

QUALI SONO LE SFIDE CHE LA VALUTAZIONE D'AZIENDA È CHIAMATA AD AFFRONTARE?

DI MAURO BINI

Premessa

Nell'editoriale del primo numero della nuova Rivista ho ritenuto opportuno cercare di rispondere all'interrogativo: "quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare?".

Ho provato a rispondere a questo interrogativo cercando di identificare quali fossero i punti di riferimento ereditati del passato che in maggiore o minore misura sono venuti meno. Ho individuato quattro principali aree nelle quali ritengo che la valutazione d'azienda abbia perso *reference points*:

- a) le tecniche valutative;
- b) i mercati finanziari;
- c) i modelli di business;
- d) i principi contabili e la regolamentazione.

Se si vuole comprendere quali saranno i problemi che la professione dovrà affrontare nel prossimo futuro, bisogna partire proprio da qui.

Le tecniche valutative

La valutazione d'azienda "moderna" si è affermata con il criterio reddituale puro. Il concetto che il valore fosse funzione della capacità di reddito dell'impresa e non invece della sua dotazione patrimoniale ha rappresentato un elemento di rilevanza assoluta. Con esso si è affermato il concetto di valore di capitale economico, contrapposto al valore contabile.

L'idea alla base del criterio reddituale puro ($W = R/i$) come base della stima del valore di capitale economico è semplice: il valore d'impresa è funzione della capacità di reddito corrente (o prevista a breve termine) ed è quindi sulla misura di reddito normale da proiettare in perpetuo che si gioca la qualità della valutazione. Nei primi manuali di valutazione d'azienda di Luigi Guatri, il tasso di capitalizzazione (=i) era sostanzialmente dato, differenziato per categoria d'impresa (manifattureria,

commerciale o di servizi), ma definito da un *range* abbastanza ristretto, funzione della redditività media storica di lungo periodo delle aziende delle diverse categorie. Ciò costringeva l'esperto a concentrarsi sulla stima del numeratore della formula (il reddito normale), nella convinzione che l'eventuale rischio eccedente rispetto alla misura normale di costo del capitale dovesse tradursi in una maggiore prudenza nella stima del reddito normale. Il reddito da capitalizzare esprimeva già una misura di valore: la sua capitalizzazione ad un tasso dato costituiva semplicemente la traduzione di un flusso in uno *stock*. E' il medesimo concetto che Fischer Black, da par suo, affermerà in uno storico articolo sul *Financial Analyst Journal* intitolato *The Magic in Earnings: economic earnings versus accounting earnings*¹ nel quale identificava come strada maestra per la stima del valore d'impresa l'identificazione di un reddito economico che fosse di per sé una misura di valore e come tale traducibile in valore d'impresa sulla base di un multiplo Prezzo/utile costante (eguale per tutte le imprese della stessa categoria che, nella prospettiva del criterio reddituale puro, coincide con il reciproco del tasso di sconto = $1/i$). Poiché i multipli sono funzione della crescita e del rischio, Fischer Black sosteneva che usare un multiplo costante obbliga a sforzarsi di catturare nel reddito economico anche gli altri due elementi che, unitamente al reddito corrente, determinano il valore d'impresa (crescita e rischio). Più tardi Luigi Guatri introdurrà il concetto di risultato economico integrato (*permanent earnings*) ovvero una configurazione di reddito economico che cattura il rischio e la crescita attraverso la variazione di valore degli intangibili dell'impresa. L'idea di fondo (sia che si faccia riferimento al criterio reddituale puro, sia che si faccia riferimento al risultato economico integrato), è sempre la medesima: l'esperto deve identificare una misura di reddito economico in grado di esprimere una dimensione di valore. Una volta stimato quel reddito il compito valutativo è sostanzialmente risolto. E' sulla base di questa intuizione che gli esperti di valutazione sono stati per lungo tempo esperti di analisi fondamentale prima ancora che esperti di finanza.

1 Fischer Black, *The magic in Earnings: Economic Earnings versus Accounting earnings*, FAJ, November-December 1980, pag. 19-24

