

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PARMA

Dottorato di ricerca in
“Determinazione e comunicazione del valore nelle aziende”

Ciclo XXI

TESI DI DOTTORATO

Il ruolo degli standard professionali nella valutazione
d'azienda. L'esperienza nordamericana.

Coordinatore:
Chiar.mo Prof. Stefano Azzali

Tutor:
Chiar.mo Prof. Silvio Bianchi Martini
Chiar.mo Prof. Enrico Gonnella

Dottorando: Marco Davide Forlani

2009

*A tutta la mia famiglia,
ai miei nonni, a mia zia.*

*A Lucia ed Enrico
che ricordo sempre.*

RINGRAZIAMENTI

Alla fine dell'opera credo che sia più che necessario da parte mia formulare un ringraziamento per tutte le persone che mi hanno sostenuto in questi tre anni e più di svolgimento del dottorato, dalla preparazione per l'esame di ammissione alla discussione della tesi.

Affrontare tutta questa avventura, in mezzo ai vari eventi del lavoro e della vita, sarebbe stato molto più difficile senza dei volti amici e testimoni di una ultima positività accanto.

Ovviamente il primo ringraziamento va alla mia famiglia che ha avuto la pazienza di rinunciare per molti giorni di festa alla mia compagnia perché impegnato con i lavori del dottorato e della tesi.

In secondo luogo vorrei ringraziare il prof. Silvio Bianchi Martini, che ha creduto in me e mi ha aiutato nella scelta di questo percorso, e quindi il prof. Enrico Gonnella, che mi ha sostenuto in tutto il periodo della tesi.

In terzo luogo vorrei ringraziare chi in azienda ha avuto la pazienza e la disponibilità di concedermi di poter dedicare al dottorato una parte del mio tempo tra cui in particolare Bartolomeo Valcalda e poi alla pazienza di Luigi Lupo che mi sopporta ogni giorno.

Non posso, però, dimenticare quelli che per primi mi hanno sostenuto nella scelta di questo percorso e che negli anni si sono rivelati sempre un sostegno a questa scelta: Giuseppe Acocella, Luigi Canzano, Riccardo Cerza, Maurizio Petriccioli, Gianni Salvadori e tutti i colleghi del mio periodo di lavoro fiorentino.

Accanto a loro tutti gli amici che lavorando in Università mi hanno sostenuto: Andrea Simoncini, Terisina Torre, Clara Benevolo, Sergio Martinoia, Alessio Cavicchi, Cristina Santini.

Quindi tutti gli altri amici che hanno fatto il "tifo" per me in questi tre anni è più: Simone, Siro, Carlotta, Francesco, Daniele, Lorenzo, Davide, Fiorenzo, Silvia, Cinzia, Sara, Diego, Graziella... quanto dovrebbe essere lungo questo elenco in cui ricordo quelli con cui ho parlato di più della tesi, ma che comprende molti altri.

A tutti gli amici di Genova, Firenze, Cagliari, Milano, Roma del Belgio e di tutte le città in cui ho vissuto e lavorato va il mio pensiero.

In ultimo un ricordo a chi viaggiava con me per lavoro nei giorni precedenti all'esame di ammissione Gianni e soprattutto Enrico, che ora non c'è più.

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
CAPITOLO 1.....	5
IL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE DELL'AZIENDA.....	5
1. Il valore del capitale negli studi di economia aziendale.....	5
2. Metodi e parametri di valutazione.....	35
3. Il processo di valutazione.....	76
CAPITOLO 2.....	91
GLI STANDARD DI VALUTAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA NELLA REALTA' NORD AMERICANA.....	91
1. L'ambito di applicazione degli standard in Nord America.....	91
2. Analisi dell'esperienza statunitense.....	94
a. <i>Gli standard United States Professional Appraisal Practice</i>	94
b. <i>Gli standard Internal Revenue Service</i>	118
c. <i>Gli standard American Society of Appraisers</i>	119
d. <i>Gli standard Institute of Business Appraisers</i>	145
e. <i>Gli standard National Association of Certified Valuation Analysts</i>	153
f. <i>Gli standard American Institute of Certified Professional Accountants</i> 157	
3. Analisi dell'esperienza canadese: gli standard Canadian Institute of Chartered Business Valuers.....	162
CAPITOLO 3.....	164
LIMITI E POSSIBILITA' DI SVILUPPO DEGLI STANDARD DI VALUTAZIONE.....	164
1. Le problematiche della qualità e dell'uniformità di giudizio.....	164
2. Il rispetto delle norme etiche e comportamentali per gli "esperti di valutazione".....	167
3. La capacità di risposta degli standard ai problemi emergenti nelle valutazioni.....	169
3.1. <i>Possibilità e limiti degli standard nel ridurre gli errori di valutazione</i> 170	
3.2. <i>Il grado di approfondimento degli standard</i>	200
4. Il grado di analisi delle relazioni di stima.....	200
5. Eventuali "incoerenze" tra gli standard statuiti tra le varie associazioni.....	202
6. Riflessioni sulle prospettive di sviluppo degli standard di valutazione...210	
CONCLUSIONE.....	212
BIBLIOGRAFIA.....	231
FONTI WEB.....	245

INTRODUZIONE.

Il tema delle valutazioni di azienda è un tema che da sempre si è rivelato stimolante per gli studiosi di economia aziendale e, per via del crescente sviluppo dei mercati finanziari, negli ultimi anni ha attirato un sempre maggiore interesse.

In una realtà caratterizzata da mercati finanziari sviluppati e vivaci come quella americana, al fine di garantire gli interessi dei soggetti coinvolti nelle valutazioni di azienda e garantire gli interessi della collettività, per iniziativa delle autorità pubbliche e di varie associazioni che riuniscono i valutatori di azienda, sono stati formulati, progressivamente dagli anni '80 ad oggi, una serie di standard di valutazione.

Finalità di questi standard, come di tutti gli standard in generale, è quella di definire un framework concettuale e delle norme specifiche di natura tecnica che permettano ai valutatori di svolgere la propria attività in maniera tale da garantire ai clienti una prestazione professionale adeguata, conforme alle loro esigenze e di qualità.

Sicuramente la definizione di standard di riferimento per lo svolgimento delle valutazioni di azienda rappresenta un notevole passo in avanti ed è divenuta stimolo per il raggiungimento di un quadro condiviso anche a livello internazionale, da questo punto di vista l'esperienza americana costituisce sicuramente per tutti il riferimento.

Proprio per questo motivo, però, appare opportuno cercare di verificare se il contenuto degli standard è soddisfacente per le esigenze dei clienti e della società in generale e se è abbastanza adeguato da rispondere a quelli che sono i temi e problemi prevalenti già affrontati e sviluppati da parte della dottrina.

Per rispondere a questo quesito si è cercato di svolgere un lavoro che potesse rappresentare un tentativo di verifica dell'effettiva capacità di rispondere a tutte queste necessità da parte degli standard.

Per mettere in atto questa verifica è stato disegnato un percorso che parte da una presentazione dello stato attuale del giudizio a cui è giunta la dottrina, in particolare la dottrina italiana, presenta il contenuto degli standard esistenti nella realtà nordamericana, statunitense e canadese, e ne verifica i contenuti, confrontando la dottrina con il contenuto degli standard stessi e raffrontando il contenuto degli standard con una sorta di "test" della loro validità.

Nel primo capitolo si è cercato di presentare quello che è il percorso che la dottrina italiana ha fatto per giungere allo stato attuale degli studi sul tema della valutazione di azienda. Si parte dalla descrizione della storia che ha condotto, partendo dal concetto di avviamento, alla definizione progressiva del concetto prima di valore economico del capitale di azienda e poi, quindi, al concetto più generale di valore di azienda. Questo percorso permette di identificare alcuni temi, come la contrapposizione tra razionalità e dimostrabilità dei metodi valutativi, che poi si ripropongono nel momento nel quale viene operata una più approfondita analisi degli standard. Vengono successivamente descritti i vari metodi di valutazione e i problemi relativi ai tassi in maniera tale da poter poi raffrontare la descrizione delle procedure e dei problemi ad esse collegati, operata dalla dottrina con i contenuti degli standard. In ultimo vengono presentate alcune delle conclusioni cui è giunta la prassi valutativa.

