anni '60, ma è scarsamente conosciuto nei paesi di tradizione anglosassone.

Le valutazioni di tipo finanziario

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda (o da ramo aziendale) oggetto di stima comprendono il **Dividend Discount Method (DDM)**, il metodo **Discounted Cash Flow (DCF)**; quest'ultimo nelle varianti asset side e equity side. Esse impegnano l'esperto nella individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa nel lungo periodo (PIV III.1.35).

Il DDM è il tradizionale metodo proposto per la valutazione di titoli rappresentativi di capitale in base alle seguenti formule:

$$V_e = \sum_1^{\infty} D_t (1 + k_e)^{-t}$$
$$V_e = \sum_1^n D_t (1 + k_e)^{-t} + P_n (1 + k_e)^{-n}$$
$$V_e = \frac{D_0 (1 + g)}{k_e - g}$$

La prima formula fa riferimento ad una corrente illimitata di dividendi D, attualizzati al costo opportunità del capitale proprio k.

La seconda formula limita la stima dei dividendi futuri al periodo iniziale n, al termine del quale è aggiunto un valore di uscita dall'investimento P, che può essere stabilizzato come avviene nella terza formula, in un quadro di **crescita costante** al **tasso g**.

Il tasso di crescita g è uno degli elementi che può **creare difficoltà** per il valutatore, soprattutto perché influenza il terminal value che, come si vedrà rappresenta la parte più significativa del valore aziendale determinato con il metodo DCF. **Sorprendentemente** i PIV non affrontano la tematica del tasso di crescita in modo organico, inoltre in alcuni passaggi la tematica del tasso di crescita viene trattata assieme al problema dell'inflazione.

Nella pratica aziendale i tassi di crescita **difficilmente** sono **costanti** nel **lungo periodo**. E' invece più realistico ipotizzare che nella maggior parte dei settori industriali e dei servizi, dopo una fase di crescita iniziale, nel medio e lungo periodo la crescita si assesti su **valori** vicini allo **zero**, anche in conseguenza delle dinamiche concorrenziali. Il tasso costante di crescita g utilizzato normalmente nelle valutazioni appare pertanto una semplificazione e per tale motivo va tenuto prudentemente **molto basso** sul lungo periodo

Le versioni equity side e asset side del metodo DCF sono espresse dalle seguenti formule:

$$V_e = \sum_1^n Fe_t(1+k_e)^{-t} + Ve_n(1+k_e)^{-n}$$
$$V_a = \sum_1^n Fo_t(1+k)^{-t} + Vo_n(1+wacc)^{-n}$$

Ove Fe indica i flussi monetari disponibili per gli azionisti, da attualizzare al costo dei mezzi propri k. Fo rappresenta i flussi monetari operativi unlevered, da attualizzare al costo medio ponderato del capitale wacc.

Per un approfondimento dei flussi levered e unlevered, vedasi l'articolo angelofiori.it/metodo-dcf-discounted-cash-flow-i-flussi-di-cassa-prospettici/

L'individuazione dei flussi monetari da trattare con il metodo DCF presuppone la presenza di un **piano aziendale**, normalmente elaborato dal management dell'azienda da valutare, del quale recepisce le ipotesi di base e le migliori stime. IL piano idealmente dovrebbe estendersi sino alla stabilizzazione del driver di valore, mediante proiezioni concordate con il management. Nel concreto tale orizzonte deve anche considerare il grado di incertezza delle previsioni e i relativi elementi di supporto (PIV III.1.36).

E' noto che in molti casi i **piani** formulati nell'ambito dei sistemi aziendali di programmazione e controllo sono normalmente limitati nel tempo (normalmente **tre anni**, raramente oltre i cinque anni). Le esigenze di valutazione possono tuttavia richiedere un'estensione dell'arco temporale al fine di raggiungere la stabilizzazione dei drivers di valore, necessaria per agevolare la stima del valore terminale. **L'estensione** è tipicamente effettuata con una **estrapolazione** basata su ipotesi ragionate.

L'esperto deve accertare se il piano è stato ufficialmente approvato dall'azienda e la sua eventuale estensione sia anch'essa condivisa con i responsabili aziendali; deve cioè essere chiaro se il **piano contiene**

una **volontà strategica** di perseguirlo lungo l'asse temporale utilizzato. Il momento più delicato della valutazione è il **calcolo del valore terminale**; esso consente un calcolo plausibile di un tasso di crescita g . : Considerando che nel tempo il tasso g tende a diminuire per effetto della dinamica competitiva, nel lungo periodo è generalmente da escludere che l'azienda abbia un tasso di crescita superiore a quello del settore di appartenenza.

E' richiesta pertanto un'**analisi fondamentale**, che prendendo come base uno **studio strategico esterno** all'impresa (settore – mercato), si rivolga poi alle **variabili strategiche interne** (punti di forza, di debolezza, drivers di valore, etc), esamini la documentazione contabile e gestionale, controlli le previsioni e verifichi lo scenario economico generale e quello più particolare del mercato dei capitali. Un'attività così complessa necessita un **confronto** con il **management aziendale**; il dialogo infatti aiuta a definire meglio: 1) quali ipotesi adottare per estendere l'orizzonte temporale del piano, 2) i drivers di valore che influiscono sulla stima del valore terminale

Qualora l'esperto riscontrasse qualche **difetto** nella coerenza strategica e/o nella fattibilità del **piano aziendale**, i PIV chiedono che l'esperto: a) porre dei correttivi ai flussi di cassa, ovvero b) incrementare il tasso di sconto legato alla realizzabilità dei flussi

In sede di determinazione del metodo DCF, l'esperto deve infatti prestare particolare attenzione al calcolo del valore terminale, essendo consapevole del **peso elevato** (normalmente fra il 60% e 80%) che questo può avere sul **valore finale**, specie quando il flusso di risultato a regime risulta significativamente superiore a quello corrente. Le stime più appropriate dovrebbero basarsi sull'individuazione di un flusso sostenibile di lungo periodo, tenendo anche conto di un **tasso di crescita g** in linea con i fondamentali. Il confronto con una stima basata sui moltiplicatori di mercato di società comparabili, opportunamente scelti, può peraltro consentire un utile controllo. (PIV III-1-37).

Nella pratica si osserva che **frequentemente** il flusso del periodo terminale è fatto pari al **flusso dell'ultimo anno** del periodo di previsione esplicita (normalmente il 3° o il 5° anno del piano), al tasso di crescita g . Tuttavia questa ipotesi deve essere **avvalorata** da considerazioni sulla prevedibile evoluzione futura del business

Per una più dettagliata disamina delle problematiche legate al valore terminale vedasi l'articolo angelofiori.it/terminal-value-nelle-valutazioni-dazienda-con-il-metodo-dcf/

Le valutazioni comparative di mercato



Le valutazioni comparative comportano l'applicazione, a grandezze aziendali rilevanti, di **moltiplicatori** (o multipli) ricavati dalle **capitalizzazioni di borsa di società quotate confrontabili**, o dalle **negoziazioni** comunemente **avvenute** con riferimento a quote di capitale di società confrontabili. Rappresentano stime di tipo analogico finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda, o del ramo d'azienda, oggetto di esame, muovendo da prezzi registrati sul mercato per titoli di aziende quotate simili o per pacchetti azionari di società quotate e non quotate. L'esperto deve essere consapevole che non esistono aziende sosia dell'azienda da valutare, l'apparente semplicità di tali valutazioni nasconde numerose insidie, per effetto delle quali il metodo può condurre a risultati fuorvianti in quanto estende all'azienda oggetto di valutazione profili (di redditività, di crescita, di rischio) che essa non ha (PIVIII.1.38).

I principali **aspetti critici** sono i seguenti:

1. la **razionalità** dei **prezzi rilevati** (e dunque dei moltiplicatori costruiti sui medesimi);
2. la **confrontabilità** del **campione** di aziende di riferimento;
3. le **modalità di determinazione** dei moltiplicatori;
4. il **posizionamento dell'azienda** considerata rispetto al campo campione prescelto;
5. una **costruzione** della **sintesi** delle indicazioni di valore derivanti, eventualmente, da più moltiplicatori;
6. i **tempi** ai quali si riferiscono le **transazioni** di società comparabili.