La principale difficoltà del criterio reddituale puro è sempre stata la difficoltà di incorporare la crescita nel reddito da capitalizzare e quando la crescita è divenuta un *driver* di valore imprescindibile, il criterio reddituale puro e le sue varianti sono stati progressivamente scalzati dai criteri finanziari: *in primis* il DCF. I criteri finanziari, hanno per certi versi deresponsabilizzato gli esperti di valutazione sul fronte dell'analisi fondamentale, nel senso che la valutazione ha finito per appoggiarsi ai piani delle imprese e gli esperti hanno iniziato a considerare come dati i flussi di cassa dei piani e ad interessarsi ai tassi di sconto, consapevoli che i piani potevano presentare gradi di incertezza e di aggressività che occorreva compensare con tassi di sconto crescenti. Questa impostazione - che ha visto negli Stati Uniti la sua massima espressione (con l'uso di piani ad orizzonte anche decennale) - ha comportato una progressiva crescita dei tassi di sconto con la diffusione di criteri di stima non solo disancorati dai modelli teorici prevalenti (il CAPM) - si pensi all'*adjusted CAPM*² - ma anche dalla redditività storica delle imprese. Così nel tentativo di compensare l'aggressività dei piani si è finito per perdere i punti di riferimento tradizionali ed hanno iniziato a diffondersi misure di costo del capitale a due cifre prive di riscontri di mercato (storici o prospettici). Se in precedenza il fulcro della valutazione era il reddito normalizzato o integrato (dato il tasso di sconto) ora il fulcro della valutazione era diventato il tasso di sconto (dati i flussi di cassa del piano), con due principali conseguenze:

- a) poiché la scelta del tasso di sconto equivale alla scelta di un multiplo, si è abbandonata l'idea di un multiplo costante eguale per tutte le imprese della stessa categoria e ci si è orientati verso tassi di sconto (e multipli) *entity specific* la cui ragionevolezza fosse da ricercare in riscontri di mercato finanziario (il risultato della stima del DCF messo a rapporto con il reddito corrente doveva esprimere un multiplo implicito allineato alle misure correnti di mercato finanziario di società comparabili). Le competenze professionali si sono così spostate dall'analisi fondamentale a competenze di mercato (presiedute dalle banche d'affari) ed il DCF si è accompagnato sempre più al criterio dei multipli come criterio di controllo;
- b) poiché i piani venivano assunti come dati, hanno

iniziato a diffondersi *disclaimer* volti a limitare la responsabilità dell'esperto, ben oltre quanto l'analista fondamentale aveva mai ritenuto necessario richiedere. La presa di distanza dall'informazione di fonte aziendale ha finito sempre più con l'avvicinare le valutazioni compiute sulla base di informazione privata a quelle compiute sulla base di informazione pubblica. Non è un caso che multipli e DCF siano da sempre gli strumenti di elezione degli *equity analysts*.

I criteri finanziari hanno iniziato a mostrare i loro limiti quando ci si è resi conto del peso spropositato che finivano per attribuire al valore terminale, ovvero al flusso di cassa previsto oltre il periodo di previsione esplicita. Si è così iniziato a comprendere che il DCF finiva con il corrispondere ad un'applicazione del criterio reddituale puro ai redditi più lontani nel tempo - i redditi dell'ultimo anno di piano - di solito significativamente più elevati dei redditi correnti. La conseguenza è stata una implicita trasformazione della natura del valore stimato: dal valore in atto del criterio reddituale puro si è passati al valore potenziale del DCF. Fino a quando i valori di mercato (favorevole una fase espansiva degli indici di borsa) hanno espresso valori potenziali, i criteri finanziari hanno vissuto un periodo di grande successo. Sino al punto che, anche negli Stati Uniti dove l'analisi fondamentale aveva avuto in Graham e Dodd³ la migliore tradizione, il valore intrinseco (o di capitale economico) non ha più rappresentato una configurazione di valore rilevante essendo completamente sostituita dal valore di mercato.

I criteri finanziari sono andati in crisi quando i valori potenziali non sono stati più riconosciuti nei prezzi di mercato. A questo punto il DCF non forniva più multipli impliciti ragionevoli ed il criterio dei multipli finiva con il trasformarsi da criterio di controllo a criterio principale, con tutti i limiti che questo diverso ruolo comportava (mancanza di società comparabili, ecc.).

E' giunta quindi la fase dei criteri di valutazione misti (in primis l'*Economic Value Added*) il cui principale vantaggio consisteva nel ridurre (ed al limite annullare) il peso del valore terminale. I criteri misti hanno riportato l'attenzione sull'analisi fondamentale, ma anziché orientare l'esperto alla ricerca di un reddito economico o integrato,

2 L'*Adjusted CAPM* rappresenta un *framework* nel quale sono compiuti degli aggiustamenti in aumento (nella forma di premi per il rischio addizionali) ai risultati del tradizionale *Capital Asset Pricing Model* per incorporare rischi aggiuntivi rispetto alla volatilità ed alla correlazione dei rendimenti del titolo con il mercato. Esempi di

premi per il rischio addizionali includono rischi relative alla *size*, al *country-risk* ed al c.d. *company-specific risk*.