Nel secondo capitolo si passa alla descrizione dei contenuti degli standard selezionati attraverso la descrizione dettagliata delle singole norme presentate da ognuno di essi e concentrando l'attenzione in maniera particolare sulla parte preponderante degli standard che è quella relativa alla determinazione delle procedure da seguire e al contenuto dei report prodotti dai valutatori. In tal modo

viene fornito un quadro generale dello stato dell'arte degli standard nordamericani tale da permettere di effettuare un confronto con i contenuti e i problemi proposti dalla dottrina e dalla prassi.

Il terzo capitolo presenta la parte relativa alla valutazione del significato e del possibile contributo degli standard alle valutazioni di azienda. Per verificare l'esistenza di eventuali limiti nel contenuto degli standard viene osservato come essi siano stati definiti al fine di permettere un innalzamento della qualità delle valutazioni. E' chiaro che per svolgere un simile ruolo gli standard devono dimostrare di essere in grado di affrontare tutti i contenuti e i punti problematici offerti dalla dottrina e dalla prassi relative alle valutazioni di azienda.

Per effettuare una simile verifica si è scelto di confrontare gli standard con una serie di problemi riguardanti la qualità delle valutazioni di azienda. Sono state effettuate delle verifiche fondate su quelli che sono stati considerati elementi fondamentali per poter garantire che le norme degli standard presentino un effettivo miglioramento per la performance delle valutazioni. In particolare sono stati selezionati i seguenti aspetti:

- l'effettiva capacità di essere vincolanti da parte delle norme etiche contenute negli standard o nei relativi codici etici;
- la capacità degli standard di affrontare adeguatamente tutte le metodologie di valutazione e i relativi problemi tecnici che le caratterizzano, in altri termini l'ampiezza degli ambiti affrontati dagli standard, riferendosi a quanto trattato nel primo capitolo;
- la capacità delle soluzioni proposte negli standard di tenere conto delle ipotesi e degli assunti che possono originare potenziali errori;
- la capacità degli standard di prevenire gli errori operativi;

- il grado di approfondimento delle procedure e della modalità di presentazione dei risultati contenuto negli standard;
- la presenza di eventuali incoerenze tra i diversi tipi di standard.

In base all'analisi effettuata alla luce di questi punti di osservazione è stato quindi possibile evidenziare quali siano i limiti attuali degli standard di valutazione e individuare delle eventuali proposte di miglioramento.

CAPITOLO 1.

IL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE DELL'AZIENDA.

1. Il valore del capitale negli studi di economia aziendale.

Alla comprensione e alla definizione del concetto di valore economico del capitale dell'impresa l'economia aziendale italiana è arrivata attraverso una lunga riflessione avviata fin dalla nascita degli studi economico aziendali.

Un fenomeno che più di altri ha aiutato a far emergere il concetto di valore di azienda è stato la valutazione del valore dell'avviamento in caso di cessione.

Infatti, le rilevazioni, che costituiscono il principale strumento di analisi dei fenomeni aziendali, nascono da eventi reali della vita economica che, per l'impatto che hanno sulla vita dell'azienda, vengono presi in considerazione e permettono di osservare a loro volta fenomeni più complessi.

Nel nostro caso è con la rilevazione del costo di avviamento sostenuto al momento dell'acquisizione - cessione d'azienda che si può cominciare ad intuire l'esistenza di un più complesso fenomeno rappresentato dal valore economico d'impresa che si differenzia dal valore contabile.

Il percorso seguito dalla dottrina italiana per sistematizzare questa conclusione è stato alquanto articolato e lungo.

Infatti se il concetto di avviamento di per sé è un concetto già noto sino dalla prassi commerciale seguita dagli Antichi e nel Medioevo, quando veniva riconosciuto al cedente, da parte del cessionari, o uno specifico valore addizionale dovuto al lavoro fino a quel momento messo in atto e trasformato in capacità di creazione di reddito per l'azienda, la distinzione tra "capitale economico" e

“capitale di funzionamento” e/o “capitale contabile” è sorta solo con la nascita delle prime imprese industriali.

Infatti con l’industrializzazione e lo sviluppo dei commerci nell’Ottocento che viene prima di tutto definito il concetto di avviamento. Francesco Villa¹, nella Milano del primo Ottocento, lo introduce come fenomeno rappresentativo delle potenzialità commerciali possedute da parte dell’azienda. L’avviamento consisterebbe in questo caso con il credito ottenuto presso la clientela e sarebbe “rimborsato” al cessionario attraverso i maggiori negozi che verranno realizzati in seguito all’acquisto. Simili intuizioni, però, si limitano a rilevare semplicemente eventi collegati alla vita dell’azienda senza inquadrarle all’interno di un quadro più complesso. Altri studiosi, successivamente, inquadrano meglio la questione. In particolare Giovanni Rossi², nella seconda parte dell’800, nella voce “Valutazione dei patrimoni-spese di fondazione” all’interno dell’Enciclopedia di Amministrazione, Industria e Commercio diretta dal Cerboni, osserva che qualora si affronti il problema della stima del valore di un’azienda per questa i singoli beni non debbano essere presi in considerazione separatamente tra di loro, ma sistematicamente tenendo conto del fatto che essi costituiscono un insieme organico destinato alla produzione, nel mondo industriale non devono più essere valutati singoli beni, ma l’azienda intera in quanto “potenza economica in grado di dare un determinato reddito”. Nella valutazione non solo vale la pena, secondo il Rossi, di considerare il solo Patrimonio, ma anche tutte quelle fonti informative che sono in grado di chiarire la capacità di creare affari e quindi utili progressivamente

¹ Francesco Villa, *La contabilità applicata alle amministrazioni private e pubbliche ossia elementi di scienze economico amministrative applicati alla tenuta dei registri ed alla compilazione e revisioni dei rendiconti*, Editori Libraio Angelo Monti, Milano, 1840; *Il ragioniere perfetto. La contabilità applicata alle amministrazioni private e pubbliche ossia elementi di scienze economico amministrative applicati alla tenuta dei registri ed alla compilazione e revisioni dei rendiconti del ragioniere agrimensore*, 1841, Roma; *Elementi di amministrazione e contabilità*, Tipografia Eredi Bizzoni, Pavia, 1870.

² Rossi Giovanni, *Sulla tassabilità del prezzo di avviamento delle imprese e del sovrapprezzo delle società commerciali e industriali*, Società Tipografica, Modena, 1906; *La tassabilità del prezzo di avviamento delle imprese e del sovrapprezzo delle società commerciali e industriali dimostrata coi principi dell’economia politica, dell’estimo, della finanza e della ragioneria*, Seconda memoria, Nuova Tipografia Reggiana C. Zini e Comp., Reggio Emilia, 1907.

nel tempo. In questo modo arriva anche a proporre come modalità di determinazione del valore dell'avviamento l'utilizzo della capitalizzazione dei redditi futuri. Nel quadro delineato, manca, però, una intuizione fondamentale: che si debba distinguere tra quello che è il valore del prezzo di cessione e il valore intrinseco del bene ceduto, cioè, dell'azienda. Tende a giustificare il valore del costo di avviamento con la capitalizzazione del reddito, ma non riesce ad andare oltre il fenomeno dell'avviamento cercandone di capire il motivo profondo e proponendo altre configurazioni di valore.

Un ulteriore passo avanti viene originato dalle posizioni di altri studiosi che iniziano a descrivere l'avviamento come fenomeno intangibile frutto di incerti redditi futuri, che deve essere per prudenza iscritto a bilancio solo qualora si manifesti espressamente solo come sovrapprezzo di cessione.