La **razionalità** dei **prezzi**, espressi da un mercato ordinato, è condizione essenziale per le valutazioni analogiche, come sono le valutazioni comparative di mercato.

La formazione di campioni costituiti da società scarsamente confrontabili all'azienda da valutare, conduce naturalmente a conclusioni inattendibili.

L'**adeguatezza** dei **moltiplicatori** dipende, a sua volta, da molti aspetti. Anzitutto deve esserci **omogeneità** fra **numeratore** (equity value o enterprise value) e **denominatore**. Se quest'ultimo si riferisce all'intera

azienda (ricavi di vendita, EBTDA, o EBIT, o flussi di cassa unlevered), anche il numeratore deve essere enterprise value. Va anche valutata la **diversa valenza** dei moltiplicatori costruiti sulla base di indicatori di conto economico o di stato patrimoniale, rispetto a quelli basati su meri parametri operativi (di solito rappresentati da indicatori di capacità produttiva o commerciale). Questi ultimi non possono che rappresentare indici grezzi di riferimento. Nell'apprezzamento dei moltiplicatori bisogna inoltre ricordare la differenza di significatività della fonte dei dati posti a numeratore: capitalizzazioni di borsa o prezzi rilevati da transazioni confrontabili. E' evidente che i primi sono più affidabili, perché riferenti ad un maggior numero di transazioni su base più omogenea. Infine il problema di posizionare l'azienda da valutare rispetto al campione di società confrontabili non va sottovalutato, poiché **l'uso di medie / mediane / medie armoniche** va attentamente valutato.

Un ulteriore aspetto da valutare è che **un'impresa distressed** non può essere valutata, senza speciali accorgimenti, in base a moltiplicatori di aziende sane. Infine occorre considerare l'orizzonte temporale lungo il quale sono selezionate le transazioni comparabili.

L'esperto deve motivare le proprie scelte in merito ai moltiplicatori (multipli) utilizzati, alle modalità di determinazione dei medesimi e al campione di società comparabili. Deve motivare la dispersione dei multipli rilevati e l'esistenza di condizioni di omogeneità con l'azienda da valutare (PIV III.1.39).

L'esperto deve essere consapevole della diversa valenza informativa dei moltiplicatori desunti da società quotate comparabili o da transazioni comparabili. Deve anche tenere presente l'influenza esercitata nel primo caso dalla liquidità dei titoli e nel secondo dai premi di controllo o dagli sconti per mancanza di liquidità. In particolare va ricordato che normalmente una valutazione comparativa tratta dal mondo delle società quotate può non essere adeguata a valutare un'azienda non quotata (pur comparabile) senza adeguati correttivi. (PIV III.1.40)

L'esperto deve dedicare la dovuta attenzione al **corretto posizionamento** dell'azienda considerata rispetto al campione di società comparabili. A tale scopo può rivelarsi opportuna un'**analisi di regressione**, per esplorare la relazione che lega il moltiplicatore (variabile dipendente) ad uno o più driver significativi (variabile indipendente). Uguale delicatezza presenta la sintesi delle indicazioni di valore derivanti dall'utilizzo di moltiplicatori diversi. Anche in questo caso sono da evitare soluzioni semplicistiche composte in modo meccanico (PIV III.1.41).

La sintesi delle valutazioni

La **sintesi valutativa** richiede, in primo luogo, l'aggiunta di elementi attivi e passivi eventualmente non inclusi nelle stime già svolte, quando sono utilizzati metodi basati sui flussi di risultati o su analisi comparative. In secondo luogo, la formulazione di una sintesi razionale delle diverse indicazioni di valore ottenute dai diversi metodi eventualmente considerati. Sono da evitare gli aggiustamenti non razionali (ad esempio la **semplice** applicazione di **medie a valori molto dispersi**) e la presentazione di "range" di valori di ampiezza tale da lasciare eccessivi margini di discrezionalità alla decisione per la quale la stima è stata richiesta all'esperto. Devono infine essere ricordati ai destinatari della relazione di stima gli aspetti critici del processo valutativo svolto (PIV III.1.42).

A volte si osserva l'applicazione di un insieme ampio e confuso di metodi, o di varianti di metodo, come se l'esperto considerasse suo compito seguire ogni possibile strada, anziché tracciare un proprio itinerario

mirato. Ciò implica fatalmente che la conclusione del processo valutativo si fondi su range di valori arbitrari perché privi di capacità dimostrativa generale.

La scelta dei tassi di attualizzazione nelle valutazioni



L'esperto deve indicare i **percorsi di metodo** seguiti e le fonti di cui si è avvalso per la determinazione dei tassi utilizzati nelle valutazioni, indicando le ragioni delle proprie scelte (PIV III.1.43). Anche in questo caso va privilegiata la trasparenza informativa. Gli aspetti generali di metodo per la determinazione dei tassi sono indicati nel Cap I.19, relativo alla parte I sulla rete concettuale di riferimento. In questa sede è utile ricordare:

1. deve esservi **coerenza** fra **tassi** e **flussi** sotto il profilo del grado di **rischio**;
2. la variabilità può manifestarsi anche con riferimento ai tassi, i quali potrebbero avere la natura di saggi medi per l'arco temporale coperto;
3. nelle attuali congiunture di mercato, diviene critico il trattamento del **rischio paese**, con effetti sui tassi come sui flussi.

Ai fine della determinazione del costo dei mezzi propri, è normalmente utilizzato il Capital Asset Pricing Model (**CAPM**), il quale è basato su ipotesi la cui plausibilità nel caso oggetto di esame deve essere vagliata dall'esperto. L'utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure di altri modelli, deve essere segnalato (PIV III.1.44). Il principale limite del CAPM. Com'è noto, è costituito dal fatto che il modello bilancia rendimenti e rischi nell'ottica di un portafoglio di investimenti ben diversificato, prospettiva che non è sempre appropriata quando si valuta un investimento in un'azienda. Altri limiti si incontrano nella valutazione di aziende di minori dimensioni, le cd. small caps.

In sede di applicazione del CAPM, l'esperto deve prestare attenzione alle **tre variabili principali**: il tasso esente da rischio (cd **risk free rate**), il **premio** per il **rischio di mercato**, il **coefficiente beta** appropriato (come indicatore del rischio sistematico) all'azienda o al ramo d'azienda da valutare (PIV III.1.45). I problemi che si pongono sono sostanzialmente tre: (1) la inclusione del rischio paese alternativamente nel free risk rate o nel market risk premium o nel coefficiente beta; (2) la selezione del rischio di mercato, considerando che il risk free rate e il market risk premium non sono fra loro indipendenti; (3) la individuazione di un

Cosa cambia con i PIV Parte III - Principi per specifiche attività-Le valutazioni d'azienda e di rami d'azienda

coefficiente Beta appropriato; i coefficienti beta possono essere calcolati con riferimento a rendimenti diversi (giornalieri, settimanali o mensili) e ad indici diversi (nazionali, europei, globali).

Quando appropriato il costo dei mezzi propri k_e , ottenuto tramite il CAPM, può essere maggiorato di un coefficiente (fattore alfa) che considera il rischio specifico, che può essere: (a) un rischio competitivo, (b) un rischio di business, (c) un rischio tecnico.

Ai fini della determinazione del costo medio ponderato del capitale, deve essere individuata la struttura **finanziaria prospetticamente sostenibile**. Quando tale struttura è destinata a variare in misura rilevante per effetto di scelte programmate, è necessario tenerne conto con soluzioni tecniche appropriate (PIV III.1.46). A causa dei vincoli che limitano le scelte di struttura finanziaria di gran parte delle imprese osservate nella realtà, la struttura astrattamente ottimale, o comunque prevalente nel settore di riferimento può non essere concretamente realizzabile nella particolare entità esaminata.