3 Benjamin Graham, David L. Dodd and Sidney Cottle, *Security Analysis: principles and technique*, Mc Graw Hill, NY, 1962.

hanno attivato l'attenzione su due nuove variabili: la misura dell'extrareddito e la durata del vantaggio (o dello svantaggio) competitivo (CPA- *Competitive Advantage Period*). Poiché il valore d'impresa è ottenuto per somma di due componenti - lo stock di capitale contabile ed il valore attuale degli *extraredditi* (*residual income*) - se il vantaggio competitivo è destinato ad esaurirsi, la stima degli *extraredditi* assume un orizzonte definito e viene meno l'esigenza di stimare un valore terminale. Con l'applicazione di questo metodo anche il tasso che rappresenta la remunerazione normale del capitale rispetto alla quale calcolare l'*extrareddito* deve essere riportato ad una dimensione "fondamentale" (non può rappresentare una remunerazione che l'industria non è mai stata in grado di esprimere).

Ben presto tuttavia anche i criteri misti hanno mostrato i loro limiti: essendo criteri *accounting based* soffrono infatti dei limiti propri della rappresentazione contabile. Imprese con una dotazione non trascurabile di intangibili formati internamente sono destinate a mantenere l'*extrareddito* nel tempo, semplicemente perché l'*extrareddito* è calcolato su una misura di capitale investito sottostimata dalla mancata rappresentazione del valore degli intangibili. La proiezione all'infinito dell'*extrareddito*, da un lato, ha fatto venire meno il principale vantaggio del criterio misto rispetto al criterio reddituale puro che consiste nell'evitare di stimare il valore terminale, dall'altro ha svuotato di significato l'analisi della durata del vantaggio competitivo.

Si è quindi tornati a criteri di valutazione fondati sui flussi, facendo perno questa volta sulla proprietà additiva del valore. Il valore d'azienda può essere concepito come somma di due componenti: il c.d. valore *steady state* (ottenuto per capitalizzazione del reddito corrente normalizzato) ed il valore attuale delle future opportunità di investimento. Per questa via si è cercato di ovviare al principale limite del criterio reddituale puro (la difficoltà di catturare la crescita): infatti il criterio fondato sulla proprietà additiva del valore finisce con l'essere la riproposizione del criterio reddituale puro (per la componente di valore *steady state*) corretto di un addendo che è funzione delle concrete prospettive dell'impresa di realizzare investimenti in grado di generare sovraredditi. Anche questo criterio ha mostrato gravi limiti, riconducibili al fatto che la proprietà additiva del valore, pur ineccepibile

teoricamente, non riflette la dinamica dell'economia delle imprese al di fuori di situazioni di stabilità competitiva.

La competizione fra imprese ha mostrato infatti come il valore *steady state* (ovvero la proiezione in perpetuo della capacità di reddito corrente) non possa costituire un *floor* di valore, al quale eventualmente sommare il valore delle opportunità di crescita future. L'arena competitiva produce infatti imprese vincenti ed imprese perdenti e l'ipotesi (implicita nel modello valutativo) che l'impresa conservi nel tempo la sua capacità di reddito (su cui si fonda il valore *steady state*) è un "*false friend*"⁴. La capacità di reddito corrente può essere conservata solo se l'impresa è in grado di mantenere il vantaggio competitivo nel tempo: ma l'esperienza mostra come le imprese consumino le fonti di vantaggio competitivo e solo alcune siano in grado di rigenerarle su basi nuove. Così non esiste un valore *steady state* cui sommare il valore delle future opportunità di crescita (un'impresa competitivamente ferma arretra), quanto piuttosto un valore destinato inercialmente a consumarsi e solo in alcuni casi ad essere sostituito e superato da un valore di nuova formazione (comunque per sua natura molto più incerto).

La breve panoramica offerta sulla evoluzione nel tempo delle tecniche valutative mostra come: da un lato, sia stata scandita dal venir meno dei punti fermi di ancoraggio di ciascun criterio, di volta in volta rappresentato: dal reddito normale, dal piano, dalla durata del vantaggio competitivo, dalle future opportunità di crescita, dal reddito corrente e dai prezzi di mercato di società comparabili; e dall'altro, abbia sempre e comunque riguardato modelli "statici" di valutazione.