Un primo punto di rottura, che, chiarendo le questioni legate alla definizione dell'avviamento, permette di aprire alla definizione di capitale economico viene effettuato dal Besta³. Il Besta colloca l'avviamento all'interno dei beni patrimoniali considerandolo, alla pari dei beni tangibili, fondamentale per permettere successivamente durante la vita aziendale la creazione di reddito. Egli propone come metodo di determinazione del valore dell'avviamento il metodo fondato sulla capitalizzazione dei sovraredditi generati. All'avviamento viene riconosciuta, quindi, una natura di valore patrimoniale direttamente collegata alla generazione di reddito autonoma dagli altri beni presi in considerazione all'interno del patrimonio aziendale. Con ciò il Besta accentua gli aspetti di valutazione prospettica del valore aziendale creato dall'avviamento e conferma la distinzione tra il valore economico complessivo dell'azienda, generato dalla somma dell'avviamento con il valore

³ Il Besta per primo introduce una nuova definizione dell'azienda osservando che essa consisterebbe in “.. la somma dei fenomeni o negozi o rapporti da amministrare relativi ad un cumulo di capitale ce formi un tutto a sé, o a una persona singola o a una famiglia o a una unione qualsivoglia, od anche soltanto una classe distinta di quei fenomeni, negozi o rapporti...”, Fabio Besta, *La Ragioneria*, II ed., Parte Prima, Ragioneria Generale, Vallardi, Milano, 1922, p-3-4.

contabile della stessa e il valore contabile in senso stretto. Questa distinzione, però, così concepita e unita alla necessità di ricondurre al massimo la valutazione a rigidi principi contabili di prudenza, limita l'analisi del Besta. In tal modo, infatti, egli sancisce che il valore di cessione corrisponde al valore contabile a cui viene aggiunto l'avviamento, quindi il valore del capitale economico resta rigidamente agganciato al valore contabile e l'avviamento viene limitato alla valutazione dei sovraredditi. Il valore economico del capitale quindi non ha alcuna dignità di valore a se stante ne rappresenta tanto meno un valore teorico.

Il Besta, però, nella sua elaborazione segna alcuni spunti di svolta fondamentali: stabilisce definitivamente la connessione tra valore economico e reddito, prende in considerazione per definire l'avviamento la situazione della redditività futura, identifica l'avviamento come entità distinta dal solo "credito" della clientela e stabilisce quindi che non è un bene rilevabile come per esempio i marchi, ma supera la natura tangibile del bene per definirlo un bene intangibile proprio dell'azienda nel suo complesso e non separabile da essa.

In particolare gli scolari del Besta continueranno dopo di lui a rimanere fortemente legati all'impostazione del maestro cercando di individuare il valore del reddito generato dall'impresa nei frutti generati da ogni singolo bene che la costituisce. In altri termini individueranno per i beni/risorse che costituiscono l'azienda e ne permettono il funzionamento le fonti dirette di creazione del reddito per cui ad ogni singolo bene possa essere attribuito uno specifico flusso di reddito. L'avviamento diventa, per questi autori, un bene intangibile che origina dei sovraredditi ulteriori rispetto a quelli creati dai beni tangibili costituenti l'azienda. Gli autori successivi al Besta in tal modo non introducono nuovi elementi nella definizione del valore economico del capitale dell'impresa, ma si limitano ad approfondirne solo un aspetto consistente nell'avviamento.

Il punto di svolta per la definizione del valore economico di azienda nella dottrina italiana, come per l'elaborazione complessiva della dottrina dell'economia aziendale, è costituito dall'elaborazione dello Zappa, vero e proprio fondatore della disciplina.

In un primo tempo lo Zappa individua un insieme di fattori oggettivi e soggettivi che danno origine all'avviamento⁴. Tra i fattori oggettivi individua: la qualità e la specialità dei prodotti. Tra i fattori soggettivi: l'intelligenza, la sagacia, l'onestà degli amministratori. Tali fattori manifestano la loro capacità di creare valore per l'impresa che li possiede attraverso la generazione di sovrareddito ovvero una parte di reddito che si presenta superiore a quella che sarebbe normalmente ottenibile dall'impresa. Per la natura stessa dei fattori che lo originano l'avviamento assume quindi la natura di un bene immateriale. Il valore di tale bene, però, per essere iscritto a bilancio necessita della possibilità di essere determinato concretamente come valore suscettibile di scambio, per questo motivo deve avere un costo. Tale costo si verrebbe a manifestare nel momento nel quale l'avviamento e quindi l'impresa divenisse oggetto di scambio e andrebbe verificato confrontandolo con il valore dell'extraprofitto tramite il quale si manifesta, determinato a sua volta come differenza rispetto al reddito normale ottenibile. Zappa in tal modo individua nell'avviamento un elemento patrimoniale soggetto ad una determinazione autonoma dalla determinazione del valore economico dell'intera impresa.

Si tratta di fatto di una riproposizione approfondita di alcuni concetti che erano già chiari per il Besta, ma è in questa rielaborazione che lo Zappa pone le basi per effettuare quel salto in avanti che compie cambiando questi concetti con il concetto dell'azienda intesa come coordinazione. Se, infatti, l'azienda si manifesta come

⁴ "...l'intelligenza, ...la sagacia,... l'onestà degli amministratori..., la qualità e la specialità dei prodotti..."
Gino Zappa, *Le valutazioni di bilancio con particolare riguardo alle società per azioni*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano, 1927, p.168.

una coordinazione di fattori produttivi tra di loro inscindibili ed indistinguibili perché necessari tutti nello stesso modo a garantirne la facoltà di generatrice di reddito e quindi di ricchezza, non è possibile distinguere al suo interno elementi patrimoniali specifici che possano essere considerati generatori di una sola parte limitata di reddito cioè di sovrareddito, ma tutti gli elementi patrimoniali nel loro insieme contribuiscono organicamente alla creazione del reddito di impresa. Conseguentemente, se il capitale è il fondo dei valori generati da parte dell'azienda, esso non può essere distinto in parti che lo compongono se non per necessità pratiche, l'unitarietà è una sua essenziale caratteristica. Inoltre esso non solo non sarà espressione della pura combinazione contabile del valore degli elementi che sono presenti nella azienda stessa, ma sarà, invece, espressione della più complessa capacità dell'azienda di creare valore al di là del loro puro valore di utilità⁵.

In tal modo lo Zappa arriva a formulare una netta distinzione tra il capitale contabile, espressione del valore "di libro" di tutti i beni che costituiscono la struttura patrimoniale dell'impresa e che vengono rappresentati in bilancio, e il capitale economico della stessa che è espressione della sua identità di

⁵ "Le nozioni di capitale di bilancio e di capitale economico di impresa, che, forse più di quanto in fatto non sia si manifestano per alcuni aspetti in aperto contrasto, per altri lati si contemperano, si intrecciano, si integrano...", Gino Zappa, *Il reddito di impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, 1937, p.110; poi sempre all'interno de *Il Reddito*: "la nozione del capitale come complesso economico si oppone forse specialmente alla credenza, dominante nell'uso comune, che nel reddito vede un flusso di ricchezza che si diparte dal capitale. Il reddito quasi apparirebbe come il necessario frutto materiale di una forza produttiva preesistente, il capitale, che a sua volta non sarebbe che uno strumento materiale di produzione. La nozione, che non ha senso economico, è forse corretta se riferita ai fenomeni della produzione materiale e della produzione tecnica: la gallina fa le uova, l'albero produce la frutta, le macchine trasformano le materie in prodotti; la nave trasporta il carico, ecc...Queste nozioni non hanno significato se si applicano alla costituzione economica dei capitali e dei redditi, se si applicano alla formazione economica dei valori. Le uova, la frutta non valgono del mercato in quanto gallina ed albero hanno valore; ma gallina ed albero come investimenti produttivi valgono in quanto uova e frutta consentono un determinato guadagno. Le macchine di un'impresa manifattrice non hanno valore, come immobilizzazioni, che in quanto trasformano date materie con profitto; la nave in quanto "guadagna noli", superiori alle spese di navigazione", p.97-98; si veda ancora Gino Zappa. *La determinazione del reddito nelle imprese commerciali. Il Capitale, Tipo Litografia Marini*, Milano, 1927; *Il Reddito d'impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, 1937, Gino Zappa, *Bilanci di imprese commerciali*, Milano/Padova, 1925.

combinazione produttiva in grado di generare valore ulteriore e superiore al valore di questi.