Valutazione di aziende – aspetti particolari. Redundant o surplus asset

Frequentemente nel capitale investito in un'impresa, accanto all'insieme di attività e passività legate al ciclo di gestione (che formano il cd. capitale operativo), sono presenti anche **attività / passività** che **non** sono **strumentali** rispetto all'attività tipica dell'impresa; in genere si tratta di attività finanziarie o immobiliari o fiscali e di passività non afferenti la gestione tipica (es. passività potenziali). È opportuno che tali beni siano idealmente **separati** dall'azienda e sottoposti ad **autonoma valutazione** (PIV III.1.47). La corretta individuazione di tali beni discende anche dal fatto che normalmente tali beni sono caratterizzati da profili di rischio differenti rispetto ai beni che fanno parte del capitale operativo.

IL valore dei surplus o redundant asset va determinato al netto dei carichi fiscali che dovrebbero essere effettivamente sostenuti nel caso di loro alienazione (PIV III.1.48).

Valore del debito ai fini della stima del valore dell'equity

Nelle aziende non finanziarie l'adozione del procedimento di valutazione del capitale operativo (cd. procedimento "asset side"), richiede che dal valore delle attività venga successivamente sottratto il valore di mercato delle passività di natura finanziaria (PIV III.1.49).

Le ipotesi di carattere generale adottati nella stima del valore degli asset, in particolare con riferimento ai possibili scenari, devono risultare coerenti con quelle utilizzate nella stima del valore dei debiti aventi struttura finanziaria (PIV III.1.50).

Per un **approfondimento** della logica di valutazione asset side vedasi il mio articolo [AF-Valutaz.-Asset-side-o-Equity-side.pdf](#)

La valutazione delle aziende in particolari contesti (Parte III.2)



La valutazione di società quotate

In presenza di un **mercato di borsa efficiente**, privo di costi di transizione rilevanti e di perturbazioni, in assenza di competizione per acquisire il controllo di una società, la capitalizzazione di borsa (= quotazione del titolo * numero delle azioni in circolazione) di una società dovrebbe di norma costituire la migliore approssimazione del **valore** di un'azienda "as is". Pertanto l'esperto deve sempre motivare le ragioni per le quali, ricorrendo tali condizioni, i prezzi di borsa non vengano assunti quale fondamentale indicazione del valore che esso è chiamato a stimare, ovvero effettuare una riconciliazione fra il valore stimato e il valore di borsa (PIV III.2.1). Sul piano pratico, dal momento che raramente si verificano le condizioni ideali di efficienza del mercato, è assai frequente applicare una pluralità di metodi anche nel caso di valutazione delle società quotate. Ciò accade, in forma tipica, nelle perizie di fusione che riguardano società quotate, nelle quali gli advisors applicano sempre una pluralità di metodi, pur prendendo atto della capitalizzazione di borsa.. L'esperto è comunque chiamato a riconciliare i due valori.

Le **ragioni** che possono giustificare l'adozione di **altri metodi di valutazione**, ovvero la rettifica dei prezzi correnti di borsa, sono principalmente le seguenti (PIV III.2.2):

- a. la **manca**za di **coerenza** fra la configurazione del valore rilevante nel contesto dell'incarico ricevuto e il valore corrente di mercato;
- b. la presenza di condizioni che possano **limitare** il **livello di significatività** dei prezzi espressi da mercato;
- c. il **diverso profilo di rischio – rendimento** delle due unità di valutazione cui si riferiscono la capitalizzazione di borsa (le quotazioni di mercato esprimono il valore di un singolo titolo), mentre il valore dell'azienda, qualunque configurazione assuma, si riferisce al 100% delle azioni

Se la configurazione di valore rilevante nel contesto del mandato di valutazione non è coerente con il valore espresso dal mercato, è possibile riconciliare le valutazioni desumibili dai prezzi di borsa attraverso l'applicazione di premi o sconti. Per tali aggiustamenti si rinvia al Cap. III.4. L'applicazione di premi o sconti richiede comunque particolare cautela.

La valutazione di società non quotate

Le valutazioni che riguardano società non quotate possono presentare alcune **criticità** nell'**utilizzo** della **metodica di mercato** e dei parametri di valutazione (tassi, premi e sconti) desumibili dal mercato azionario. In presenza di società comparabili quotate in borsa e qualora sussistano le condizioni che consentono di giudicare coerente il valore espresso dal mercato di borsa con la definizione di valore adottata dall'esperto, tali valori forniscono indicazioni utili anche alla valutazione di società non quotate (PIV III.2.3).

La valutazione di imprese di differenti dimensioni

L'**aspetto dimensionale** costituisce un fattore rilevante nel contesto della stima del valore di un'azienda, sia essa quotata o non quotata: infatti il fattore dimensionale può influenzare (PIV III.2.4):

- a. l'esposizione al rischio sistemico;
- b. l'esposizione al rischio specifico; ciò con riferimento, ad esempio, alla qualità della struttura organizzativa, alla concentrazione della clientela o alla concentrazione in una o poche persone dei fattori di successo dell'azienda;
- c. la disponibilità di piani formalizzati e di strutture manageriali o organizzative adeguate.

L'esperto deve tenere in considerazione questi aspetti e motivare le scelte compiute.

La letteratura finanziaria richiama l'attenzione sul fatto che, al **diminuire** delle **dimensioni aziendali**, tendono ad assumere maggior peso taluni **rischi di carattere specifico**, quali la concentrazione della clientela, la dipendenza da fornitori strategici, o il limitato sviluppo di strutture manageriali. La letteratura professionale suggerisce spesso di trattare il fattore dimensione attraverso la rettifica del tasso di attualizzazione, attingendo alle statistiche relative ai differenziali di rendimento delle small cap rispetto alle società quotate di maggiori dimensioni.

Interessenze partecipative (PIV III.3)



Con il termine **interessenza partecipativa** si intende un **pacchetto di azioni** o di **quote** di un'azienda **inferiore al 100%** e **maggiore** di una **singola azione**, o quota. Il termine definisce quindi uno **spettro molto ampio** di pacchetti azionari o di quote rappresentative del patrimonio aziendale (PIV III.3.1). Non sono

definibile a priori delle categorie di partecipazioni. Di seguito si farà riferimento per **esigenze** applicative a **cinque** principali **categorie** di interessenze partecipative: (1) di **controllo strategico**; (2) di **controllo finanziario**; (3) di **minoranza in società a proprietà contendibile**; (4) di **minoranza in società con titoli diffusi fra il pubblico**; (5) di **minoranza in società prive di mercato attivo**.

La valutazione di un'interessenza partecipativa presuppone che l'esperto raccolga le **informazioni necessarie** per consentirgli di:

- 1) qualificare il **tipo di interessenza** partecipativa oggetto di valutazione e stabilire se il pacchetto trasferisce alcuni (o tutti) i poteri di controllo;
- 2) analizzare le interessenze partecipative detenute da **altri azionisti** e verificarne il **potenziale effetto** sul valore della interessenza partecipativa oggetto di valutazione;
- 3) comprendere le **caratteristiche** del **titolo** azionari e dei relativi **diritti**;
- 4) comprendere tutti gli elementi che possono influenzare il valore dell'interessenza partecipativa, quali:
 - a) **statuto**,
 - b) **accordi** fra azionisti,
 - c) **maggiorazioni di voto** (nel caso di società quotate) o **voto plurimo** (nel caso di società non quotate);
 - d) **patti di sindacato**,
 - e) **accordi buy e sell**,
 - f) **accordi operativi**,
 - g) accordi di co-vendita (**drag along e tag along**),
 - h) **covenants** sul debito (ad esempio legati al cambio di controllo),
 - i) **restrizioni** o altre **obbligazioni** che riguardano il detentore della partecipazione (attuale e/o potenziale, ad esempio obbligo di dismissione entro un periodo di investimento e determinato, OPA obbligatoria),
 - j) il **mercato di riferimento** in cui la partecipazione può essere **negoziata**,
- 5) verificare le **informazioni** (relative alla società emittente) alle quali è possibile **avere accesso**.

La valutazione di un'interessenza partecipativa si riferisce ad una unità di valutazione diversa sia dal complesso delle attività nette (= attività – passività) sia dal singolo titolo azionario. **Ciò comporta** che il valore di una interessenza partecipativa può risultare diverso dalla somma dei valori dei singoli titoli che lo compongono e che il valore dell'azienda può risultare diverso dalla somma delle singole interessenze partecipative. Ciò per via del fatto che, in relazione alla partecipazione detenuta: (a) i benefici generati dall'impresa non sono necessariamente divisibili su base proporzionale; (b) i rischi non sono

Cosa cambia con i PIV Parte III - Principi per specifiche attività-Le valutazioni d'azienda e di rami d'azienda

necessariamente i medesimi per le diverse categorie di azionisti; (c) le informazioni cui le diverse categorie di azionisti hanno accesso non sono necessariamente uguali e simmetriche (PIV III.3.3).

La **stima** del valore di qualunque attività è in **funzione** dei **benefici attesi**, dei **rischi** che caratterizzano quei benefici e della **informazione** a disposizione. Partecipazioni di diversa consistenza si caratterizzano normalmente per benefici, rischi e informazioni differenti. Un pacchetto di controllo può dare accesso a sinergie supplementari e indivisibili. La somma dei valori del pacchetto di controllo e dei pacchetti di minoranza non restituisce pertanto necessariamente il valore dell'azienda al 100%.

Il valore di una partecipazione, pari al 100% delle azioni o delle quote di un'azienda, equivale alla stima dei mezzi propri dell'azienda. Il valore di un singolo titolo equivale alla stima del valore di un singolo strumento finanziario. Le principali **differenze** fra **stima del valore** di un'azienda e **stima del valore** di un **singolo titolo**, sono (PIV III.3.4):

1. la stima del valore di un singolo titolo non richiede necessariamente la stima del valore dell'azienda, in quanto la stima del valore del singolo titolo può essere compiuta mediante i flussi di risultati attesi di pertinenza del singolo titolo e stimando il valore terminale di realizzo;
2. la stima del valore del singolo titolo considera i risultati attesi dall'impresa come essa e (as is) e, solo nel caso in cui la proprietà sia contendibile, può includere anche i benefici attesi dal ricambio di proprietà ponderati per la proprietà di ricambio, quando appropriato in relazione alla specifica configurazione di valore.

Ci possono essere casi in cui è più opportuno calcolare direttamente il valore della partecipazione senza stimare il valore riferito all'intera azienda. (questo può essere il caso di talune partecipazioni di minoranza con caratteristiche di mero investimento finanziario per i quali la stima del valore di mercato può fondarsi sulla stima dei dividendi attesi e sul prezzo di cessione al termine dell'investimento). In questi casi è necessario comunque chiarire la prospettiva adottata, nonché i benefici, i rischi e l'informazione assunta ai fini della stima (PIV III.3.6).

Nei casi in cui il valore delle partecipazioni è calcolato muovendo dal valore dell'attivo dell'azienda (valutazione asset side) è necessario detrarre le passività finanziarie, calcolate in coerenza con il criterio con cui è stato stimato il valore dell'attivo. Successivamente si procede ad allocare il valore delle attività nette (attività meno passività) alle differenti categorie di titoli che compongono il patrimonio, tenendo conto dei relativi privilegi patrimoniali e degli eventuali effetti diluitivi (PIV III.3.7).

Esistono **cinque principali livelli** di **valore**, caratterizzati da differenti set di benefici, rischi e informazioni disponibili (PIV III.3.8):

1. **valore di controllo strategico** (il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista strategico che detiene il controllo);
2. **valore di controllo finanziario** (il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione disponibile per un azionista finanziario che detiene il controllo);
3. **valore di minoranza** di una società a **proprietà contendibile** con i titoli scambiati su un mercato attivo, In questo caso il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione disponibile di un azionista di

minoranza di una società con titoli scambiati su un mercato attivo che può subire un ricambio di proprietà;

4. **valore di minoranza** di una società a **proprietà bloccata** con titoli scambiati su un mercato attivo; in questo caso il valore riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista di minoranza di società con titoli scambiati su un mercato attivo che non può subire un ricambio di proprietà se non per volontà dell'attuale azionista di controllo;
5. **valore di minoranza** di una società per la quale **non esiste un mercato attivo** di titoli azionari; in questo caso il valore riflette i benefici,, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista di minoranza di una società non quotata o comunque priva di un mercato attivo.

I livelli di valore si riferiscono al soggetto di riferimento per la specifica partecipazione, nelle cinque categorie elencate nel principio III.3.8, e non invece alla configurazione di valore individuata. Ciascun livello di valore può assumere ciascuna delle sei configurazioni di valore definite da questi principi: (1) valore intrinseco, (2) valore di mercato, (3) valore negoziale equitativo, (4) valore d'investimento, (5) valore convenzionale, (6) valore di smobilizzo (PIV III.3.9). Il livello di valore rappresenta il valore dell'emittente calcolato sulla base dei benefici, rischi e informazione disponibile a diverse categorie di investitori nelle cinque categorie individuate nel sopraindicato PIV III.3.8.



I **livelli di valore** definiscono normalmente un **ordine decrescente** nel senso che normalmente un livello di valore di controllo strategico definisce un maggior valore rispetto ad un valore di controllo finanziario, etc. Sino al livello di valore di minoranza in una società bloccata, priva di mercato attivo, che costituisce il livello di valore più contenuto.

Uno stesso livello di valore può assumere diverse configurazioni di valore, in relazione alle finalità della valutazione. Ad **esempio**, se oggetto di valutazione è un pacchetto di maggioranza, l'incarico può richiedere: la stima del valore intrinseco (adottando la prospettiva dell'attuale azionista di controllo), oppure del valore di mercato (adottando la prospettiva dei partecipanti al mercato che possono essere strategici o finanziari), oppure del valore d'investimento (adottando la prospettiva di una specifica entità), oppure del valore negoziale equitativo (adottando la prospettiva di due specifiche entità acquirente e

venditore), oppure di un valore convenzionale (adottando le regole di un contratto o di un accordo), oppure del valore di smobilizzo (adottando la prospettiva di una liquidazione delle società).

La **relazione** fra i **diversi livelli** di **valore** può essere descritta sulla base della seguente gerarchia (decrescente) di valori: (PIV III.3.12)

- a. La partecipazione di controllo strategico incorpora il valore delle sinergie che un investitore strategico, che acquisisce e che detiene il controllo, può estrarre e/o riconoscere in un acquisto;
- b. La partecipazione di controllo finanziario incorpora il valore che un investitore finanziario che acquisisce o che detiene il controllo di un'azienda può estrarre e/o riconoscere in un acquisto per via di sinergie finanziarie (ad esempio la possibilità di finanziare progetti di investimento a valore attuale netto positivo) e/o legate alla possibilità di disporre di attività (ad esempio il valore di break up quando è superiore al valore dell'azienda per la presenza di costi di holding);
- c. La partecipazione di minoranza in una società di proprietà contendibile esprime il valore ricavato dall'azienda efficientemente gestita e finanziariamente ottimizzata, a prescindere dalle effettive condizioni correnti della società (impresa stand alone);
- d. La partecipazione di minoranza in un'azienda a proprietà bloccata dotata di mercato attivo incorpora i benefici ricavabili dall'impresa come è governata alla data della valutazione, sulla base della struttura finanziaria effettiva (as is);
- e. La partecipazione di minoranza in una società a proprietà bloccata e priva di mercato attivo incorpora anche uno sconto per la mancanza di liquidità, in quanto un investitore razionale richiede un maggiore rendimento ad un investimento illiquido, rispetto ad un investimento liquido.