Di fronte al progressivo venir meno di punti di ancoraggio solidi, la valutazione d'azienda è oggi alla ricerca di un approccio olistico in grado di superare la dimensione statica dei precedenti modelli. In fondo il valore non può che essere funzione della capacità dell'impresa di competere, perché da tale capacità discendono anche le prospettive di crescita ed il rischio. Poiché la capacità dell'impresa di competere è funzione non solo delle risorse di cui dispone alla data della valutazione, ma anche della sua capacità di rigenerare le risorse necessarie e di attrarne di nuove, valutare un'azienda implica la capacità di mappare le risorse d'impresa e di rappresentarne la dinamica nel tempo. Come già si scriveva in precedenza,

4 Il termine *false friends* è usato per riferirsi a termini in lingua inglese che assomigliano a termini italiani ma hanno un diverso significato. Ad esempio "terrific" che in inglese significa meraviglioso è un *false friend*. Allo

stesso modo il valore *steady state* è un *false friend* in un contesto dove le condizioni competitive non sono stabili (*steady*) e le posizioni competitive destinate a modificarsi anche significativamente in tempi rapidi.

ogni impresa si caratterizza per una dinamica inerziale di progressivo consumo delle fonti di vantaggio competitivo, cui corrisponde una progressiva riduzione della capacità di reddito in atto cui si accompagna la ricerca di nuove fonti di vantaggio competitivo e di nuovo reddito (potenziale). Naturalmente “vecchie” e “nuove” fonti di reddito si caratterizzano per profili di rischio molto diversi che richiederebbero anche tassi di sconto molto diversi. Dentro ad ogni impresa occorrerebbe rappresentare quella parte di impresa destinata a morire e quella parte d’impresa destinata a sostituirla.

I mercati finanziari

Sino a quando i mercati finanziari erano poco sviluppati, prezzi e valori si “incrociavano” molto raramente e normalmente erano i valori ad orientare i prezzi per la semplice ragione che la maggior parte delle imprese non aveva necessità dei mercati dei capitali (azionari) per crescere o svilupparsi (a causa della ridotta concorrenza che garantiva adeguati flussi di autofinanziamento) ed i prezzi si formavano quasi esclusivamente in occasione di compravendite aventi per oggetto l’intera azienda. I valori costituiscono infatti il parametro di confronto con il prezzo sia per il compratore sia per il venditore, in quanto:

- per il compratore, il prezzo rappresenta l’esborso da sostenere per realizzare l’investimento mentre il valore è ciò che ricava dall’investimento stesso;
- per il venditore, invece, il prezzo costituisce il ricavato dallo scambio mentre il valore ciò cui rinuncia.

I valori in questa fase erano sempre rappresentati da valori soggettivi, del compratore (*investment value*) e del venditore (*current owner value*), ed i tassi di sconto erano funzione della redditività storica delle imprese del settore.

Con lo sviluppo dei mercati finanziari e l’accresciuta concorrenza –che ha disgiunto le esigenze di investimento dalla capacità di autofinanziamento delle imprese- prezzi e valori si “incontrano” di continuo, per la semplice ragione che le imprese o devono aprire il loro capitale a terzi (siano investitori istituzionali o piccoli risparmiatori, fondi di *private equity* o società di *venture capital*) o devono aggregarsi o dismettere attività o ristrutturarne altre tramite il ricorso al mercato.

In questa fase, lo sviluppo dei mercati si accompagna ad un crescente riferimento alla teoria dei mercati efficienti

da cui si ricava il principio che valori e prezzi non possono essere significativamente diversi. Si conia addirittura il termine “valore di mercato” per non lasciare dubbi sul fatto che il valore debba sempre riflettere dei prezzi fattibili. Si mettono a punto criteri di stima dei tassi di sconto diversi dai saggi di redditività contabile di lungo termine. Si sviluppa il CAPM in tutte le sue varianti e – come si è visto in precedenza – si affermano i criteri finanziari di valutazione delle aziende, i quali – dati i flussi di piano - fanno discendere il valore dal tasso di sconto del CAPM variamente aggiustato.

Di fronte alla crescita degli indici di borsa, ed alle evidenze di esuberanza irrazionale, anche le Autorità Monetarie ricercano appropriati “*reference point*”. Sono gli anni in cui la SEC sotto la guida di Greenspan assume il Fed Model come riferimento per giudicare la sopra o sottovalutazione degli indici di borsa statunitensi. Il modello assume l’eguaglianza fra il premio per il rischio di mercato ed il saggio di crescita degli utili di lungo termine ed indica pertanto la presenza di sopravvalutazioni quando il multiplo Prezzo/Utili dell’intero mercato è superiore al reciproco del tasso privo di rischio (= $1/\text{risk free rate}$). L’idea alla base del modello è che la crescita sia fonte di rischio e che una maggiore crescita attesa debba essere compensata da un maggiore premio per il rischio, mentre una minore crescita richiede un premio per il rischio più contenuto. Sia pur con riferimento all’intero mercato si riafferma l’idea del multiplo unico.

Con la crisi finanziaria e la stagione dei *quantitative easing* il Fed Model perde di capacità esplicativa, in quanto l’esigenza di stimolare l’economia non solo rende il saggio *risk free* una base instabile di riferimento, ma fa venire meno anche il presupposto stesso di validità del modello: per l’insieme delle imprese che compongono l’indice di borsa il criterio reddituale puro (nella particolare versione del Fed Model $P/E = 1/\text{risk free rate}$) non costituisce più un valido riferimento.