Il nuovo mondo scoperto dallo Zappa sancisce in tutta evidenza il passaggio dall'ottica patrimonialistica a quella reddituale, da una concezione del reddito come realtà composita al concetto di reddito come realtà unitaria, da un'ottica incentrata sulla valutazione del valore economico e dell'avviamento legata alla situazione attuale dell'azienda ad una definita accettazione della concezione prospettica basata sulla verifica della capacità futura di creare redditi da parte dell'azienda.

Con l'opera dello Zappa non solo viene definito in un'ottica organica quello che è il contenuto vero e proprio dell'economia aziendale, ma anche il problema dell'avviamento viene chiarito giungendo progressivamente anche a definire il più articolato concetto di valore economico del capitale dell'impresa⁶. Con Zappa il valore economico e la sua determinazione fanno per la prima volta ingresso nel campo della dottrina ed egli ne fornisce una definizione che ancora oggi per noi Italiani risulta essere imprescindibile.

Successivamente all'opera dello Zappa la dottrina ha mosso dalle sistematizzazioni già esistenti per poi svilupparle e rielaborarle creando nuove elaborazioni concettuali.

Le teorie sviluppatesi dopo lo Zappa sostanzialmente sono state influenzate nei propri contenuti del punto di vista di partenza di ogni autore nella propria analisi, che può essere: fondato su un interesse orientato essenzialmente all'effettuazioni di valutazioni finalizzate all'identificazione del corretto capitale di bilancio e quindi

⁶ In particolare si può notare come di fatto Zappa venga a negare all'avviamento la natura di elemento patrimoniale, vedi Gino Zappa, *Le Produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1957, p.511/512: come "tutti i diversi fattori complementari e le diverse circostanze della redditività di impresa che concorrono alla determinazione del valore di scambio come complesso economico del capitale dell'impresa avvivata...solo l'abilità sottile e non consapevole di molti periti e di alcuni scrittori consente di pervenire, con i più arbitrari procedimenti, alla distinta valutazione non solo del valore di scambio dell'avviamento, ma anche del valore di scambio della clientela, della ditta, dell'insegna, della proprietà commerciale, dell'accorsatura, del credito e della fiducia di cui gode un'impresa...".

legato alla determinazione del capitale di funzionamento; fondato sull'interesse ad arrivare a determinare un corretto prezzo di trasferimento dell'azienda e quindi sulla determinazione del valore del capitale di trasferimento; fondato sull'interesse verso la teoria della determinazione del valore creato e quindi sulla finalità di utilizzare il valore economico come strumento di management e quindi a utilizzarlo come valore di controllo delle decisioni aziendali⁷.

Appare chiaro come l'orientamento delle prime due aree di analisi si differenzi in maniera netta da quello proprio della terza area di analisi. Mentre nei primi due casi siamo ancora in un'ottica di determinazione di un valore economico per certi versi ancora contabile oppure caratterizzato da elementi di valutazione legati a risvolti contabili, nel terzo il valore è per certi fini a se stesso o meglio viene determinato per un fine manageriale di indirizzo e controllo che non ha un effettivo riscontro contabile.

Per l'oggetto di questa tesi appare più adeguato concentrarsi sul caso delle valutazioni finalizzate ad avere anche riscontri di natura contabile legati alla determinazione di valori di bilancio o di prezzi. In particolare, in relazione all'oggetto della tesi, che è collegato direttamente al problema della determinazione dei prezzi di cessione delle aziende appare fondamentale il secondo dei temi affrontati cioè la determinazione del valore economico di trasferimento. Essendo, però, la determinazione di questo connessa in maniera più generale a problemi di determinazione dei valori contabili. L'attenzione si pone su tutta la

⁷ In particolare al riguardo ci si può riferire ad autori come Giorgio Donna, *La valutazione economica delle strategie di impresa*, Giuffrè, Milano, 1992; Michele Galeotti, *La valutazione strategica nell'ipotesi di cessione di azienda*, Giuffrè, Milano, 1995; a livello internazionale l'iniziatore di questo filone Alfred Rappaport, *La strategia del valore*, Franco Angeli, 1997 (edizione americana *Creating Shareholder value. The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York, 1986); S. Bianchi Martini, Lino Cinquini, Michele Galeotti, *Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*, Franco Angeli, Milano, 2000: "In questa prospettiva il valore economico del capitale si qualifica come misurazione di sintesi in grado di dare conto delle capacità competitive aziendali nell'ottica dell'investitore. Il valore economico, infatti, tiene conto della formazione (o distruzione) del valore di elementi immateriali (quali ricerca e sviluppo, immagine, marchi, formazione e reti distributive) e dell'avviamento, inteso quest'ultimo come valore del patrimonio intangibile non "spiegabile" in modo analitico; esso considera, cioè, a differenza del reddito di periodo, quei flussi di valore fondamentali per una corretta valutazione del "risultato" della gestione in un periodo di tempo." (Lino Cinquini, p.135-136, op.cit.).

prima area individuata. Esula completamente dal nostro interesse perché non legato, invece, direttamente al tema della tesi il problema della valutazione destinata al supporto delle attività di direzione e di controllo.

La riflessione degli autori successivi a Zappa ha condotto alla definizione di alcuni elementi fondamentali per la comprensione del tema del valore economico del capitale delle imprese:

a. La definizione delle differenti finalità della stima.

Un primo passo effettuato da parte degli studiosi dopo lo Zappa è consistito nella identificazione degli scopi che caratterizzano il ricorso al concetto di determinazione del capitale economico⁸: la determinazione del grado di funzionalità; la determinazione del valore di cessione.

Risulta importante l'aspetto dello scopo in relazione al quale viene effettuata la determinazione del capitale economico in quanto questo aspetto è in grado di influenzare la differente natura del risultato a cui si giunge, permette, infatti, di arrivare a capire come la natura del valore economico del capitale d'azienda non sia in realtà, come indicato dallo Zappa, sempre unitaria. Ovvero come tale natura

⁸ Si veda in particolare: Egidio Giannessi, Appunti di economia aziendale. Con particolare riferimento alle aziende agricole, Pacini, Pisa, 1979 e Alberto Ceccherelli, Le funzioni professionali del Commercialista, Vallardi, Milano, 1967: "...L'ultimo bilancio non rispecchia la situazione dell'azienda al momento della cessione; sia perché questa non sempre può coincidere con il giorno della compilazione del bilancio, sia, e soprattutto perché i valori del bilancio corrispondono ad un tipo di valutazione che si riconosce adattabile allo scopo della ricerca del profitto di esercizio e soltanto a questo scopo. I risultati del bilancio non sono quindi utilizzabili, senz'altro, nel caso di cessione...In ogni caso sarebbe necessario un aggiornamento di cifre per riportare cifre stesse da quelle che erano al momento della formazione del bilancio a quelle che devono essere al momento della cessione, e ciò per le variazioni dovute al movimento degli affari del periodo trascorso fra i due momenti. Ma non sono necessari soltanto questi aggiornamenti derivanti da effettive variazioni quantitative sulle quali non possono sorgere dubbi, occorre una valutazione adeguata ai criteri tecnici del caso che sono appunto caratterizzati dall'applicazione del criterio di valutazione di cessione. Criterio che anziché al costo fa riferimento piuttosto a prezzi correnti che riflettono valore d'immediata utilizzazione dei beni oggetto della cessione, quando questi dovessero considerarsi come singole unità. Ma poiché quando si cede un'impresa non si cedono i singoli beni ma la loro risultante complessiva la contrattazione, sia che riguardi tutta l'impresa, o tutto il pacchetto azionario che la rappresenta, sia che riguardi una parte di essa, e cioè una quota parte del capitale netto, non può farsi in base a prezzi correnti dei singoli elementi patrimoniali, ma dovrà farsi in riferimento al valore di utilizzazione del coordinato complesso che essi formano con la loro combinazione produttiva. Non è quindi opera di stima peritica, se pure a periti si potrà in alcuni casi integrativamente ricorrere, ma opera di indagine economico-tecnica che dovrà esaminare l'impresa nella sua evoluzione, nelle sue caratteristiche e possibilità, per dedurne, attraverso uno studio interpretativo, non solo dell'ultimo, ma di una serie di bilanci, la situazione prospettiva di rendimento per adeguare il valore alla prevedibile capacità produttiva..." (pp.173-174).

