

Criteri che esplicitano la creazione di valore: importanza dell'analisi fondamentale

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

I criteri che esplicitano la creazione di valore mantengono piena rilevanza in molte occasioni di valutazione, anche se l'attuale prassi professionale sembra privilegiare le metodologie fondate sui flussi finanziari. Le numerose variabili contenute nelle loro espressioni matematiche richiedono al valutatore di sviluppare interamente il processo di stima previsto dai Principi Italiani di Valutazione e, in particolare, di condurre un'attenta ed efficace analisi fondamentale dell'azienda necessaria per evitare di effettuare scelte valutative incoerenti.

Premessa

La denominazione di quattro dei cinque criteri adottati nella valutazione d'azienda consente immediatamente di ricondurli ai rispettivi approcci di stima: la metodica del costo (criteri patrimoniali), quella dei risultati attesi (criteri reddituali e criteri finanziari) e la metodica del mercato (criteri comparativi di mercato).

Questo non accade con i criteri che esplicitano la creazione di valore, dei quali è invece meno agevole individuare l'approccio di riferimento, anche causa la loro natura ibrida: utilizzano infatti sia l'informazione corrente di natura patrimoniale sia quella prospettica riferita alle previsioni dei flussi economici. Potrebbero quindi essere considerati una variante, in chiave evolutiva, dei criteri patrimoniali in cui l'esplicitazione di valore viene ricondotta alla presenza di elementi immateriali (c.d. *Intangibles*) non già rilevati nel patrimonio rettificato, piuttosto che d'altra parte anche essere visti quale implementazione dei criteri reddituali, voluta per preservare l'informazione patrimoniale.

Secondo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) i criteri che esplicitano la creazione di valore sono "[...] nella sostanza procedimenti sempre riconducibili a valutazioni reddituali, che

mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda o nel ramo d'azienda considerato e che permettono, sotto talune condizioni, di ridurre il peso attribuito al valore terminale nelle valutazioni di tipo reddituale" (PIV III.1.33).

Ampiamente utilizzati dalla prassi professionale, includono il metodo "misto patrimoniale reddituale" ed il metodo *Discounted Economic Profit* (anche metodo EVA™ - *Economic Value Added*), versioni rispettivamente *equity side* e *asset side* del medesimo approccio valutativo (1).

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 PIV III.1.33 include il metodo misto patrimoniale reddituale (UEC), il metodo *Discounted Abnormal Earnings* (detto anche *Residual Income Method*) ed il metodo *Discounted Economic Profit* (conosciuto anche come EVA™).

La versione equity side - il metodo misto patrimoniale reddituale

Il metodo misto patrimoniale reddituale, nella sua versione probabilmente più conosciuta in ambito nazionale, è definito dalla seguente espressione matematica:

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

oppure, quando nella dimensione patrimoniale vengono considerati intangibili specifici:

$$V_e = (K_0 + I_0) + \sum_{t=1}^n (R_t - i'(K_{t-1} + I_{t-1}))(1+i'')^{-t}$$

con:

K_0 : patrimonio netto rettificato a valori correnti;

I_0 : componente patrimoniale rappresentata da intangibili specifici;

R_t : reddito prospettico (puntuale anno per anno o sintetico, in una configurazione medio normale attesa);

i' : rendimento normale atteso da un investimento di caratteristiche e profilo di rischio analoghi;

i'' : tasso di attualizzazione dei differenziali di reddito (c.d. sovraredditi se positivi, sottoredditi se invece negativi);

n : arco temporale di riferimento della stima legato, tra l'altro, alla durata e sostenibilità del vantaggio competitivo.

Di seguito alcuni approfondimenti in merito alle differenti variabili dell'espressione matematica del criterio misto patrimoniale reddituale.

Il patrimonio netto rettificato

Va da subito precisato che K_0 considera tutti i beni e rapporti giuridici in genere (beni strumentali, crediti, debiti, passività anche potenziali, ...) presenti nel patrimonio dell'azienda oggetto di valutazione, espressi a valori correnti.

A tale proposito, è utile richiamare quanto riportato dai PIV in relazione alle valutazioni patrimoniali (III.1.28): "le valutazioni di tipo.....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 ai beni immateriali specifici, deve anche motivare la scelta di tali elementi, accertandosi della loro coerenza reciproca".

La valutazione della componente patrimoniale deve necessariamente essere coerente con la configurazione di valore ricercata.

Se la prospettiva adottata è quella della continuità aziendale (PIV III.1.8), i valori correnti dovrebbero esprimere quelli di acquisizione delle differenti componenti patrimoniali compresi nel perimetro di valutazione.

Nel caso invece si assuma la prospettiva di liquidazione (III.1.9) (2), i valori dovrebbero esprimere un valore di smobilizzo, nello specifico il valore di liquidazione ordinaria (PIV I.6.7) o anche forzata.

Il patrimonio netto corrente (K_0) deve costituire oggetto di una opportuna normalizzazione, ad esempio al fine di:

- identificare e trattare eventuali *surplus asset* (PIV III.1.14 e III.1.47) e/o le passività potenziali (PIV III.9.3);
- gestire gli effetti distorsivi di una eventuale stagionalità, presenti alla data di riferimento della valutazione;
- integrarlo se del caso degli elementi mancanti, possibilità che si manifesta quando l'oggetto di stima è un ramo d'azienda;
- adottare rivalutazioni "controllate" dei beni in presenza di maggiori valori non sostenibili sotto il profilo reddituale.

In presenza, inoltre, di differenze tra valore contabile e valore corrente, va considerata la correlata fiscalità latente, dato che esse solitamente non hanno anche "riconoscimento" a fini fiscali. Il valutatore dovrà risolvere, con particolare attenzione per non incorrere in errori che potrebbero anche compromettere il giudizio di valore, profili delicati avuto riguardo alla specifica tipologia di bene: tra questi, la compensazione tra la fiscalità attiva e passiva su beni analoghi, la scelta dell'aliquota di imposizione applicabile (nominale,

Nota:

(2) La prospettiva di liquidazione presuppone che l'entità aziendale cessi le proprie attività e che i suoi beni vengano ceduti singolarmente o in gruppo in relazione alle opportunità di mercato e alle esigenze di liquidazione.