Con la *behavioural finance* e l’abbandono della teoria dei mercati efficienti si riafferma con prepotenza il principio che valori e prezzi siano quantità concettualmente diverse e potenzialmente anche molto distanti fra loro. Si consolida la distinzione fra *value in use* e *value in exchange*, che sarà poi mutuata dagli *standard setter* contabili. Dovendo pur sempre le imprese far ricorso ai mercati dei capitali, la differenza fra i due valori costituisce la base di riferimento della teoria dei segnali. In presenza di asimmetria informativa, infatti, le aziende hanno convenienza ad effettuare aumenti di capitale o ricorrere ad IPO quando

i prezzi sono superiori ai valori (cioè quando i prezzi di mercato esprimono una sopravvalutazione). Così il mercato reagisce negativamente a qualsiasi segnale di richiesta di fondi agli azionisti, mentre reagisce positivamente a qualsiasi distribuzione di fondi a favore degli azionisti. Si sviluppano i modelli fondati sui costi di transazione (diretti, indiretti e informativi) non solo per tentare di riconciliare valori e prezzi, ma anche per affermare che i prezzi per essere efficienti in senso fondamentale debbono incorporare informazione costosa che si giustifica solo in certi mercati, per titoli con sufficiente *turn-over* e con un adeguato tasso di copertura di *equity analysts*.

Nonostante il crescente ricorso delle imprese ai mercati finanziari e lo sviluppo di tecniche valutative fondate sui multipli, la divaricazione fra valori e prezzi ha comportato l'esigenza di tornare a criteri di valutazione di natura fondamentale. Anche nel campo dell'*asset pricing*, si sono sviluppati modelli di stima dei rendimenti basati su anomalie di mercato riconducibili a parametri di natura fondamentale (ad esempio il modello di Fama French a cinque fattori, aggiunge ai tre fattori del modello precedente anche la *profitability* ed il livello di investimenti) cosicché i rendimenti attesi finiscono con l'incorporare dosi crescenti di elementi *firm specific* che il beta del CAPM non cattura. Nel campo più prettamente della valutazione d'azienda si diffonde il ricorso al costo del capitale implicito nei prezzi (di società o di transazioni comparabili) per superare i limiti del CAPM.

Anche in quest'ambito dunque sono venuti meno molti dei riferimenti usati nel passato e le sfide che la valutazione d'azienda deve affrontare riguardano se ed in quale misura i tassi di sconto debbano essere differenziati in relazione alle diverse configurazioni di valore (valore di investimento, valore di mercato, valore intrinseco) ed alle diverse unità di valutazione (intera azienda, singolo titolo, partecipazione di controllo, partecipazione di minoranza).

Modelli di business

Se il valore è funzione della capacità dell'impresa di mantenere la capacità competitiva nel tempo, assume rilievo l'analisi del modello di business. Infatti:

- il modello di business definisce le fasi della catena del valore che l'impresa presidia e finisce per condizionarne tanto la strategia (paradigma "*strategia-struttura*") quanto l'efficacia della proposta competitiva;

- nello stesso settore convivono imprese caratterizzate da modelli di business diversi fra loro (c.d. polimorfismo d'impresa) ciascuno dei quali si caratterizza per un proprio spazio economico;
- la varietà di modelli di business aumenta le minacce di concorrenza potenziale (nuovi entranti) e quindi a parità di condizioni riduce la profittabilità dell'*industry*.

L'analisi dei modelli di business è un'area dell'analisi fondamentale ancora nuova e priva di riferimenti consolidati. Tuttavia rappresenta una cornice indispensabile per far evolvere le tecniche valutative. La ragione va ricercata nel fatto che qualunque modello dinamico di valutazione deve essere in grado di rappresentare due diverse configurazioni di reddito: il reddito corrente normalizzato ed il reddito che l'impresa potrà esprimere nel futuro sulla base dell'evoluzione naturale del suo modello di business (declino, stabilizzazione o sviluppo). L'analisi del modello di business dovrebbe consentire di identificare il reddito sostenibile di lungo periodo che raramente coincide con l'ultimo anno di previsione esplicita del piano aziendale. Il piano dovrebbe essere concepito come un ponte fra due capacità di reddito (rispettivamente "di partenza" e "di arrivo") e dovrebbe quindi fondarsi su un'analisi dinamica del modello di business. Poggiando su due punti di riferimento la valutazione eviterebbe di cadere nell'errore di proiettare all'infinito il reddito dell'ultimo anno di piano (che è sempre superiore a quello corrente in quanto tutti i piani in genere prevedono crescita) ed obbligherebbe invece ad interrogarsi sullo spazio economico che l'azienda potrà occupare nel futuro, dato il suo modello di business. Questo approccio consente di adottare una prospettiva di analisi allargata alla capacità dell'impresa di:

- mantenere ed attrarre le risorse necessarie al suo mantenimento e sviluppo;
- soddisfare le esigenze degli *stakeholders*;
- assumere scelte socialmente responsabili.

L'analisi del modello di business rappresenta dunque il punto di partenza di qualsiasi approccio olistico alla valutazione d'azienda.

Principi contabili e regolamentazione

Valori contabili e valori economici differiscono perché rispondono a finalità diverse, ma la dimensione della differenza fra le due categorie di valori non è costante nel tempo in quanto dipende dai principi contabi-

li adottati e l'evoluzione del modello di business delle imprese. Baruch Lev, in un recente volume dal titolo *The end of accounting*⁵, mostra la progressiva riduzione nel tempo della relazione fra quantità contabili (economiche e patrimoniali) e capitalizzazione di borsa delle imprese statunitensi identificando come causa principale del crescente divario il divieto di rilevare contabilmente gli intangibili formati internamente con il conseguente obbligo di spendere in conto economico i costi sostenuti per la loro formazione. Avendo assunto gli intangibili un ruolo via via sempre più rilevante nel definire il successo o l'insuccesso delle imprese, queste ultime competono investendo quote crescenti di risorse in beni intangibili. Ne discendono:

- maggiori spazi di *earnings management*, in quanto accelerando o diminuendo gli investimenti in intangibili è più facile prestare o prendere a prestito utili dal futuro;
- misure di redditività del capitale alterate, in quanto il reddito (a numeratore degli indici di redditività) risente del contributo e dell'investimento (sotto forma di costi spesi nell'esercizio) degli intangibili mentre il capitale (a denominatore degli indici di redditività) esclude gli intangibili formati internamente;
- una crescente attenzione alle variazioni di utile netto nel tempo, anziché alla ricerca di un utile con significato economico.

La dimensione di questi effetti può assumere dimensioni impressionanti anche per imprese mature: Coca Cola, a solo titolo di esempio, presenta una capitalizzazione di borsa pari a 12 volte il patrimonio netto contabile, una redditività dei mezzi propri pari al 36% dopo aver speso in conto economico costi pubblicitari pari al 64% dell'utile netto.

A fianco di imprese per le quali la contabilità esprime valori di capitale significativamente inferiori al valore di mercato (come nel caso di Coca Cola) vi è tuttavia anche un numero elevato di imprese per le quali i valori contabili sono superiori ai valori di borsa. In Italia, ad esempio, al 31.12.2018 ancora il 35% delle imprese quotate mostrava un multiplo Prezzo/Patrimonio netto contabile inferiore all'unità. Contribuisce a tale evidenza il fatto che per molte di queste imprese il valore degli intangibili iscritto in bilancio (conseguente a *business*

combination) risulta superiore al valore riconosciuto dal mercato di borsa. Quando infatti si considera il multiplo Prezzo/Patrimonio netto tangibile⁶, il numero di società quotate con capitalizzazione di borsa inferiore al patrimonio netto tangibile scende al 28%.

Naturalmente molte altre sono le scelte contabili che hanno un significativo impatto sulle misure di performance delle imprese.

Basti pensare, nel campo dei principi contabili internazionali:

- agli effetti del nuovo IFRS 16 in tema di contabilizzazione dei beni in leasing operativo. A solo titolo di esempio, per il solo effetto dell'IFRS 16 Fiera di Milano ha visto crescere il proprio capitale investito da 58 milioni di euro a 550 milioni di euro, a fronte di un effetto positivo sull'Ebitda di soli 12 milioni di euro, sull'Ebit di 2 milioni di euro e di una diminuzione di utile netto di 1,5 milioni di euro;
- o alla circolarità dell'uso di prezzi di mercato (*fair value*) ai fini della determinazione del reddito di esercizio sul quale il mercato fonda a sua volta la stima del valore di mercato della società; circolarità che lo *standard setter* contabile ha cercato di contenere prevedendo la sospensione a stato patrimoniale di alcune variazioni di *fair value*, ma stabilendo regole eguali per tutte le imprese quando tale scelta dovrebbe essere funzione del modello di business delle imprese stesse.

Anche sul fronte regolamentare (basti pensare alla vigilanza bancaria) si assiste ad una relazione sempre più stretta fra vigilanza e valore di capitale economico. Basti citare il caso dei cc.dd. *Non Performing Loans* (NPL) nei bilanci delle banche il cui valore d'uso (riflesso nei dati contabili) risulta significativamente superiore al valore di scambio (riflesso nei prezzi di cessione degli NPL), cosicché la dismissione di NPL – stimolata dalla vigilanza – comporta perdite di capitale non necessariamente compensate da una riduzione dei coefficienti patrimoniali minimi a seguito di una minore incidenza di NPL sul patrimonio netto (*Texas ratio*).

Anche sul fronte dei principi contabili e della regolamentazione sono pertanto venuti meno alcuni dei classici

⁵ Baruch Lev, Feng Gu, *The end of accounting and path forward for investors and managers*, Wiley, Hoboken, 2016

⁶ Il Patrimonio netto tangibile è ottenuto per differenza fra il patrimonio netto contabile e gli intangibili iscritti in bilancio.

reference point sui quali l'esperto di valutazione poteva contare. L'incapacità dei principi contabili di fornire adeguata rappresentazione: degli intangibili, dell'impatto dei diversi modelli di business sulle misure più appropriate di rilevazione contabile (costo o *fair value* o valore d'uso) oltre allo scetticismo dei *regulator* e dei mercati sull'affidabilità dei valori d'uso costituiscono nuove sfide per la valutazione d'azienda.

La professione degli esperti di valutazione

Proprio l'esigenza di valutazioni affidabili ha attirato l'attenzione dei *regulator* sulla professionalità degli esperti di valutazione. La SEC per prima⁷ ha richiamato l'esigenza di introdurre rigidi canoni di comportamento professionale in grado di disciplinare:

- *What to do*, attraverso i cc.dd. *technical standard* (i principi di valutazione) che definiscono quali elementi una valutazione deve rispettare, dato il tipo di incarico ricevuto (*valuation, limited scope valuation, calculation engagement*) in termini di trasparenza, approcci di valutazione, configurazioni di valore, unità di valutazione, ecc;
- *How to do*, attraverso i codici etici che definiscono come il professionista salvaguarda l'interesse pubblico della valutazione e non invece l'interesse del cliente/committente;
- *How much to do*, attraverso i cc.dd. *performance standard* che individuano il grado di dettaglio e di scetticismo professionale che deve essere garantito dal professionista.

Dal canto loro gli esperti di valutazione dovendosi confrontare sempre più spesso con la revisione contabile, sono stati sensibilizzati al profilo di rischio della valutazione, il quale è funzione di tre principali fattori:

- il rischio intrinseco dell'attività oggetto di valutazione (c.d. *inherent risk*);
- il rischio di una base informativa incompleta o inaffidabile;
- il rischio del modello valutativo.

Il primo fattore di rischio (*inherent risk*) costituisce per l'esperto di valutazione un dato (un vincolo) sul quale non può in nessun modo incidere (valutare una *startup* presenta un rischio intrinseco significativamente superiore rispetto a valutare un'impresa matura per via dell'assenza di un *track record* di risultati storici, di risultati contabili positivi, di business comparabili; così la valutazione di una partecipazione di collegamento in una società non quotata di cui si dispone solo dell'ultimo bilancio approvato presenta un rischio intrinseco molto maggiore rispetto alla valutazione di una partecipazione in una società controllata di cui si dispone di tutta l'informazione gestionale e dei piani).

Il secondo fattore di rischio (base informativa incompleta o inaffidabile) costituisce per l'esperto un'area sulla quale può intervenire limitatamente e comunque nei limiti del mandato ricevuto dal committente. Anche quando l'incarico prevede una valutazione piena non è comunque compito dell'esperto verificare la correttezza del bilancio certificato, né compiere una *due diligence*, né attestare il piano di cui fa uso. L'esperto è chiamato ad esprimersi sulla ragionevolezza della base informativa utilizzata.

Il terzo fattore di rischio (modello valutativo) investe direttamente l'esperto di valutazione e costituisce l'area sulla quale deve e può intervenire per limitare il più possibile (dato il rischio intrinseco dell'attività da valutare e il tipo di mandato ricevuto) il rischio della valutazione.

⁷ Il 5 dicembre 2011 Paul A. Beswick (*Deputy Chief Accountant U.S. Securities and Exchange Commission*) nel suo *Prepared Remarks for the 2011 AICPA National Conference on Current SEC and PCAOB Developments* pronunciava queste parole di insoddisfazione rispetto allo stato della professione degli esperti di valutazione negli USA:

"Valuation professionals stand apart from other significant contributors in the financial reporting process for another reason, their lack of a unified identity. We accountants, for example, have a clearly defined professional identity. At last count, valuation professionals in the US can choose among five business valuation credentials available from four different organizations, each with its own set of criteria for attainment, yet none of which is actually required to count oneself amongst the ranks of the profession. There are also non-credentialing organizations that seek to advance the interests of the valuation profession. While the multiplicity of credentials in the profession is not a problem in and of itself, risks may exist. Risks created by the differences in valuation credentials

that exist today range from the seemingly innocuous concerns of market confusion and an identity void for the profession to the more overt concerns of objectivity of the valuator and analytical inconsistency.