resti unitaria in quanto caratterizzata dall'unitarietà degli elementi costituenti l'azienda, quindi non sia soggetta alla determinazione autonoma degli elementi che la costituiscono, ma non sia unica, in quanto, pur mantenendo come riferimento il principio dell'unitarietà della sua determinazione, vari a seconda della prospettiva secondo la quale viene effettuata. In altri termini si passa da quello che era il concetto di valore economico al concetto di valori economici differenziati tra di loro, tutti altrettanto veritieri, ma caratterizzati da scopi differenti e quindi diversi tra di loro.

Nel caso della determinazione del valore economico finalizzata alla valutazione del capitale di funzionamento lo scopo della valutazione è quello di arrivare a determinare il valore teorico che alla fine di uno specifico periodo dovrebbe rappresentare il valore di funzionamento in caso di azienda in stato di equilibrio economico e finanziario. Una simile valutazione del valore economico si assume effettuabile mantenendo la sistematicità e la dinamicità della struttura aziendale. La valutazione non parte quindi da una considerazione prospettica dell'azienda, ma viene effettuata per giungere ad un valore di funzionamento.

Nel caso dalla valutazione effettuata in caso di cessione, sebbene lo scopo dell'analisi non sia arrivare ad un valore di riscontro finalizzato a verificare il valore di funzionamento si mantiene il postulato della continuità della vita aziendale e l'azienda stessa viene ancora concepita come una combinazione unitaria, ma la valutazione non è più orientata a determinare valori attuali del capitale di funzionamento aziendale, ma è orientata a determinare un valore che tenga conto di quello che è il valore economico prospettico dell'investimento che viene effettuato da chi acquisisce l'azienda. Ci si distacca quindi da quelli che sono i pilastri certi della valutazione prudentiale del capitale di funzionamento come il costo storico o del presumibile valore di realizzo per entrare nell'ambito di stime più disancorate dalla fase attuale della vita aziendale e necessariamente più incerte.

Questo caso è rilevante perché richiede metodologie di valutazione sistematiche e organiche.

Qualora invece la valutazione venga effettuata per giungere alla determinazione del valore di un'azienda che sia nello stato di liquidazione, usciamo dal campo delle determinazioni di valori preso in considerazione in precedenza ed entriamo in una situazione nella quale la valutazione effettuata dai periti valutatori non è più nell'ottica della continuità e delle sistematicità della vita aziendale, ma ci si trova di fronte ad una semplice valutazione di cespiti ormai privi di quella organicità e capacità generativa che possiederebbero all'interno della vita aziendale. Anche in questo caso, sebbene possa sembrare più semplice sarà fondamentale il rispetto di una pratica precisa e chiara da parte di chi valuta l'azienda.

Ovviamente tutti e tre i casi presi in considerazione chiedono procedure robuste per l'effettuazione dell'attività di valutazione, ma ognuno dei tre casi per via del punto di vista differente da cui viene condotta l'attività di valutazione da origine a valori economici anche fortemente differenti tra di loro, confermando la non unicità del concetto di valore economico di azienda.

b. La definizione del valore del capitale economico come valore astratto

Lo Zappa descrive il valore economico come il valore di sintesi ottenuto dalla rappresentazione a valori attuali di tutti i redditi prospettici generati da parte dell'azienda. Una simile definizione richiede che si ricorra a stime sempre meno precise con il procedere avanti nel tempo di quello che è il reddito degli esercizi futuri. Il fatto, inoltre, che lo stesso saggio di capitalizzazione del reddito possa variare a seconda delle circostanze, delle aziende e di molti altri fattori rende la determinazione del valore economico molto meno assoluta di come si possa

pensare in un primo tempo. L'astrattezza e il valore puramente teorico del valore economico dell'impresa sono così, per tutti gli autori due punti chiari ed evidenti.

Poiché le metodologie utilizzate per determinare il valore economico devono quindi essere necessariamente semplificate per avere una effettiva applicazione⁹ esse non possono mai coincidere con un valore economico teoricamente perfetto. Si dovrebbe rinunciare allora alla valutazione secondo l'uso del reddito prospettico.

Per queste ragioni, successivamente allo Zappa, numerosi autori hanno ripreso il concetto di valutazione autonoma dell'avviamento per arrivare ad una dimostrazione del valore economico dell'azienda fondata sulla determinazione di valori tra di loro autonomi poi tra di loro combinati per arrivare al valore economico complessivo. La stessa prassi spesso si è allineata a questa necessità¹⁰.

Resta, però, in questo caso un problema essenziale cioè la poca coerenza con il carattere reddituale e prospettico che lo Zappa aveva riconosciuto al capitale economico, nonché la negazione dell'aspetto dell'unitarietà del capitale medesimo.

⁹ Si veda Giovanni Ferrero, *La valutazione economica del capitale di impresa*, Giuffrè Milano, 1966, p.143-144: "...capitalizzazione economica, evidentemente diversa dal concetto di "capitalizzazione finanziaria", definisce il processo logico di "quantificazione" (mediante riduzione a valor capitale) delle condizioni di redditività della gestione futura, dinamicamente considerata nelle circostanze di impresa, di mercato e d'ambiente che congiuntamente la determinano..." "...Da queste considerazioni è agevole desumere che la capitalizzazione "finanziaria" dei redditi presunti futuri, variamente ponderati e mediati, se da un lato riflette, sotto il profilo del "valore unico" che per essa si determina, i principi di logica della "valutazione economica" del capitale d'impresa, dall'altro presenta, per quanto attiene alle ipotesi su cui si fonda, evidentemente non compatibili con la logica economica di formazione del capitale medesimo come valore complesso, tutti caratteri propri delle pseudo-valutazioni, di per se stesse tipicamente convenzionali sia nelle premesse sia nei risultati. Allorché il presunto valore di scambio del capitale economico viene quantitativamente determinato come "valore unico" per costruire base di valutazione delle aziende in avviamento formanti oggetto di cessione, la pseudo-valutazione da cui quanto più indeterminate sono da un lato le previsioni di redditività, quantitativamente espresse, in sintesi, dal reddito capitalizzabile, e, dall'altro, le prospettive di remunerazione del "capitale proprio" sinteticamente "quantificate" col prescelto tasso di capitalizzazione. L'indeterminazione e l'inaccettabilità delle quali qui si parla, inoltre, si rivelano, ceteris paribus, tanto più sensibili quanto più perturbate si prospettano le condizioni di svolgimento dell'impresa, siano esse interne o esterne. Perturbazioni significative di queste condizioni possono anche essere determinate da trasmodanti variazioni del valore economico della moneta...il reddito di impresa data la natura di "frutto incerto", non può dirsi "economicamente assimilabile" ad una rendita ben determinata e tanto meno ad una rendita perpetua."