Se un'azienda è **gestita in forma efficiente** e finanziariamente ottimizzata e non vi sono benefici specifici che un soggetto che detiene il controllo ai fini di investimento finanziario può ulteriormente estrarre, i **valori** della partecipazione; di controllo finanziario, di minoranza in una società a proprietà contendibile, e di minoranza a proprietà bloccata **coincidono**. In questi casi i **livelli di valore** si **riducono a tre**:

1. Livello di valore della partecipazione di controllo strategico
2. Livello di valore della partecipazione di controllo finanziario o di minoranza dotato di un mercato attivo
3. Livello di valore della partecipazione di minoranza priva di un mercato attivo.

La sostanza economica della partecipazione deve essere qualificata rispetto allo specifico contesto di corporate governance. L'esperto deve definire il livello di valore più appropriato considerando i benefici e i rischi che derivano dalla specifica partecipazione nello specifico contesto. Così, ad esempio, una partecipazione al 20% del capitale di una società quando il rimanente 80% del capitale è detenuto da un unico soggetto, è nella sostanza diversa da una partecipazione ove il rimanente 80% del capitale è frazionato fra molti soggetti, nessuno dei quali detiene più del 10% del capitale, pur assumendo la stessa forma (PIV III.3.13).

Premi e sconti (PIV III.4)



I premi e gli sconti identificano delle **rettifiche**, normalmente espresse nella forma di **scarti percentuali**, positivi o negativi, da applicare ad un livello di valore. Esistendo una gerarchia di livelli di valore, quando da un livello di valore più basso nella gerarchia si vuole raggiungere un livello più alto, si applicano premi, nel caso contrario si applicano sconti. Ad esempio applicando uno sconto per mancanza di liquidità, si può trasformare un livello di valore di una partecipazione di minoranza di una società con titoli diffusi nel pubblico, in un livello di valore del titolo privo di mercato attivo. I premi e gli sconti possono anche essere utilizzati per trasformare una configurazione di valore in un'altra configurazione: ad esempio un valore intrinseco in un valore di mercato (PIV III.4.1).

La dimensione dei premi e sconti, da applicare nel passaggio da un livello di valore ad un altro, è in funzione del differenziale di rischi e benefici di ciascun livello di valore.

Poiché i premi e gli sconti sono **desunti da prezzi di mercato**, il loro uso si giustifica solamente quando la configurazione di valore da stimare è un valore di mercato (PIV III.4.2).

Sconti e premi non hanno significato se non è definito: (a) il livello di valore al quale sono applicati, (b) la base dalla quale sono stati ricavati (PIV III.4.3).

Sconti e premi sono normalmente desunti da **evidenze di mercato**. L'esperto deve **specificare**: (a) le **fonti** di tali evidenze, (b) i **criteri di selezione** dei premi o sconti che ritiene opportuno applicare nella specifica valutazione, (c) il **livello di valore** cui si riferiscono (PIV III.4.4).

I premi e gli sconti fra livelli di valore desumibili dal mercato possono essere calcolati in molti modi diversi. Ad esempio, i premi di controllo possono essere calcolati confrontando il prezzo per azione implicito nel pacchetto di controllo, con la quotazione della società quotata cui si riferisce il pacchetto rispettivamente il giorno prima dell'annuncio per passaggio di proprietà, il giorno successivo o in un periodo molto precedente l'annuncio (cd., periodo ante rumors). Inoltre i premi possono riferirsi a transazioni distribuite su un orizzonte temporale variamente esteso. L'esperto dovrebbe discutere le diverse misure di premio

Cosa cambia con i PIV Parte III - Principi per specifiche attività-Le valutazioni d'azienda e di rami d'azienda

calcolabili nello specifico contesto e le motivazioni della scelta di una misura ovvero di una media, ovvero di un range.

Poiché gli scarti fra livelli di valore hanno natura per lo più entità specific (non universale), in linea di principio è **sconsigliabile** fare **uso di medie** di premi o sconti desunti da evidenze di mercato, quando il coefficiente di variazione di tali medie è molto elevato (PIV III.4.5).

L'applicazione di premi dovrebbe essere evitata ogniqualvolta sia possibile stimare direttamente il corretto livello di valore, in quanto i premi altro non esprimono che differenze nei benefici, rischi e informazioni disponibili che qualificano ciascun livello di valore e che l'esperto dovrebbe essere in grado di verificare autonomamente (PIV III.4.6).

L'esperto deve sempre **chiarire le ragioni** per cui preferisce applicare premi o sconti desunti dal mercato ad un livello di valore, per trasformarlo in un livello di valore appropriato alla specifica partecipazione, piuttosto che calcolare direttamente l'appropriato livello di valore (PIV III.4.8).

Sconti e premi desunti da evidenze di mercato sono funzione normalmente della dimensione relativa della partecipazione, del controvalore assoluto della stessa, del livello di indebitamento dell'entità, delle specificità della transazione. Normalmente è opportuno ri-esprimere i premi e gli sconti relativamente al 100% del capitale, riferendosi al capitale investito operativo, anziché al patrimonio netto (prospettiva asset side anziché equity side) (PIV III.4.9).

Occorre molta **cautela** nell'applicare premi o sconti ai multipli o desumere i premi e gli sconti dai multipli. Occorre verificare che non ci sia già omogeneità fra numeratore e denominatore del multiplo prima dell'applicazione di premi o sconti (PIV III.4.11).

Ai fine della **ragionevolezza** del **risultato di stima** raggiunto, l'esperto, qualunque metodologia di stima abbia utilizzato, può trovare opportuno calcolare, anche in relazione alla natura della partecipazione: (a) il tasso interno di rendimento implicito nella stima del valore della partecipazione lungo un orizzonte di investimento ritenuto appropriato; (b) il tasso di rendimento corrente (dividend yield o distribution yield) implicito nella stima della partecipazione; e confrontarli poi con omologhi tassi offerti da investimenti comparabili, se disponibili (PIV III.4.12). Per evitare che gli aggiustamenti compiuti attraverso l'applicazione di premi o sconti comportino rendimenti impliciti dell'investimento irrealisticamente contenuti o elevati, può essere opportuna una verifica di ragionevolezza del tasso interno di rendimento corrente implicito nella stima finale del valore della partecipazione

Dall'osservazione empirica dei premi di maggioranza utilizzati nella prassi valutativa, emerge come questi siano compresi in un range che oscilla fra il 20% e il 40% (media 30%); esiste inoltre una correlazione inversa tra misura del controllo e premio relativo, che si può vedere nella sottostante tabella.

Maggioranza compresa nei limiti	Premio di controllo
50% - 55%	35% - 40%
55% - 60%	30% - 35%
65% - 75%	20% - 25%

75% - 85%	15% - 20%
85% - 100%	0%

Per gli sconti di minoranza non vi sono studi empirici dotati di attendibilità. Di conseguenza una strategia può essere quella di metterli in relazione con la capacità di chi esercita il controllo di sottrarre flussi di cassa alle minoranze. Come riportato al paragrafo precedente, il premio di controllo è pari mediamente al circa il 30%. Per stimare tale entità, l'esperto potrebbe moltiplicare tale percentuale per l'entità della quota di minoranza: ad esempio una partecipazione del 40% subirebbe uno sconto del 12% ($30\% * 40\%$). Sul piano pratico tuttavia sta alla sensibilità ed esperienza del valutatore valutare l'entità dello sconto di minoranza in base agli elementi a disposizione. Ad esempio, potrebbe accadere che una percentuale del 20% sia ampiamente tutelata da patti parasociali in merito alla governance e alla politica dei dividendi e quindi non si renda necessario applicare uno sconto di minoranza.

