

Ipasaggi per arrivare alla stima di un'azienda. Approcci, metodi e modelli: come scegliere

Valutazioni, la base è l'impresa

Da dove partire: perimetro, attività, qualità delle previsioni

La valutazione di un'azienda non parte dalla scelta del metodo. La stima richiede prima di tutto una corretta lettura dell'impresa, della sua capacità reddituale e dei rischi che incidono sui risultati prospettici

Non basta applicare tre metodi e fare la media. La presenza di numerosi criteri utilizzabili nella valutazione d'azienda non implica che sia corretto applicarne indiscriminatamente più di uno e confrontarne i risultati

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

La valutazione di un'azienda non parte dalla scelta del metodo. Prima occorre definire con precisione che cosa si sta valutando, ricostruire le caratteristiche dell'attività, individuare i fattori che incidono sulla capacità di produrre reddito e verificare l'attendibilità delle previsioni disponibili. È da queste analisi che dipendono le scelte successive dell'esperto, dalla prospettiva di valutazione al modello da utilizzare.

Il primo passaggio riguarda l'individuazione dell'oggetto della valutazione. L'azienda è considerata come un complesso coordinato di beni, rapporti giuridici e risorse umane organizzato per il perseguimento di obiettivi economici.

Il ramo d'azienda rappresenta invece una parte di questo sistema, ma deve possedere una caratteristica essenziale: essere in grado di generare una propria corrente di reddito, eventualmente anche attraverso l'integrazione di attività complementari.

Non è quindi sufficiente individuare un insieme di beni o una porzione dell'organizzazione. Occorre verificare se quel complesso abbia una propria consistenza economica. Nei casi più strutturati il ramo può coincidere con una business unit o con un'area strategica d'affari, dotata di una propria identità sul piano competitivo.

Il perimetro economico può non coincidere con quello societario. La valutazione può riguardare un pe-

rimetro più ristretto o più ampio rispetto alla persona giuridica, a seconda delle attività, passività e connessioni economiche rilevanti ai fini della stima. La corretta individuazione dell'unità di valutazione incide direttamente sui flussi, sui tassi e sui parametri di mercato utilizzati.

Nelle imprese diversificate può quindi essere opportuno procedere per singole business unit, secondo una logica sum of the parts (ossia, valutazione stratificata). La stessa impostazione può essere adottata per holding e società con partecipazioni caratterizzate da profili economici differenti.

La valutazione parte dai driver del valore. Definito il perimetro, il lavoro si sposta sull'analisi fondamentale.

L'esperto deve comprendere innanzitutto il settore e il mercato in cui opera l'impresa, individuandone prospettive, dinamiche competitive e fattori critici di successo. Deve poi analizzare il posizionamento dell'azienda all'interno di quel contesto, verificando quali siano le fonti del vantaggio competitivo e, soprattutto, se tali vantaggi possano essere mantenuti nel tempo.

L'analisi dei bilanci e della documentazione gestionale serve a ricostruire l'evoluzione dei principali driver economici e finanziari. Margini, volumi, prezzi, struttura dei costi, capitale investito, fabbisogno finanziario e capacità di generare cassa non vanno letti come semplici dati consuntivi, ma come elementi attraverso i quali comprendere il funzionamento economico

dell'impresa.

Il passaggio successivo riguarda le previsioni. I dati prospettici utilizzati nella valutazione devono essere coerenti con le caratteristiche dell'azienda, con il settore e con le scelte strategiche che ne determinano l'evoluzione. Un piano aziendale non diventa automaticamente utilizzabile ai fini valutativi per il solo fatto di essere stato predisposto o approvato dal management.

Il piano non si prende per buono. L'esperto non può limitarsi ad acquisire il business plan e trasferirne i valori nel modello.

Occorre verificare come il piano è stato costruito, quali risultati l'impresa abbia conseguito in passato rispetto alle proprie previsioni e se le ipotesi alla base delle stime siano compatibili con le condizioni operative e di mercato.

Un piano che preveda una forte crescita dei ricavi, un miglioramento significativo dei margini o una riduzione strutturale del capitale circolante richiede evidenze adeguate.

Lo stesso vale per investimenti, recuperi di efficienza, aperture di nuovi mercati o cambiamenti nel posizionamento competitivo.

L'analisi deve riguardare anche i rischi impliciti nelle previsioni.

Il confronto con il management diventa particolarmente importante quando l'orizzonte del piano è più breve rispetto a quello necessario per la valutazione.

In questi casi occorre prolungare le proiezioni fino a raggiungere una situazione sufficientemente stabilizza-



ta, soprattutto quando il modello utilizzato prevede la determinazione di un valore terminale.

Le previsioni del management non vincolano la valutazione. Le esigenze della valutazione possono richiedere un utilizzo dei dati prospettici diverso da quello previsto nel piano aziendale, non perché le stime del management siano necessariamente errate, ma perché piano e valutazione rispondono a finalità differenti.

L'esperto può quindi normalizzare i risultati, escludere componenti non ripetibili e apportare gli aggiustamenti richiesti dalle specifiche esigenze tecniche della valutazione. Le ipotesi particolarmente aggressive devono essere sottoposte a verifica e i relativi rischi adeguatamente considerati.

Nei casi più complessi può rendersi necessaria una verifica indipendente del piano. In assenza di tale verifica, eventuali debolezze delle evidenze disponibili devono essere riflesse nell'apprezzamento del rischio e nelle conclusioni valutative, anche attraverso analisi di sensitività.

Nelle imprese minori, una base informativa più limitata non impedisce la valutazione, ma richiede maggiore cautela nella verifica dei dati e nella motivazione delle conclusioni.

Non basta applicare tre metodi e fare la media. Una volta completata l'analisi fondamentale si arriva alla

scelta del metodo. La presenza di numerosi criteri utilizzabili nella valutazione d'azienda non implica che sia corretto applicarne indiscriminatamente più di uno e confrontarne i risultati. Ancora meno giustificabile è la prassi di calcolare valori differenti e utilizzare poi una media aritmetica come risultato conclusivo.

Il punto non è quanti metodi vengono applicati, ma perché vengono scelti e come vengono costruiti.

Un procedimento che individui un criterio principale e uno di controllo deve spiegare le ragioni di questa gerarchia. Analogamente, l'utilizzo congiunto di più metodologie deve poggiare su modelli tra loro coerenti.

Differenze molto ampie nei risultati ottenuti non rappresentano necessariamente una conferma della prudenza della valutazione. Possono invece segnalare che le diverse metodologie sono state applicate sulla base di presupposti non omogenei.

Approccio, metodo e modello non sono la stessa cosa. L'approccio individua la logica economica generale sulla quale si fonda la stima;

il metodo rappresenta la tecnica valutativa utilizzata nell'ambito dell'approccio prescelto;

il modello definisce invece il modo concreto in cui quel metodo viene applicato al caso specifico.

Due esperti possono utilizzare, per esempio, lo stesso

metodo finanziario e ottenere risultati profondamente differenti perché hanno formulato diverse ipotesi sui flussi, sul tasso di attualizzazione, sulla crescita di lungo periodo o sulla struttura finanziaria.

Lo stesso può accadere nell'applicazione dei multipli, a seconda delle società comparabili selezionate, delle grandezze utilizzate e delle rettifiche effettuate.

Per questo l'esperto è responsabile non soltanto della scelta del metodo, ma anche della sua implementazione. La relazione deve consentire di comprendere perché quella particolare configurazione del modello sia stata ritenuta appropriata rispetto alla base informativa, allo scopo della valutazione e alla configurazione di valore ricercata.

Going concern o liquidazione: cambia tutto. La prospettiva adottata incide direttamente sull'impianto della stima. In continuità, l'azienda è valutata come complesso destinato a proseguire l'attività e il valore dipende dalla capacità futura di generare risultati. Nella liquidazione atomistica, invece, il valore deriva dalla cessione dei beni, singolarmente o per gruppi, oppure di rami ancora funzionanti. La prospettiva scelta deve essere esplicitata nella relazione, tenendo conto delle caratteristiche dell'azienda, delle condizioni di mercato e del mandato affidato all'esperto.

© Riproduzione riservata

I passaggi fondamentali

Area	Che cosa verificare	Obiettivo
Settore e mercato	Evoluzione della domanda, concorrenza, fattori critici di successo	Comprendere il contesto esterno
Strategia	Posizionamento, vantaggi competitivi e sostenibilità	Individuare i driver del valore
Dati storici	Bilanci e informazioni gestionali	Verificare l'evoluzione economica e finanziaria
Previsioni	Coerenza delle ipotesi e sostenibilità dei risultati	Costruire flussi prospettici attendibili
Mercato dei capitali	Tassi, società confrontabili e informazioni di mercato	Definire parametri esterni coerenti
Rischi	Sensibilità delle previsioni e fattori di variabilità	Valutare l'incertezza incorporata nella stima