¹⁰ Sempre Ferrero Giovanni Ferrero, *La valutazione economica del capitale di impresa*, Giuffrè Milano, 1966, p.62-63: "Il capitale di gestione "rivalutato" mentre non può assolutamente identificarsi... con l'astratto valore del capitale economico, esso potrebbe nondimeno costruire, entro certi limiti, espressione quantitativa di un "intorno" del valore economico del capitale di impresa: "intorno" che la valutazione sistematica di esercizio definisce in funzione del "principio di prudenza amministrativa", opportunamente delimitato... e che la valutazione analitica di cessione può invece soltanto convenzionalmente determinare, quando prescindendo da tale "principio". A questa valutazione analitica mancherebbe, nella fattispecie, un "termine di paragone" individuabile sul fondamento di coerenti principi, indipendentemente dal riferimento alla determinazione del "valore unico" che, del resto, il risultante "fondo di valori" dovrebbe sostituire."

Per questo motivo si è cercato di distinguere tra due situazioni differenti nel caso di cessione: la determinazione del valore economico del capitale inteso come valore astratto utilizzato come riferimento per la determinazione del valore del prezzo di cessione e il prezzo di cessione presunto o fissato dalle parti distinto per natura e per metodologia di determinazione. Anche in questo caso, però, il ricorso alla metodologia analitica dovrebbe essere residuale.

Si è giunti così a riconoscere la natura astratta del valore economico del capitale dovuta sia all'estrema semplificazione della realtà contenuta nei criteri proposti da parte dello Zappa sia alla difficoltà operativa che concerne la determinazione di questo stesso valore¹¹.

La necessità di mantenere il rispetto della rappresentazione razionale ovvero matematica assunta dallo Zappa ($V=R/i$, dove V è il valore economico, R il reddito medio annuo prospettico e i il tasso di capitalizzazione) ha portato alcuni autori a formulare anche la descrizione di articolati processi di calcolo finalizzati a tenere conto della necessità di rispettare la razionalità della stima compensandone l'astrattezza che rischia di allontanarla dalla effettiva applicabilità della stessa pur continuando a riconoscere la forte incertezza della stima.

Dall'interpretazione zappiana derivano poi altre importanti conseguenze, viene per esempio ridefinita l'identità del concetto di avviamento che non viene più considerato come una realtà a se stante, ma come una differenza tra il valore economico del capitale e il valore del capitale di bilancio, differenza che successivamente verrà valorizzata o meno al momento della cessione dell'azienda, che esiste non in quanto dotata di identità propria e di un proprio valore, ma come

¹¹ Domenico Amodio, Ragioneria generale delle imprese, Giannini, Napoli, 1964, p.756: "...Il pratico non si nasconde le difficoltà grandi delle indagini dirette ad individuare la quantità di base del processo valutativo, ma cerca di superarle, per quanto glielo consentano le sue capacità, la sua preparazione, i mezzi di cui si trova a disporre, gli ostacoli che si frappongono all'opera sua. E realizza quella valutazione risolvendo così, con approssimazione ed incertezze, un problema assai arduo, ma pago piuttosto di una soluzione approssimata e manchevole che di nessuna soluzione. È il solito compromesso che ritorna anche in questa sede, un compromesso al quale occorre accostumarsi se non si vuole ridursi a solitari ed esitanti eremiti: la ragioneria teoretica non può ignorare i problemi e le difficoltà loro, ma non deve essere di ostacolo all'azione concreta".

funzione della capacità dell'azienda di produrre prospetticamente redditi confrontata con il valore del complesso aziendale che si manifesta attualmente.

Il capitale economico quindi è rappresentativo della capacità dell'azienda di produrre reddito in sé nel tempo e quindi è quel valore che è in grado di riscontrare effettivamente se l'azienda come entità creatrice di ricchezza è o no in grado di contribuire ai bisogni e allo sviluppo economico all'interno di un equilibrio economico durevole nel tempo in altri termini diventa il momento della verifica effettiva dell'economicità dell'azienda.

c. Il valore economico del capitale come strumento di verifica dei valori contabili.

Se il bilancio, quindi, è il prospetto che è in grado di presentare e rappresentare la situazione di equilibrio economico dell'azienda il confronto del bilancio con il valore economico dell'azienda permetterà di verificare l'effettiva capacità di fornire questa rappresentazione posseduta da questo. Il capitale economico diventa uno strumento di verifica del capitale di bilancio. In altri termini se l'azienda non è in grado nel tempo di mantenere le condizioni di redditività anche un quadro positivo al momento attuale è destinato a essere messo in dubbio nel tempo e deve essere considerato con più cautela, viceversa qualora il quadro attuale appaia deteriorato, ma le potenzialità dell'azienda siano positive la situazione si dimostrerebbe meno critica. Ovviamente questo tipo di interpretazione evidenzia una serie di aspetti ulteriori: innanzitutto si ribadisce come di fronte a differenti punti di vista e concezioni del valore anche la sua rappresentazione e quindi la natura del bilancio cambi sostanzialmente, ci troviamo quindi di fronte ad una situazione nella quale non sia sufficiente la dimensione del bilancio tradizionale per rappresentare la vita economica dell'azienda, ma occorre una rappresentazione

di bilancio articolata e plurale¹²; ponendo questa necessità di verifica di fatto si sancisce di nuovo il ruolo del valore economico del capitale come strumento di orientamento e valutazione dell'azione dell'azienda e della sua dirigenza; trattandosi di verifica di un valore contabile rilevante deve essere preso in considerazione quanto affermato con prudenza e mantenendo il rispetto della centralità giuridica del bilancio contabile¹³.

Per cui il valore economico viene a costituire lo strumento tramite il quale indicare dei limiti superiori ed inferiori per la determinazione del valore del capitale di bilancio che aiutino a interpretarlo e orientino l'interpretazione del bilancio stesso.

Questa valutazione ha anche delle conseguenze sulla determinazione del prezzo stesso di cessione dell'azienda, infatti, il limite minimo per la fissazione del prezzo verrà individuato con l'insieme dei valori che, ispirati al principio di prudenza, assegnino correttamente i risultati ai diversi esercizi, mentre il limite superiore si identificherà con il capitale economico dell'impresa.

¹² L'idea viene presentata in questa maniera da Vittorio Coda, *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1963, deve, però, essere ricondotta alla particolare condizione dell'epoca nella quale l'autor e si è trovato a svilupparla, situazione per certi versi nettamente diversa dall'epoca attuale nella quale le norme legislative e degli standard setter si fanno sempre più stringenti.

¹³ Pietro Onida, *Osservazione sulla valutazione delle aziende di produzione in esercizio*, stimate come complessi oggetti di trasferimento giuridico, in *Studi di Ragioneria, Organizzazione e Tecnica Economica*, Scritti in memoria del Prof. Alberto Riparbelli, Corsi, Pisa, 1975; Lorenzo De Minico, *Una picconata all'avviamento*, in *Economia Aziendale*, n. 3/4/5, 1946, p. 6-7: "...Mentre da una parte esiste un limite invalicabile che individua la superficie entro la quale è d'uopo contenere la misura del capitale perché questo conservi il suo significato pratico in tutta la sua misura limite che si allaccia attraverso numerosi rapporti ai futuri costi, ai futuri ricavi ed ai futuri elementi componenti il reddito normale; dall'altra, entro la superficie individuata da quell'estremo limite invalicabile, si offre alla pratica tutta una gamma di soluzioni, ciascuna delle quali risponde ad un particolare modo cui si intendono comporre le esigenze del presente esercizio con quelle degli esercizi avvenire e, conseguentemente, adduce all'attribuzione di uno specifico valore del capitale e perciò ad una particolare misura del reddito di esercizio, con determinate conseguenze per i redditi avvenire. Lo stesso soggetto valutatore perviene ad un solo valore capitale limite in relazione alle prospettive che gli è dato formulare; ma, al di sotto di quel limite, può individuare diversi valori di capitale in corrispondenza alle diverse soluzioni secondo cui ritiene di comporre le opposte esigenze derivanti le une dalle previsioni sulla gestione avvenire e le altre dal reddito dell'esercizio in chiusura. Il divario intercedente tra quel valore limite ed il valore che praticamente è stato attribuito al capitale suole denominarsi valore di avviamento. È intanto notevole il rilievo che, mentre univoco si presenta un termine del confronto (valore limite), può assumere tutta una gamma di misure diverse l'altro termine. Ed allora si hanno tanti valori dell'avviamento per quanti sono i diversi valori a cui può pervenirsi attraverso la molteplicità delle soluzioni"; Amedeo Salzano, *L'assegnazione di valore al capitale in relazione al reddito futuro*, Napoli, 1938; Domenico Amodeo, *Avviamento e riserva occulta: un accostamento*, in *Studi di Ragioneria e Tecnica Economica*, Scritto in Onore del prof. Alberto Seccherelli, Le Monnier, Firenze, 1960. Si noti in questo caso la vicinanza all'uso del valore economico nell'ottica del controllo come strumento della valutazione della performance dell'azienda.

