

# Prefazione

Da tempo ci siamo formati il convincimento che la valutazione dell'impresa debba essere considerata un tema centrale per l'Economia aziendale, essa, infatti, esige conoscenze attente a tutti di aspetti della sua vita interna (dal marketing alla tecnologia, dalla finanza alla ricerca, dall'organizzazione alla contabilità), alle sue relazioni coi mercati e con l'ambiente esterno in generale; alla sua storia e alle sue prospettive; ai rischi che l'accompagnano (e che vanno tradotti nei tassi di attualizzazione); il tutto da esprimere in forme sintetiche e da tradurre, infine, in una misura. Non si valuta in modo credibile un'impresa se non la si conosce e se non la si capisce a fondo. È pura illusione l'idea che l'applicazione di alcune formule a grandezze non adeguatamente elaborate, analizzate e ponderate significhi valutare un'impresa. In quest'ottica, il libro assume una serie di principi ispiratori, che possono essere riassunti nei seguenti punti.

- 1. La fusione di competenze aziendalistiche e analitico-matematiche** – Risulta con sempre maggiore evidenza che il processo valutativo esige la fusione di due categorie di competenze:
  - *aziendalistiche* (gestionali, strategiche e contabili) necessarie per ricostruire e proiettare ragionevolmente i flussi reddituali (e finanziari) nel medio-lungo termine;
  - *analitico-matematiche* necessarie per dominare nell'aspetto quantitativo il tema dei rischi insiti nelle proiezioni e quindi nella scelta dei tassi e per l'utilizzo consapevole delle tecniche legate ai multipli.
- 2. Il processo valutativo in quadro logico: il GIV** – L'idea fondamentale – uno dei *Leit Motiv* del libro – è il *processo valutativo*, ispirato a un unico quadro logico, il *Giudizio Integrato di Valutazione* (GIV). Valutazioni *assolute* e *relative*, in questo quadro, si integrano e si appoggiano vicendevolmente, presupponendo, in ogni caso, la disponibilità di un'ampia *base informativa* e un'idonea *analisi fondamentale*, estesa anche alle scelte riguardanti i *tassi*. Nel quadro logico del GIV risulta evidente che valutazioni assolute e relative si scambiano mutui appoggi: dall'analisi dei multipli si possono, per esempio, trarre utili informazioni sul *costo dei capitali*, sul fattore di crescita «g», sull'attendibilità dei flussi reddituali attesi (grandezze implicite nei multipli); così come i multipli devono essere spiegabili sulla base di modelli di valutazione *assoluta*.
- 3. I piani, gli «assunti», l'analisi «pro forma»: strumenti essenziali per l'analisi fondamentale** – Nel quadro dell'*analisi fondamentale*, la ricerca sull'affidabilità e sostenibilità dei piani aziendali diventa una componente essenziale del processo valutativo: in particolare nell'aspetto della sostenibilità delle ipotesi a base delle proiezioni (gli *assunti*, o *assumptions*). Proprio dal modo in cui la valutazione si affida ai risultati prospettici e da come elabora i piani deriva la fondamentale distinzione tra valori *economici* ( $W_e$ ), valori *potenziali* ( $W_p$ ) e valori *potenziali controllabili* ( $W_{pc}$ ): una scelta di metodo originale che viene da lontano, ma si affina e si completa in questo libro. Allo stesso modo, una parte rilevante dell'*analisi fondamentale* diviene l'*analisi pro forma*, cioè la proiezione documentata e formalizzata dei risultati con-

tabili ed economici: con ciò accogliendo anche le idee-guida degli accademici americani cosiddetti «fondamentalisti».