*The fragmented nature of the profession creates an environment where expectation gaps can exist between valuers, management, and auditors, as well as standard setters and regulators. While much of this may be addressed during a particular engagement, this case-by-case approach has the potential to be an inefficient and costly solution to establish a baseline level of understanding of the analyses. Sometimes, expectation gaps can have broader consequences than just within an engagement, as we have seen in the use of third party pricing sources to measure the fair value of certain financial instruments". E' seguito quel processo che ha portato le principali associazioni professionali di esperti di valutazione negli USA a varare un sistema di accreditamento degli esperti di valutazione a fini di bilancio noto con il nome di *Certified in Entity and Intangible Valuations (CEIV)* credential.*

Le valutazioni sono giudizi ed il processo che l'esperto ha seguito per giungere al proprio giudizio di valore deve essere ispirato a principi di trasparenza. Trasparenza non significa limitarsi ad una illustrazione delle formule valutative adottate, ma spiegare il processo che ha portato a selezionare gli input della valutazione e definire come si è formato il giudizio. Una valutazione trasparente è una valutazione che non si limita a descrivere cosa è stato fatto, ma spiega anche perché è stato fatto e con quale grado di dettaglio. Occorre quindi distinguere tra trasparenza formale e trasparenza sostanziale: dove la differenza risiede nella capacità della valutazione di trasferire al fruitore tutti gli elementi sulla base dei quali si è formato il giudizio dell'esperto.

Conclusioni

La valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare nuove sfide, per via del progressivo venir meno di alcuni importanti punti di riferimento. Si va diffondendo la consapevolezza che dopo un periodo nel quale le valutazioni si sono allontanate dall'analisi fondamentale, ora il pendolo si muove nella direzione opposta e richiede nuovamente agli esperti di valutazione di adottare un approccio di natura fondamentale, ma in contesti nuovi e più complessi, dove è più difficile disporre di solidi riferimenti cui ancorarsi. E' tempo di un approccio olistico alla valutazione d'impresa, che permetta di comprenderne a fondo le fonti di vantaggio competitivo e la dinamica nel tempo. Non vi è più un unico *driver* principale cui ancorare l'analisi fondamentale, ma molti diversi *driver* legati fra loro dallo specifico modello di business dell'impresa e dalla sua evoluzione nel tempo.

In un contesto dove le valutazioni sono più difficili:

- le formule, i modelli e più in generale le tecniche non solo non sono sufficienti a garantire la qualità delle valutazioni, ma finiscono anche con il trasmettere una falsa idea di precisione della valutazione;
- la professionalità dell'esperto di valutazione assume maggiore importanza rispetto al passato perché è il

processo valutativo e non la formula o il modello o la tecnica a garantire della qualità della valutazione. Ciò significa che la progressiva tendenza alla industrializzazione dell'offerta di valutazioni è destinata a subire un naturale arresto, grazie anche al sorgere di nuove entità che mirano ad occupare i vuoti di offerta nei segmenti delle valutazioni di qualità;

- a parità di competenze dell'esperto, la completezza del processo valutativo finisce con l'essere funzione dell'incarico, da cui discende la profondità di analisi, la completezza di base informativa, la discussione delle evidenze contrarie e l'ampiezza di investigazione compiuta;
- le valutazioni devono essere trasparenti nelle scelte che hanno orientato il processo valutativo con particolare attenzione alle verifiche di ragionevolezza dei risultati ed a come sono state considerate le evidenze contrarie.

Le valutazioni stanno vivendo una "fase di mezzo" in cui a fronte dell'accresciuta domanda dei *regulator* e dei committenti di valutazioni di buona qualità, gli esperti stentano a trovare una risposta comune come professione.

La rivista vuole contribuire ad identificare soluzioni comuni (*best practice*) che consentano di garantire valutazioni di elevata qualità.

In questo primo numero, il comitato editoriale della Rivista ha deciso, proprio per venire incontro all'esigenza di stimolare l'interesse nei confronti di *best practice*, di presentare in anteprima i principali risultati raggiunti da tre gruppi di lavoro OIV che stanno ultimando la redazione dei rispettivi *Discussion Paper*. I tre articoli trattano rispettivamente de:

- la valutazione dei danni;
- l'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione delle aziende;
- la valutazione delle imprese in crisi.

Buona lettura.