Lo spazio tra il valore minimo ed il valore massimo del capitale economico di azienda a cui si può arrivare all'interno di una valutazione rappresenta quindi tutto uno spazio potenziale sia per la valutazione economica sia per la possibilità di sviluppo e di creazione della ricchezza propria dell'azienda stessa. Si costituisce così una sorta di riserva potenziale di valore che, però, deve essere distinta dalle riserve occulte la cui natura è più propriamente di origine contabile, ma che qualora sussistano possono essere correttamente considerate parte della riserva potenziale¹⁴.

Arriviamo così alla più complessa definizione del concetto di valore economico potenziale e valore economico effettivo¹⁵.

La distinzione tra valore in atto e valori potenziali è fondamentale per comprendere le dinamiche di determinazione del valore nel primo caso si prende in considerazione la capacità già esistente di produrre reddito, nel secondo caso si prende in considerazione, in base a quella che è la pianificazione futura del reddito quella che sarà la capacità di reddito raggiungibile qualora si realizzino particolari azioni, previsioni o eventi. In base a ciò si cerca di distinguere tra valori economici di capitale e valori potenziali.

¹⁴ Enrico Cavalieri, *Le riserve nell'economia delle imprese (riserve di bilancio, riserve operative, riserve di ricettività)*, Cedam, Padova, 1983, p. 28-29: "...La constatata impossibilità di assegnare confini netti al capitale di un'impresa in funzionamento e più in generale, ai differenti fenomeni osservati (riserve di utile, riserve improprie, riserve occulte e potenziali, annacquamento di capitale) discende dalla impossibilità di autenticare in modo univoco i redditi futuri. Ciò, tuttavia, non deve indurre a concludere che, in assenza di valori certi, qualsiasi politica di assegnazione di valori di bilancio sia ugualmente accettabile. La fascia del "ragionevole" infatti, è sufficientemente definita quando racchiude valori che possono trovare realizzazione economica nelle prospettive di sviluppo delle coordinazioni in atto, formalizzate nei piani, sempre che svolgano razionali e sistematiche previsioni. Certamente, queste appaiono di più difficile formazione in presenza di situazioni ambientali altamente perturbate, oppure per cause particolari di variabilità interna."

¹⁵ Luigi Guatri, *La valutazione delle Aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005, p35-37: "...valori assoluti, ispirati a modelli e formule, che conducono a una misura fondata su vari principi, criteri e metodi. In sede applicativa si traducono nelle soluzioni valutative del capitale economico (We), del valore potenziale (Wp), del valore potenziale controllabile (Wpc), cioè in uno o più degli indirizzi di metodo corrispondenti a tali concezioni. Tutte sono apportatrici di indispensabili conoscenze nel processo di valutazione. Ai fini delle "opinioni di valore per le acquisizioni" la formula classica è il valore di acquisizione (Wa)...In questo caso complesso una contrapposizione molto rilevante è quella tra valore economico (We) e valori potenziali (Wp). Ripetendo concetti noti, si ricorda che la prima nozione fa riferimento a risultati reddituali attesi sulla base di capacità già acquisite e perciò di risultati di probabile raggiungimento nel breve termine, quindi dimostrati o dimostrabili. I valori potenziali, per contro, si caratterizzano per il riferimento a flussi attesi anche al lungo termine (siano essi flussi reddituali o di cassa); per essi sempre più marcatamente, come già si è visto, la componente di breve-medio termine prevista "analiticamente" è di minor peso rispetto a quella di lungo termine, di solito tradotta nella stima sintetica del "valore terminale". Con una raffigurazione che oggi va di moda, il valore potenziale si immagina talvolta distinto in due parti: il valore delle attività in essere e il valore delle opportunità di crescita. Le prime corrisponderebbero al valore economico".

All'interno dei valori determinati in base a grandezze flusso si individuano differenti tipologie di valori economici di sintesi che possono rappresentare tutti allo stesso modo differenti configurazioni del valore economico del capitale.

I valori potenziali usualmente vengono distinti tra di loro secondo differenti categorie: valori potenziali puri, controllabili e di acquisizione.

I valori potenziali puri sono rappresentati da quella che è la proiezione del valore aziendale alla luce di quelli che sono i piani formulati dall'azienda stessa e sono il risultato della somma del valore autonomo dell'azienda a cui vengono aggiunti sia quelli che sono gli incrementi di reddito attesi nel futuro in base agli investimenti già realizzati sia quelli collegati agli investimenti ancora da realizzare.

Il valore potenziale controllabile cerca di individuare partendo dagli stessi elementi indicati per il valore potenziale puro quello che si presenterebbe come una stima del valore dell'attivo alla luce delle capacità reddituali degli assett che lo costituiscono, questo approccio si è rafforzato nel tempo soprattutto in relazione all'adozione a livello di principi contabili del concetto di fair value.

Diversamente dai precedenti i valori potenziali di acquisizione si presentano solamente in presenza di un tentativo di acquisizione e tengono conto delle eventuali sinergie applicabili all'acquisizione, della potenziale riduzione dei differenziali di rischio, delle possibili opzioni di sviluppo differenziali collegate alla realizzazione dell'acquisizione. Si tratta di un valore nettamente distinto dai precedenti.

Parliamo di valore potenziale puro quando il valore economico si caratterizza per la derivazione da previsioni a lungo e a lunghissimo termine e/o per il peso determinante del valore terminale. Questa espressione del valore è valida tutte le volte che una valutazione dell'impresa stand alone non ha senso, cioè ogni qual volta l'acquisto dell'azienda si caratterizza per essere un investimento finanziario e

non in un'acquisizione dell'impresa in sé senza tenere conto di sinergie o cambiamenti strategici.

Alcuni studiosi peraltro ritengono che i due valori possano essere fatti coincidere poiché le plusvalenze o minusvalenze che vengono escluse per via della valutazione prudentiale del valore del capitale di bilancio sono escluse non tanto per questo motivo, ma per una mancanza di capacità di rappresentare i valori attribuiti dal mercato all'azienda e che quando non vengano adeguatamente valutate nel prezzo di trasferimento questo sia dovuto ad imperfezioni del mercato stesso¹⁶.

Altri autori¹⁷ nutrono, addirittura, dubbi sull'utilità dell'uso del capitale economico come riferimento per il capitale di bilancio, per esempio, osservano che incentrandosi l'analisi del capitale sul futuro si prende in considerazione una situazione quanto mai distante da quello attuale rendendo superflua la valutazione del capitale di funzionamento che è legata alla situazione attuale dell'azienda e a determinate condizioni operative interne ed esterne in questo caso si verrebbe ad accantonare questi elementi di analisi per sostituirli con elementi derivati da una proiezione verso il futuro in cui non solo il quadro interno ed esterno dell'azienda si mostrerebbe completamente diverso, ma soprattutto si rischierebbe di ammettere

¹⁶ Luciano Olivotto, *La valutazione economica dell'impresa*, Cedam, Padova, 1983, p.13-14: "...occorre tener conto del valore attuale degli investimenti aggiuntivi necessari per raggiungere i livelli di reddito considerati nella formula. In altri termini, nel caso in cui siano necessari reinvestimenti di risorse finanziarie prodotte internamente a nuovi finanziamenti da parte di altri operatori, occorre esplicitare il sacrificio che gli attuali investitori- detentori del capitale proprio- debbano sostenere in relazione ai minori ammortamenti ricevuti, sotto forma di dividendi o rimborso di capitale, ovvero anche ai minori risultati futuri conseguenti all'aumentato numero delle azioni in circolazione. Nell'ipotesi contraria, qualora parte delle risorse fossero esuberanti rispetto a quelle necessarie per ottenere i redditi futuri ipotizzati, si deve tener conto del loro ammontare- che sarà evidentemente restituito ai finanziatori dell'impresa -nel quantificare il capitale economico.".