4. **Il costo del capitale non è una grandezza deducibile solo dal mercato finanziario** – I tassi di attualizzazione sono grandezze che non possono essere stimate autonomamente rispetto ai flussi attesi. È un falso convincimento l'idea che tali grandezze siano determinabili senza discrezionalità e con esattezza matematica, solo deducendo dall'osservazione dei mercati finanziari alcuni parametri (tassi privi di rischio, premi per il rischio azionario, coefficienti beta e così via). Il *costo del capitale*, al contrario, è una variabile largamente discrezionale: non di rado comporta il pericolo che, sul fondamento illusorio di una presunta esattezza matematica, non siano esplicitate le scelte compiute dall'esperto.
5. **Coerenza tra flussi attesi e tassi di attualizzazione** – Il *costo del capitale* (e, in generale, il *tasso*) deve essere inoltre scelto in modo coerente con i flussi attesi: tali grandezze presentano un preciso nesso di reciproca dipendenza. Deriva da ciò l'importante concetto (peraltro non di rado dimenticato dalla pratica meno consapevole) che non si può stimare il costo del capitale prima di avere definito la configurazione dei flussi di risultati da attualizzare. Per alcune specifiche finalità (si vedano le valutazioni per il bilancio con l'applicazione degli IAS), tale coerenza significa il confronto dei risultati e dei tassi di attualizzazione «prima delle imposte» (*pre-tax*).
6. **Il modello finanziario: una puntuale analisi critica, con intenti costruttivi e di miglioramento** – Il modello finanziario, dominante nel mondo anglosassone e in alcuni ambiti professionali, come quello delle *merchant banks*, è sottoposto a una critica tanto puntuale quanto oggi inusitata (infatti il modello è spesso accolto acriticamente). Ciò per metterne in luce le debolezze, gli eccessi e i limiti e, quindi, al fine di analizzare i possibili correttivi. Nell'aspetto critico si dimostra:
  - che esso spesso estende arbitrariamente le previsioni di piano (per contenere la volatilità dei flussi di cassa e il peso dominante del *terminal value*);
  - che può sovrastimare i saggi di crescita impliciti nel *terminal value* dei *free cash flows*;
  - che può sottostimare gli investimenti necessari a sostenere la crescita dei flussi di cassa proiettati a tempo indeterminato.Le soluzioni adottate dalla pratica al fine di «calmierare» la frequente aggressività delle stime fondate sul *Discounted Cash Flow* sono analizzate approfonditamente e giudicate nella loro efficacia, che si rende evidente in tre situazioni:
  - nelle imprese con risultati stabilizzati e persistenti (*steady state*), ove i *capex* sono allineati agli ammortamenti;
  - nelle imprese in rapida crescita che non abbiano ancora raggiunto il punto di pareggio;
  - nelle imprese in declino, per le quali si possa adottare una prospettiva di vita finita.In alcune di queste situazioni, quando vengono adottate formule appropriate, il modello finanziario può esprimere valori *economici* o valori *potenziali controllabili*, anziché valori *potenziali puri* (come accade generalmente).
7. **Il modello misto patrimoniale-reddituale in una visione moderna** – Al modello misto patrimoniale-reddituale sono state apportate integrazioni e aggiornamenti di grande peso. La versione-base (quella tradizionale) si distingue per il diverso significato attribuito ai due tassi che compongono la formula: in particolare, il rendimento medio normale atteso è sostituito dal

*costo del capitale proprio* (c.o.e.): in tal modo la formula diviene leggibile sul piano internazionale. Il modello viene inoltre presentato anche in una formulazione *asset side*.

8. **Il valore per il bilancio e gli IAS/IRFS** – Abbiamo voluto dare ampio spazio al tema delle valutazioni per scopi di bilancio. L'adozione dei nuovi principi contabili internazionali, con la storica scelta di sostituire il principio del costo con il principio del *fair value*, ha esteso i temi del valore e della valutazione delle aziende a un'ampia cerchia di operatori e di esperti che finora ne era stata sostanzialmente lontana. L'adozione del *fair value* è all'origine di una serie rilevante di problemi (ancora in corso di sistemazione da parte degli *standard setter*): dalla volatilità dei risultati di bilancio, alla valutazione degli *intangibili specifici*, all'*impairment*, alla valutazione delle perdite *durevoli* sulle partecipazioni. Il nostro impegno su questo tema è consistito nel delinearne le linee concettuali e le indicazioni di metodo, pur offrendo tutti i necessari collegamenti alla precettistica dello IASB e, quando necessario, del FASB; cercando tuttavia, per quanto possibile, di distinguere la trattazione dall'abbondante manualistica che sta su di esso riversandosi.
9. **I multipli sono uno strumento necessario, quanto articolato e complesso** – Da metodo di controllo, con funzioni ancillari, i multipli sono divenuti strumento fondamentale di valutazione, con importanza e dignità pari ai metodi *assoluti*. I multipli, infatti, non sono soltanto uno strumento agile e snello di valutazione; sono una parte essenziale del *processo valutativo*, che spesso rimarrebbe altrimenti incompleto. Ma sono anche uno strumento articolato e complesso, che va conosciuto a fondo e trattato con competenza e con ampiezza di ricerche e di riscontri. In questo quadro, l'approfondita conoscenza dell'apparato metodologico e della moderna strumentazione è necessaria per qualsiasi utilizzazione professionale.
10. **I valori «equity side» e «asset side» anche nel modello reddituale e misto patrimoniale-reddituale** – Il *modello reddituale*, pur nato storicamente nell'ottica oggi definita *equity side*, cioè al fine di esprimere direttamente il valore del capitale (e in questo senso la sua storia è appunto, almeno in Europa, ormai secolare), è perfettamente utilizzabile, con alcuni adattamenti, anche per valutazioni *asset side*. Una necessità, quest'ultima, che è stata attentamente considerata, poiché gran parte degli altri modelli valutativi accorda la preferenza alle valutazioni *asset side*, che sul piano internazionale sono diventate dominanti. Sono ben note le perplessità che nel tempo sono state opposte all'applicazione degli «utili prima degli interessi» (*Debt Free Earnings*) nel *modello reddituale*. Nella versione odierna si riconosce che le tesi contrapposte (flussi *netti* contro flussi *lordi*) sono ambedue fondate su una scelta convenzionale: che il livello di indebitamento sia o non sia un fattore determinante del valore (una *leva-chiave*). Sullo stesso piano va posto il fatto che anche il modello misto patrimoniale-reddituale viene presentato in una seconda versione, *asset side*: la cosiddetta «versione finanziaria», che per certi aspetti si approssima all'idea ispiratrice dell'EVA.
11. **Le stime per scopi di «garanzia societaria»: una categoria che esige il massimo di cautela** – Il processo valutativo deve essere riletto nell'ottica delle applicazioni professionali: per esempio, delle operazioni di finanza straordinaria, in cui tradizionalmente prevalgono gli scopi di «garanzia» (per soci e *stakeholders*) delle misure di valore; un campo nel quale è nata la maggior parte degli episodi negativi che hanno riempito le cronache finanziarie. Di tali operazioni (apporti, fusioni, scissioni, aumenti di capitale, trasformazioni societarie, recesso del socio, IPO ecc.) si occupano quotidianamente, oltre ai manager, schiere di operatori profes-

sionali con varie competenze e con diverse funzioni: esperti di valutazioni, esperti di diritto societario, contabili, sindaci, revisori ecc. Tutti devono essere in condizione di condurre le valutazioni, o di controllarle (talvolta giudicandone la congruità), o di rendersi conto del loro significato e delle loro limitazioni (degli *assunti* su cui sono fondate, nonché del trattamento analitico che tali informazioni subiscono). Per questo scopo sono state predisposte alcune linee guida (di volta in volta definite «combinazioni ottimali di modelli e formule», «regole auree», «formule tendenziali» ecc.): si tratta di strumenti concettuali e operativi che possono orientare le scelte professionali, evitando i più comuni errori.

- 12. Premi per il controllo, sconti di minoranza e per illiquidità: un terreno troppo spesso inesplorato** – Il principio innovativo sul quale si basa l'applicazione di «premi» e «sconti» consiste nella loro traduzione in «aggiustamenti» del valore *fondamentale* dell'impresa, considerando il diverso profilo di rischio che caratterizza l'investimento in titoli di minoranza, in titoli con limitati diritti di voto e in partecipazioni di varia rilevanza. Ai fini delle applicazioni professionali debbono essere affrontati tre profili critici:
- la differenza di prezzo fra azioni di minoranza e azioni di controllo è una misura distorta dei premi di controllo e degli sconti di minoranza. I *premi di acquisizione* comprendono infatti, oltre ai cosiddetti *premi puri di controllo*, anche le sinergie riconosciute dall'acquirente;
  - i premi puri di controllo e gli sconti di minoranza non sono direttamente osservabili sul mercato. Essi vanno stimati sulla base di evidenze empiriche (non esistono teorie soddisfacenti di stima dei premi e degli sconti);
  - le evidenze empiriche presentano un'elevata dispersione, così da rendere inattendibili i valori medi di «premi» e di «sconti». Premi e sconti, infatti, non sono indipendenti dal valore fondamentale cui si applicano.
- 13. La relazione di valutazione come fedele interprete di un processo valutativo indipendente** – La relazione di valutazione deve essere lo specchio fedele dello spirito che anima il *processo valutativo*, il quale non è né una semplice somma di informazioni e di conoscenze, né l'applicazione meccanica di formule che generano conclusioni «automatiche» e indiscutibili. La valutazione non consiste affatto nell'introdurre una serie di dati in un meccanismo (i modelli e le «formule») dai quali si ottengono risultati certi. Chi pensasse di procedere in questo modo, anche inconsapevolmente, non avrebbe colto l'aspetto essenziale del processo valutativo. Qualità fondamentale dell'esperto è l'indipendenza professionale e intellettuale: il primo presidio della sua indipendenza è rappresentato dall'autonoma capacità di giudizio basata sulla competenza.