Appendice A – Lo svolgimento dell'incarico di valutazione – Check list



A questo punto della trattazione si ritiene utile introdurre un fac-simile di check list disponibile per l'esperto, che lo guidi nelle diverse fasi di svolgimento dell'incarico. Esse son:

- i. Formazione e apprezzamento della base informativa
- ii. Applicazione dell'analisi fondamentale
- iii. Selezione della o delle metodologie di stima più idonee per gli scopi della valutazione
- iv. Apprezzamento dei principali fattori di rischio
- v. Costruzione di una razionale sintesi valutativa

La presente check list è stata predisposta per le valutazioni piene o i pareri valutativi (fairness opinion) per la valutazione di aziende o di rami d'azienda. La stessa può essere adattata, semplificandola per gli altri incarichi di valutazione.

(i) - Formazione e apprezzamento della base informativa

Attività	Note
Acquisizione documentazione rilevante	Elementi informativi, sia storici, che correnti , che prospettici relativamente a: (1) Settore economico e arena competitiva di riferimento dell'azienda. (2) - Oggetto della valutazione. (3). - Mercato di riferimento e soggetti comparabili. – PIV I.4.3, I.8.1, III.1 premessa, III.1.24
Verifica completezza della	La base informativa è completa quando non mancano le

base informativa	informazioni necessarie e rilevanti ai fini della valutazione. Eventuali criticità e limitazioni della base informativa devono essere chiaramente identificate . Se ci sono limitazioni e/o criticità sulla base informativa bisogna valutare se è sempre valida l'ipotesi di una valutazione piena. PIV I.5.1, I.5.4, I.8.5, II.4.4
Valutazione impatti derivanti da limitazioni o criticità sulla base informativa	PIV I.5.4, I.8.5, II.4.4
Verifica coerenza base informativa	La coerenza deve sussistere con: (a) la metodologia valutativa; (b) la configurazione ricercata di valore; (c) le finalità della stima. PIV I.5.1, I.5.3, I.5.7
Verifica obiettività e attendibilità base informativa	Va valutata l'indipendenza delle fonti informative utilizzate. – PIV IV.2
Analisi e comprensione delle "assumptions" sulle quali si basano le previsioni del piano	I piani sui quali si basano le ipotesi di valutazione devono essere ragionevoli e adeguati allo scopo della valutazione. E' opportuno effettuare analisi di sensitività e analisi di scenario (base scenario, best scenario, worst scenario). PIV I.5.5, I.5.6, III.1.24. In proposito vedasi anche: <ul style="list-style-type: none"> • CNDCEC – Guida alla redazione di un business plan • Angelo Fiori – Analisi di sensitività per le valutazioni d'azienda
Nel caso di utilizzo lavoro di terzi (cd ausiliari del valutatore)	<ul style="list-style-type: none"> • Preliminare verifica della competenza ed esperienza dello specialista, l'adesione dello specialista nonché della desione ai PIV o ad altri principi conformi al medesimo framework • Verifica in corso d'opera di: (a) coerenza e attendibilità del processo valutativo; (b) esame base informativa utilizzata dallo specialista; (c) esame della coerenza di presupposti e prospettiva di valutazione; (e) esame della coerenza dei criteri di valutazione utilizzati; (f) indagine su possibili duplicazioni. • PIV I.4.8, I.5.2; ISA Italia 600, ISA Italia 620

(ii) Applicazione dell'analisi fondamentale

Attività	Note
Analisi strategica di contesto	Analisi strategica a livello di settore – mercato, finalizzata alla comprensione delle tendenze ed evoluzioni attesi e dei KPI (key

	performance indicator). – PIV I.4.3, III.2.1
Analisi strategica a livello azienda	Analisi finalizzata alle fonti di vantaggio competitivo, dei drivers di valore e della loro sostenibilità nel tempo (swot analysis, etc). PIV I.4.3, III.1.2
Analisi documentale	Esame della documentazione, sia contabile che gestionale, ai fini dell'evoluzione nel tempo del business aziendale: (a) riclassificazione ed analisi di bilancio; (b) esame report emessi dal controllo di gestione; (c) esame budget e scostamenti fra budget e actual; (d) esame report direzionali (cd cruscotto aziendale). – PIV I.4.3, III.1.2
Analisi storica	Studio evoluzione storica degli andamenti aziendali e dei motivi che guidano le variazioni nel tempo. – PIV I.4.3, III.1.2
Analisi prospettica	Esame critico delle previsioni economico- patrimoniali e finanziarie e delle relative assumptions relative. – PIV I.4.3, III.1.2
Analisi comparativa	Analisi di dati disponibili relativi a comparables. Eventuali giudizi espressi da analisti. – PIV III.1.2
Esame dei fattori di rischio	Ricognizione e approfondimento di tutti i fattori di rischio che impattano il business aziendale: rischi remoti, rischi possibili, rischi probabili, rischi accaduti. – PIV I.4.3
Analisi delle variabili di mercato	Studio dello scenario macroeconomico di riferimento, contesto del mercato di riferimento e relative dinamiche, analisi della concorrenza, andamento del mercato dei capitali (tassi di riferimento) . – PIV I.4.3, III.1.2.

(iii) Selezione della o delle metodologie di stima più idonee per gli scopi della valutazione



Attività	Note
Individuazione della o delle metodiche da adottare	<p>Al fine della individuazione del valore, possono essere utilizzate una o più metodiche di valutazione. Le tre principali metodiche previste dai PIV sono (PIV I.4.3, I.14, I.15, I.16,I.17):</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. metodica di mercato (market approach); 2. metodica dei flussi di risultati attesi (income approach); 3. metodica del costo (cost approach).
Spiegazione delle ragioni per cui si è fatto uso di determinate metodiche	PIV I.4.3, I.14.2
Individuazione dei criteri più idonei da utilizzare in rapporto alle metodiche scelte	<p>Alle tre metodiche di valutazione, sono riconducibili cinque differenti gruppi di criteri di valutazione(PIV I.4.3, I.14.3, III:1.11):</p> <ol style="list-style-type: none"> a) criteri patrimoniali, b) criteri reddituali, c) criteri che esplicitano la creazione di valore, d) criteri finanziari, e) criteri comparativi di mercato. <p>Viene sconsigliato l'uso di criteri empirici, talora applicati nella prassi, ma non validati scientificamente. Sono le così dette regole del pollice (rules of thumb)</p>

<p>Spiegazione delle ragioni per cui si è fatto uso di certi criteri, a scapito di altri</p>	<p>La scelta delle metodiche e dei criteri di valutazione deve essere coerente con: (i) oggetto della stima; (ii) la configurazione di valore ricercata; (iii) finalità della valutazione; (iv) estensione dell'analisi fondamentale esperita e suoi risultati.</p> <p>Bisogna evitare l'utilizzo di una molteplicità di metodi, con una sintesi finale non razionale (ad esempio semplice media aritmetica dei metodi più disparati). Su un piano generale e ove fattibile è consigliabile l'applicazione di un metodo basato sui flussi e un metodo fondato su comparazioni di mercato</p> <p>PIV I.4.3, I.14.3, III.1.16</p>
--	---

(iv) Apprezzamento dei principali fattori di rischio

Attività	Note
Limitazioni nella base informativa	Valutazione degli effetti derivanti dalle limitazioni incontrate nella base informativa. PIV I.4.3
Apprezzamento rischi connessi a condizioni ipotetiche, ipotesi speciali, ipotesi sensibili	PIV I.4.3
Apprezzamento dei rischi insiti nelle previsioni economico – finanziarie sulle quali si basa la valutazione	Ad esempio mancanza di coerenza fra ipotesi del piano e ipotesi di contesto macroeconomico e/o di settore. PIV I.4.3
Apprezzamento dei rischi derivanti da un livello troppo elevato dell'indebitamento	PIV I.4.3
Apprezzamento di rischi connessi derivanti dalla continuità aziendale	Vedasi l'articolo Angelo Fiori – Valutazione delle aziende in crisi e ruolo dell'esperto valutatore
Valutazione dei rischi inerenti il grado di liquidità dell'investimento	
Presenza d'atto dei rischi inerenti la difficoltà di individuazione di entità comparabili	Soprattutto quando si usano metodi basati sui cd multipli (di mercato ovvero di transazioni comparabili). PIV I.4.3
Apprezzamento rischi di mercato	Rischi connessi alle prospettive di settore, al livello di concorrenza esistente, alla presenza di eventuali barriere all'ingresso, alle performance medie o tendenziali. PIV I.4.3

Apprezzamento di rischi connessi al posizionamento dell'azienda nell'arena competitiva	Dimensione aziendale, dimensione dei competitors, fattori distintivi dell'azienda e dei competitors. PIV I.4.3
Apprezzamento rischi connessi alla tecnologia di processo e/o di prodotto	PIV I.4.3
Apprezzamento dei rischi ambientali	Soprattutto in aziende che operano in settori fortemente inquinanti l'ambiente. PIV I.4.3
Apprezzamento dei rischi connessi ad altri stakeholders (dipendenti, clienti, fornitori, etc)	Ad esempio, eccessiva dipendenza da clienti principali, ovvero da fornitori strategici. PIV I.4.3
Messa a fuoco delle modalità di trattamento dei principali rischi rilevati	Modifiche nei tassi di attualizzazione, modifiche nei flussi di risultato, applicazione di premi o sconti. PIV I.4.3

(v) Costruzione di una razionale sintesi valutativa

Eventuale aggiunta di elementi attivi e passive non inclusi nelle stime effettuate	Caso di attività o passività fuori dal business dell'azienda. PIV III.1.42, III.1.14
Formulazione di una sintesi razionale dei risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi svolti	Le analisi di sensitività devono essere svolte evitando di applicare range di oscillazione delle variabili troppo ampi o arbitrari. Nel caso di applicazione di metodi principali e metodi di controllo deve essere spiegato il loro ruolo nella costruzione dei risultati finali. PIV III.1.42, III.1.16
Motivazione della sintesi cui l'esperto è pervenuto	Le scelte operate nelle sintesi della valutazione vanno sempre motivate. PIV I.4.3
Elementi critici nel processo di valutazione	Ove presenti, vanno sempre indicati con le relative scelte effettuate. PIV III.1.42

Appendice B – La redazione della relazione – Check list



In questa appendice viene indicata una check list che può aiutare il perito valutatore nella stesura della relazione finale. La prima parte della check list è comune a tutte le tipologie di lavori valutativi, quindi la check list si articola in base alla natura della valutazione effettuata: valutazione vera e propria, parere valutativo, parere di congruità finanziaria, parere di congruità funzionale, calcolo valutativo

Parte introduttiva, comune a tutte le tipologie di incarico

Attività	Note
Identificazione separata degli allegati rispetto alla relazione	Relazione ed allegati possono avere un differente diffusione. PIV II.4.2
Indicazione elementi minimi della parte introduttiva: <ol style="list-style-type: none"> 1. identità committente e destinatari della relazione; 2. descrizione dell'incarico; 3. oggetto della valutazione; 4. finalità della valutazione; 5. eventuali restrizioni nello svolgimento dell'incarico, dipendenti da legge o contratto; 6. data di riferimento della valutazione; 7. valuta funzionale della valutazione; 	Significativa è l'indicazione di eventuali limitazioni che hanno caratterizzato il processo valutativo, con esposizione delle scelte compiute in riferimento alle criticità rilevate. PIV I.4.3 Al ricorrere di limitazioni rilevanti ma non gravi (vedi PIV I.5.4), l'esperto: <ul style="list-style-type: none"> • non può rilasciare una relazione di valutazione, ma solamente un parere valutativo (PIV I.5.4, I.8.5);

<ol style="list-style-type: none"> 8. identità dell'esperto; 9. attestazione competenza ed esperienza professionale dell'esperto 10. attestazione dell'adesione al Code of <i>Ethical principles for professional valuers</i> dell'IVSC; 11. attestazione indipendenza o dichiarazione di agire quale consulente di parte; 12. dichiarazione presenza di (eventuali) potenziali conflitti diretti o indiretti da parte dell'esperto, con precisazione delle ragioni per cui non esistono ostacoli alla esecuzione dell'incarico; 13. eventuale ricorso ad altri specialisti ausiliari e, lavoro da questi svolto e risultati ottenuti; 14. attestazione di adesione ai PIV, indicazione di eventuali scostamenti; 15. natura della stima: valutazione, parere valutativo, parere di congruità, calcolo valutativo, revisione di valutazione di un terzo; 16. data di riferimento della valutazione; 17. nel caso di valutazione di aziende (orami d'azienda) presupposto di valutazione: funzionamento o liquidazione; 18. prospettiva di valutazione;: partecipanti al mercato o specifico soggetto; 19. configurazione di valore adottata: valore di mercato, valore d'investimento, valore negoziale equitativo, valore convenzionale, valore di smobilizzo, valore intrinseco, valore di adempimento; 20. unità di valutazione e aggregazione di attività; 21. natura e fonti delle informazioni, eventuali limitazioni nella base informativa; 22. ipotesi / condizioni adottate, con distinzione fra ipotesi speciali, relative a situazioni ipotetiche, rilevanti e sensibili; 23. eventuali limitazioni allo svolgimento del lavoro; 24. eventuali particolarità da segnalare, compresi eventuali intercorsi fra data di riferimento e data relazione scritta; 	<ul style="list-style-type: none"> • deve illustrare le limitazioni incontrate e le relative conseguenze sui risultati (PIV I.8.5, II.8.5). <p>Al ricorrere di limitazioni gravi, deve rinunciare all'incarico (PIV I.5.4, I.8.5)</p> <p>Per gli elementi da indicare vedi PIV II.4.2</p>
---	--

<p>25. attestazione che è stato compiuto tutto il processo ritenuto necessario per esprimere un giudizio informato sul valore;</p> <p>26. data della relazione, sempre successiva alla data di riferimento;</p> <p>27. modalità di espressione del valore: valore unico o range di valori con le relative motivazioni;</p> <p>28. eventuali richiami d'informativa</p>	
--	--

La relazione di valutazione

Attività	Note
<p>Descrizione modalità di svolgimento fase di costituzione ed apprezzamento della base informativa.</p> <p>Illustrazione chiara e senza ambiguità dei dati reperiti.</p> <p>Illustrazione chiara e senza ambiguità delle ipotesi formulate.</p>	<p>Necessario segnalare e spiegare le ragioni dell'eventuale presenza ed utilizzo di informazioni successive alla data di riferimento della stima. PIV II.4.3</p>
<p>Illustrazione motivata dell'importanza relativa assegnata alle informazioni di natura storica, corrente, prospettica.</p> <p>Illustrazione della coerenza fra base informativa, criteri di valutazione, configurazione di valore ricercata e finalità della stima.</p>	<p>Vincoli e condizionamenti possono derivare direttamente dalla base informativa a disposizione. PIV II.4.3, I.5.8</p>
<p>Descrizione modalità di svolgimento fase di analisi fondamentale</p>	<p>PIV II.4.3</p>
<p>Descrizione metodiche di valutazione prescelte e relativa motivazione</p>	<p>PIV II.4.3</p>
<p>Indicazione motivata dei criteri di valutazione per ciascuna metodica scelta</p>	<p>PIV II.4.3</p>
<p>Indicazione scelte compiute in relazione alla variabile fiscale</p>	<p>PIV II.4.3, I.13.1</p>
<p>Indicazione dell'eventuale applicazione di premi o sconti e relativa motivazione</p>	<p>PIV II.4.3, III.4</p>

Illustrazione dei calcoli relativi alle metodiche di valutazione adottate	PIV II.4.3
Indicazione dei principali fattori di rischio e delle modalità più idonee per il loro trattamento	PIV II.4.3
Illustrazione della razionale sintesi valutativa	In conformità al principio della chiarezza della valutazione (PIV II.1.3), l'esperto dovrà evitare di concludere il proprio lavoro con acritiche medie aritmetiche derivanti dall'utilizzo di molteplici metodi, o con range di valori eccessivamente dispersi. La sintesi valutativa deve contenere un richiamo agli aspetti critici del processo valutativo compiuto. PIV II.4.3, III.1.42.



La relazione di parere di parere valutativo

Attività	Note
<p>Descrizione modalità di svolgimento fase di costituzione e apprezzamento della base informativa, con particolare attenzione ad una chiara ed esaustiva illustrazione dei limiti che caratterizzano tale fase</p> <p>Illustrazione chiara e senza ambiguità dei dati reperiti</p> <p>Illustrazione chiara e senza ambiguità delle ipotesi formulate</p> <p>Illustrazione motivata dell'importanza relativa assegnata alle informazioni di carattere storico, corrente, prospettico</p>	<p>PIV II.4.3, II.4.4, I.5.8</p> <p>Necessario segnalare e spiegare le ragioni dell'eventuale presenza e utilizzo di informazioni successive alla data di riferimento della stima (PIV I.8.1)</p>

Illustrazione della coerenza fra base informativa, criteri di valutazione, configurazione di valore ricercata e finalità della stima	Vincoli e condizionamenti possono derivare direttamente dalla base informativa a disposizione (PIV I.5.7)
Descrizione modalità di svolgimento fase di analisi fondamentale, con particolare attenzione ad una chiara ed esaustiva illustrazione dei limiti di tale fase	PIV II.4.4
Illustrazione di limiti e restrizioni che hanno caratterizzato le altre fasi del processo valutativo ovvero rispetto dei requisiti di obiettività e dimostrabilità	PIV II.4.4
Descrizione metodiche di valutazione prescelte e relativa motivazione	PIV II.4.4
Indicazione motivata dei criteri di valutazione adottati per ciascuna metodica	PIV II.4.4
Indicazione delle scelte compiute in relazione alla variabile fiscale	PIV II.4.4, I.13.1
Indicazione dell'eventuale applicazione di premi e sconti e relativa motivazione	PIV II.4.4, III.4
Illustrazione dei calcoli relativi alle metodiche di valutazione adottate	PIV II.4.4
Illustrazione di principali fattori di rischio e delle modalità più idonee per il loro trattamento	PIV II.4.4
Illustrazione della razionale sintesi valutativa	In conformità al principi della chiarezza della valutazione (PIV II.1.3), l'esperto dovrà evitare di concludere il proprio lavoro con acritiche medie aritmetiche derivanti dall'utilizzo di molteplici metodi o con un range di valori eccessivamente disperso. La sintesi valutativa deve contenere un richiamo agli aspetti critici del processo valutativo compiuto. PIV II.4.4, III.1.42

La relazione di parere di congruità finanziaria

Attività	Note
----------	------

Precisare se l'analisi svolta per pervenire al giudizio di congruità consiste in una valutazione piena o in un parere valutativo	PIV I.4.5, III.1.4
Descrizione dell'operazione /transazione e dell'elemento negoziale oggetto di esame (prezzo, rapporto di scambio, etc)	PIV II.4.5
Descrizione modalità di svolgimento fase di costituzione ed apprezzamento della base informativa, con particolare riferimento ad una chiara ed esaustiva illustrazione dei limiti che hanno caratterizzato tale fase. Illustrazione chiara e senza ambiguità dei dati reperiti	PIV II.4.5, II.4.3 Necessario segnalare e spiegare le ragioni dell'eventuale presenza ed utilizzo di informazioni successive alla data di riferimento della stima (PIV I.8.1)
Illustrazione chiara e senza ambiguità delle ipotesi formulate Illustrazione motivata dell'importanza relativa assegnata alle informazioni di natura storica, corrente, prospettica Illustrazione della coerenza fra base informativa, criteri di valutazione, configurazione di valore ricercata e finalità della stima	PIV II.4.3, I,5,8 Vincoli e condizionamenti possono derivare dalla base informativa a disposizione m(PIV I.5.7)
Indicazione dell'incidenza delle limitazioni della base informativa o di specifiche situazioni relative all'oggetto della valutazione sulle metodologie di valutazione applicabili	PIV II.4.5
Descrizione modalità di svolgimento della fase di analisi fondamentale, con particolare attenzione ad una chiara ed esaustiva illustrazione dei limiti che hanno caratterizzato tale fase	PIV II.4.5, II.4.3, II.4.4
Illustrazione di limiti e restrizioni che hanno caratterizzato le altre fasi del processo valutativo o rispetto ai requisiti di obiettività e dimostrabilità	PIV II.4.5
Illustrazione delle metodiche e dei criteri di valutazione adottati e dell'importanza relativa attribuita agli stessi.	Compresa la descrizione delle scelte compiute con riferimento a fiscalità, premi e sconti (PIV I.13.1, II.4.3, II.4.4, III.4)
Sviluppo dei calcoli	PIV II.4.5, II.4.3, II.4.4

Illustrazione dei principali fattori di rischio e delle modalità più idonee per il loro trattamento	PIV II.4.5, II.4.3, II.4.4
Espressione ed illustrazione del giudizio conclusivo di congruità del prezzo o del rapporto di scambio	PIV II.4.5



La relazione di parere di congruità funzionale

Attività	Note
Esame e modalità di costituzione e apprezzamento della base informativa	I pareri di congruità funzionale richiedono la completezza metodologica delle valutazioni. PIV II.4.5
Esame ipotesi formulate	PIV II.4.5
Esame grado di rilevanza attribuito alle informazioni di natura storica, corrente, prospettica	PIV II.4.5
Analisi coerenza fra scelta della metodica di valutazione, la configurazione di valore ricercata e la finalità della valutazione	PIV II.4.5
Esame di svolgimento dell'analisi fondamentale	PIV II.4.5
Esame delle metodiche e dei criteri di valutazione adottati e dell'importanza attribuita agli stessi	PIV II.4.5
Esame modalità adottate per l'apprezzamento e il trattamento dei principali fattori di rischio	PIV II.4.5
Esame della sintesi valutativa	PIV II.4.5, III.1.42

Espressione ed illustrazione del giudizio conclusivo sulla qualità e adeguatezza del processo valutativo	PIV II.4.5
--	------------

La relazione di calcolo valutativo

Attività	Note
Illustrazione degli input	PIV I.4.6 Necessario segnalare e spiegare le ragioni dell'eventuale presenza e utilizzo di informazioni successive alla data di riferimento della stima (PIV I.8.1)
Illustrazione della formula valutativa	PIV I.4.6
Sviluppo del calcolo	PIV I.4.6
Illustrazione del risultato finale	PIV I.4.6

La relazione di revisione del lavoro di altri esperti

La revisione del lavoro di altri esperti ha la stessa natura del lavoro in esame e richiede il medesimo grado di completezza (PIV I.4.7, III.1.7).

Per la redazione della relazione a conclusione dell'incarico si potrà quindi fare riferimento alle relative check list in precedenza esposte.

Bibliografia

- PIV (Principi italiani di valutazione) emessi da OIV (Organismo italiano di valutazione) - Egea editore – Luglio 2015
- Guida operativa ai principi italiani di valutazione – Centro studi della Fondazione dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Firenze – Ottobre 2016
- CNDCEC SIDREA – Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi – Dicembre 2016
- Università degli Studi di Firenze – Assonime – CNDCEC. Linee guida per il finanziamento delle imprese in crisi – Seconda edizione 2015
- Principi di attestazione dei piani di risanamento – Documento approvato dal CNDCEC il 3-9-2014 – A cura di AIDEA, IRDEC, ANDAF, APRI, OCRI
- Linee guida alla redazione di un business plan CNDCEC 2011
- Bini Mauro – Guida alla lettura dei PIV – dicembre 2014
- Bini Mauro – La struttura tecnica dei PIV

Cosa cambia con i PIV Parte IIII - Principi per specifiche attività-Le valutazioni d'azienda e di rami d'azienda

Angelo Fiori – gennaio 2018

Dottore Commercialista e revisore contabile dei conti, esperienza professionale quarantennale in campo amministrativo, con focus principale su: (a) analisi di bilancio e revisione contabile e (b) valutazioni d'azienda e di strumenti finanziari.

