

AMMINISTRAZIONE & FINANZA

INSERTO

2023

8-9

IL VALORE TERMINALE NELLA VALUTAZIONE D'AZIENDA: ALCUNI SPUNTI DI RIFLESSIONE

A cura di

Nicola Agnoli

Marco Kraner

Martino Zamboni



Premessa	III
L'informazione prospettica e il giudizio di ragionevolezza sul piano	IV
Le linee guida del Discussion Paper OIV n. 1/2021 in materia di ragionevolezza	V
L'analisi fondamentale nella determinazione del valore terminale	VI
Stadio di vita dell'azienda al termine dei flussi analitici da piano	VII
I riflessi del giudizio di ragionevolezza del piano nella determinazione del valore terminale	VIII
Alcune considerazioni operative	IX
Esempi	X
Conclusioni	XIII

Il valore terminale nella valutazione d'azienda: alcuni spunti di riflessione

di Nicola Agnoli (*) Marco Kraner (**) e Martino Zamboni (***)

Premessa

Il valutatore quando adotta l'approccio fondato sui flussi di risultato deve prestare attenzione alla stima del valore terminale (*terminal value*), che rappresenta il valore attuale, alla data della stima, dei flussi attesi non già considerati nel periodo di previsione analitica di piano industriale (1) (di seguito "piano").

La cautela è giustificata dalla consapevolezza che il valore terminale può avere un peso molto elevato sul valore complessivo dell'azienda (Principio Italiano di Valutazione III.1.37), in modo particolare quando il flusso di risultato "a regime" è sensibilmente maggiore di quello corrente e del piano.

Le formule di determinazione del valore terminale evidenziano come esso si fondi sui risultati economici distribuibili dopo aver soddisfatto le necessità di reinvestimento (ivi comprese, naturalmente, quelle richieste per sostenere l'eventuale crescita attesa), considerato che in condizioni di stabilità i flussi finanziari ed economici convergono.

La stima del valore terminale viene generalmente effettuata basandosi sull'individuazione di un flusso sostenibile di lungo periodo, tenuto conto di un tasso di crescita coerente con i fondamentali dell'azienda.

A tale ultimo proposito, va da subito evidenziata la necessità di verificare, nel concreto, l'esistenza di uno stretto nesso causale tra il tasso di crescita atteso adottato e la quota di reinvestimento dei flussi operativi prodotti. Un tanto, evidentemente, al fine di evitare che la crescita attesa finisca per rappresentare un mero parametro valutativo (che peraltro può assumere un peso enorme nella determinazione del valore) non supportato sotto il profilo concettuale, in quanto non derivante da un'attenta analisi del modello di *business* della specifica azienda e dalle sue ragionevoli prospettive di sviluppo. Andrebbe quindi guardata con scetticismo la

scelta di determinare il valore terminale sulla base di tassi di crescita superiori a quelli previsti per i mercati in cui l'impresa opererà, così implicitamente assumendo che tale impresa potrà preservare a vita illimitata un vantaggio competitivo che materialmente si traduce in un tasso di rendimento del capitale investito sistematicamente superiore al tasso di attualizzazione utilizzato. Rappresenta, invero, quest'ultima un'evidenza tutt'altro che scontata, in quanto la spinta competitiva tende inevitabilmente a contrastare la permanenza di un vantaggio raggiunto, rendendo sempre più "oneroso" mantenere posizioni di *leadership*. Tale circostanza non può essere trascurata neppure nella determinazione dei flussi da riportare al numeratore delle formule generalmente impiegate per la stima del valore terminale. Queste considerazioni rimangono naturalmente valide anche nel caso in cui tale stima venga effettuata in base ad un moltiplicatore, in particolare a fini di confronto.

Come da commento al PIV III.1.37, nella pratica di frequente il flusso del periodo terminale è assunto sostanzialmente pari al flusso dell'ultimo anno di previsione analitica di piano, progressivamente incrementato della crescita annua ad un tasso "g". Per quanto appena detto, questa soluzione può rivelarsi non corretta, se il valutatore non è in grado di

Note:

(*) PhD, Dottore commercialista e revisore legale in Udine, partner VALEBO Valuation Advisory

(**) Dottore commercialista e revisore legale in Udine, partner Molaro Pezzetta Romanelli Del Fabbro Partners

(***) PhD, Dottore commercialista e revisore legale in Verona, partner VALEBO Valuation Advisory

(1) Il piano industriale è il documento in cui, a partire dalla presentazione delle strategie competitive di fatto operanti a livello corporate e di aree strategiche di affari, sono illustrate le intenzioni strategiche ed i relativi obiettivi e le azioni che verranno realizzate per raggiungerli, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi.