

La Valutazione d'azienda: Importanza e problematiche

Nella dottrina economica, la valutazione di un'azienda o di un ramo d'azienda è un processo che mira ad ottenere un valore aziendale attraverso l'applicazione di una o più metodologie¹.

Oggi, questo processo non deve essere più visto come un evento raro o isolato, dovuto a situazioni straordinarie², piuttosto come una necessità richiesta dalla complessità della vita aziendale che può permettere di pianificare strategicamente l'operatività della stessa azienda e risolvere problematiche non chiaramente evidenti (valutazioni richieste dal management non per obbligo di legge ma per altri scopi: conoscitivo gestionale, di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale, bilancistico, finanziario, ecc...).

Questo è dovuto soprattutto ad una nuova visione della realtà aziendale, più dinamica, dove il valore aziendale viene influenzato dalle prospettive future, dai rendimenti attesi e dai profili di rischio delle nuove iniziative. Pertanto, il valore aziendale non si basa più unicamente sui bilanci degli anni passati, ma viene influenzato dalle capacità future dell'azienda di produrre reddito, ed affianco ai tradizionali metodi di valutazione compaiono metodi di stima del valore non altrettanto basati su teorie documentate e mature.

Le principali difficoltà che si incontrano nella determinazione del valore di un'impresa possono riassumersi nelle seguenti:

- Scelta del metodo di valutazione, che presuppongono impostazioni teoriche e procedimenti applicativi diversi;
- Incertezza circa la capacità del metodo prescelto di evidenziare tutti i fattori determinanti del valore;
- Discrezionalità legate alle scelte soggettive ed arbitrarie del valutatore;
- Difficoltà nel comunicare in modo chiaro e convincente i risultati ottenuti.

La principale problematica riguarda, come già evidenziato, la scelta e l'applicazione delle metodologie valutative più appropriate tra quelle suggerite dalla dottrina economica e dalla prassi. Tale scelta si basa sui seguenti fattori:

- tipologia dell'operazione aziendale;
- identità delle parti interessate all'operazione;

¹ *Metodi finanziari, reddituali, patrimoniali o misti.*

² *Operazioni di finanza straordinaria, tra cui: cessioni/acquisizioni di aziende e di rami di aziende; cessioni/acquisizioni di partecipazioni; provvedimenti di rivalutazioni di partecipazioni; conferimenti; fusioni e scissioni; trasformazioni; procedimenti giudiziari, giudizi arbitrali, perizie stragiudiziali.*

- attività svolta dall'azienda;
- situazione e status dell'azienda.

La classificazione maggiormente condivisa nel mondo finanziario prevede l'utilizzo dei seguenti criteri per la valutazione d'azienda:

- o Criterio patrimoniale;
- o Criterio reddituale;
- o Criterio misto reddituale-patrimoniale;
- o Criterio finanziario.

Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del suo patrimonio, quantificandolo come valore di ricostituzione dello stesso nella prospettiva di funzionamento aziendale (Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione).

Applicando tale metodo si procede a una stima di tutti i beni che compongono l'attivo aziendale e di tutte le passività ad essa relative. Il saldo netto fra attivo rettificato³ e passivo aggiornato rappresenta il capitale economico dell'azienda. L'oggettività di questo metodo è spesso più che compensata dallo svantaggio costituito dal fatto che si viene a perdere il concetto di continuità di funzionamento dell'azienda.

È un metodo adatto alle aziende con forte patrimonializzazione, cioè dotate di ingenti attività immobilizzate (holding pure, società immobiliari, ...).

Metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso considera oltre ai beni materiali dell'azienda, anche quelli immateriali (contabilizzati e non). Questa categoria di beni assume un ruolo sempre più predominante nella determinazione del vantaggio competitivo di un'azienda e quindi del suo valore. Gli Intangibles sono, infatti, spesso prevalenti rispetto ad altri elementi del patrimonio ed in grado di influenzare, anche notevolmente, i flussi finanziari/reddituali futuri.

Gli Intangibles per essere rilevanti nel processo di valutazione aziendale devono possedere i seguenti requisiti:

- devono essere negoziabili ovvero trasferibili;
- il loro valore deve essere determinabile, in base alle metodologie elaborate dalla prassi aziendale;
- la loro utilità deve essere prevista come duratura nel tempo.

³ Stimato a valori correnti che possono essere differenti da quelli storici riportati nei bilanci

Metodo reddituale

Con il metodo reddituale il valore dell'azienda deriva dalla capitalizzazione del reddito che essa è in grado di produrre nell'orizzonte di valutazione considerato.

Il metodo reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito, con l'obiettivo di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore-redditività.

L'applicazione di questo metodo implica dunque la stima di tre grandezze: il reddito medio atteso, il tasso di attualizzazione, l'orizzonte temporale considerato.

Con questo metodo vengono considerati i flussi di reddito attesi sulla base delle ipotesi gestionali elaborate. È evidente come tali flussi reddituali risultino pesantemente influenzati da una serie di elementi che il valutatore deve tenere presenti per determinare un flusso di reddito "normalizzato" (politiche di investimento, politiche di bilancio, andamenti congiunturali, politiche finanziarie, politiche fiscali ecc.).

La scelta del tasso di attualizzazione, che esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa, è una scelta soggettiva che può creare effetti distorsivi notevoli sul risultato della valutazione stessa. Il tasso di attualizzazione dovrebbe infatti considerare in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio un premio per l'investimento in attività d'impresa, che possiede un rischio intrinseco ed un rischio di mercato.

Unione dei metodi patrimoniale e reddituale

Il metodo patrimoniale trascura la valutazione della redditività futura dell'azienda, il metodo reddituale trascura la valutazione della consistenza patrimoniale.

I metodi misti patrimoniali-reddituali rappresentano una sintesi tra i due procedimenti precedenti con l'obiettivo di esprimere il valore dell'azienda in funzione sia del patrimonio che del reddito.

Tali metodi sono quindi più completi e consentono di ridurre il margine di soggettività del metodo reddituale quantificando anche gli elementi oggettivi del patrimonio.

Determinato il valore totale dell'azienda scontando i redditi futuri attesi dell'azienda stessa (capitale economico secondo il metodo reddituale), la differenza tra il valore così ottenuto e il valore di bilancio opportunamente rettificato (capitale economico secondo il metodo patrimoniale), viene imputata all'avviamento.

Metodo finanziario

Il metodo finanziario fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare flussi di cassa, con l'obiettivo di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore, flussi finanziari.

Con il metodo finanziario l'azienda viene infatti valutata mediante l'attualizzazione dei flussi monetari complessivi disponibili in ciascuno degli anni futuri ai quali si estende l'orizzonte di valutazione. Tali flussi monetari rappresentano l'incremento o la diminuzione dei valori liquidi a disposizione del soggetto giuridico nei vari periodi di valutazione e sono determinati dalle ipotesi avanzate da chi effettua la valutazione circa le complessive operazioni di gestione aziendale (sia quelle operative, tipiche e non tipiche, sia quelle non operative).

Un'ulteriore scelta, legata alla sensibilità di chi effettua la stima, è la determinazione del tasso di attualizzazione, che dovrà includere sia una componente di remunerazione del capitale sia una componente che rifletta il rischio legato alla specifica attività aziendale.

A fronte di evidenti svantaggi derivanti dalla soggettività delle ipotesi da svolgere per determinare sia i flussi monetari futuri sia la componente del tasso di attualizzazione che riflette il grado di rischio, il metodo finanziario è quello che risulta concettualmente più corretto a rappresentare il valore del complesso aziendale in un'ipotesi di continuità del suo funzionamento. I flussi attualizzati danno infatti l'immediata quantificazione per le parti del valore che scaturirà dalla gestione aziendale e che sarà a disposizione del soggetto giuridico per remunerare l'investimento effettuato acquistando l'azienda.

Si può coerentemente affermare che non esiste un metodo "migliore" di un altro; la scelta del più appropriato si basa non solo sulla sensibilità e l'esperienza di chi effettua la valutazione, ma anche sulla situazione aziendale passata, presente e futura, che consentirà di ottenere un valore teorico che possa essere preso come base di partenza ragionevole per le parti coinvolte.

Dott.ssa Annarita Punzi

Consulente Proind Srl



Via Acclavio, 86 - Taranto
N. TEL. 099/4593723
N. FAX. 099/4594724

www.proind.org - proind-ta@libero.it
www.progettazioneintegrata.it
www.buoneprassi.com