¹⁷ Angelo Provasoli, *Il bilancio di esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano, 1974, p.51: "...è pur vero che anche solo un mutamento delle condizioni caratterizzanti l'oggetto dell'operazione di gestione patrimoniale in esame, la cessione di azienda, può indubbiamente sollecitare una modificazione nel giudizio intorno al livello di congruità relativa della remunerazione al capitale proprio e, dunque, anche alla misura soddisfacente del saggio normale di reddito. Ma, ciò malgrado, non si può negare che è pur sempre un apprezzamento esterno all'impresa, avente la sua origine anche in una analisi comparata delle condizioni che caratterizzano l'economia di investimento patrimoniale, che guida il giudizio in merito al significato economico dei mutamenti realizzati nelle prospettive di gestione d'impresa, ed in ultima analisi, quindi, sul valore assegnabile al suo capitale.".

nella determinazione del valore di funzionamento anche elementi estranei alla dinamica aziendale, ma integrati all'interno della stima del saggio di redditività o al tasso di attualizzazione. Per questo motivo non possono essere ammissibili rivalutazioni del capitale di bilancio che conducano alla modificazione dello stesso tenendo conto del solo valore economico del capitale.

Se il capitale di bilancio viene determinato sulla base delle operazioni in corso al momento della sua valutazione non è così per il capitale economico che si estende nettamente al di fuori di questo arco temporale. E' chiaro che partendo da questa prospettiva esista una netta distinzione per quello che riguarda il contenuto della rappresentazione proprio dell'una e dell'altra forma di bilancio, distinzione che necessariamente porta a generare due valori tra di loro distinti. Se si assume questa posizione sorgono due conclusioni: la prima è che per quanto si possa ancora fare riferimento al valore economico come verifica del valore del capitale di bilancio questa verifica debba essere effettuata come già osservato con la massima cautela e mantenendo la differenziazione delle due rappresentazioni, in secondo luogo è bene osservare che per questo motivo la determinazione del valore economico del capitale non deve in alcun modo influenzare direttamente il capitale di funzionamento. In particolare poi osserveremo come l'eterogeneità tra i due valori impedisca di assumere la determinazione dell'avviamento come la differenza tra i due.

L'unica fase nella quale può essere mantenuta una parziale influenza degli aspetti legati alla definizione del capitale economico sulla politica di bilancio è quella collegata alla definizione della politica dei dividendi.

Come si può vedere secondo queste ultime tre posizioni evidenziate, di fatto, emerge come non esista un accordo unanime sulla possibilità di ricorrere al valore economico del capitale dell'impresa come strumento di verifica del valore del capitale di bilancio.

d. La rivalutazione dei metodi fondati sulla valutazione del patrimonio

Negli anni recenti si è inoltre giunti ad una importante svolta dal punto di vista dell'approccio alle metodologie di stima del capitale economico. Come visto in precedenza a seconda della natura e delle motivazioni per cui viene effettuata la stima del capitale economico si propongono metodologie differenti. Nel caso della stima per liquidazione viene effettuata una stima analitica di tutti gli elementi patrimoniali che costituiscono l'azienda da liquidare, secondo l'impostazione bestana e di una larga parte della prassi aziendalistica la stima del valore di cessione va effettuata scorporando i fattori immateriali che costituiscono l'avviamento (portafoglio clienti, filiali, portafoglio contratti...), nel caso dell'approccio adottato dallo Zappa e da una parte sempre crescente della prassi la stima va effettuata in maniera sintetica ricorrendo ad elementi quali il reddito prospettico.

La dottrina al riguardo ha maturato la convinzione di una complementarità di questi due aspetti se infatti nella valutazione del valore di un'azienda il reddito prospettico ha un valore determinante, allo stesso modo due aziende con reddito in prospettiva simile che presentano una struttura patrimoniale profondamente dissimile presentano necessariamente anche un valore economico dissimile. Quindi pur mantenendo inalterato il dato della rilevanza dell'aspetto reddituale nella determinazione del valore economico d'azienda, non si può effettivamente rinunciare a ricorrere anche alla valutazione degli aspetti patrimoniali nel momento in cui si vada a definire il valore del prezzo di trasferimento di un bene.

L'apporto delle informazioni patrimoniali alla valutazione dell'azienda non costituisce infatti un ruolo fondamentale per permettere di effettuare la valutazione,

ma presenta un'utilità legata alla capacità di integrare le informazioni effettivamente disponibili.

La considerazione di dati di natura analitico-patrimoniale è necessaria per via delle seguenti problematiche: la necessità di considerare capitali integrativi e accessori, l'esigenza di tenere conto anche della valutazione dei debiti di cui l'acquirente dell'azienda si fa carico, la stima del rischio nella determinazione del capitale economico, la considerazione che al momento della cessione non vengono ceduti solo i redditi futuri ma anche i patrimoni attuali¹⁸.

Nel primo caso si tratta di prendere atto del fatto che all'interno del capitale dell'impresa non ci sono solo capitali destinati alla realizzazione, ma anche capitali estranei all'attività caratteristica della stessa, in questo caso il valore di questi capitali non esiste in quanto parte della coordinazione economica, ma è fine allo stesso bene preso in considerazione, in questo caso non si può fare a meno di effettuare una valutazione analitica del valore di ogni singolo bene che si trovi in questa situazione. Questo caso è di notevole importanza poiché non sono pochi i casi di aziende ormai industrialmente finite che possono essere comunque cedute ad un valore superiore a quello del capitale economico prospettico perché in possesso di assett strategici.

Viceversa qualora l'azienda necessiti di apporti di capitale per garantire nel tempo la sua capacità di produrre reddito la quantificazione analitica del valore di questi diventa necessaria per permettere di determinare quale è il valore che deve essere effettivamente pagato da parte degli acquirenti.

¹⁸ Agostino Vivarelli, *La valutazione dei complessi patrimoniali di imprese*, Società Editoriale Italiana, Cagliari, 1962; Luigi Guatri, *La valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005; Mario Massari, *Il valore "di mercato" delle aziende. Approfondimenti teorici e metodi di stima*, Giuffrè, Milano, 1984, p.36: "...il valore patrimoniale costituisce un parametro di riscontro irrinunciabile per l'esperto che può, attraverso di esso, giudicare il reddito in rapporto alle risorse impiegate, ottenendo così la misura del rendimento dell'impegno del capitale dell'azienda. La medesima giustificazione spiega l'importanza assegnata dalla dottrina e dalla prassi ai cosiddetti metodi "misti" di valutazione, che si distinguono per la contemporanea presenza dei valori patrimoniali e reddituale nella forma attraverso la quale viene ottenuto il valore di azienda.".

Si deve quindi effettuare una approfondita analisi del capitale costituente l'azienda distinguendo tra capitale effettivamente necessario per la sua operatività e capitale di natura accessoria.

In particolare si pone il problema del trattamento dei debiti che sono esclusi nella determinazione reddituale del valore economico dell'azienda, ma che sono un elemento fondamentale per garantirne la funzionalità e la stessa esistenza dell'azienda. In questo caso chi acquisisce l'azienda si dovrà impegnare dopo l'acquisizione a garantire la copertura dell'indebitamento o a rinnovarlo impiegando quindi una importante quota di risorse proprie. Tali risorse devono essere sottratte al valore di cessione determinato come valore di sintesi dei redditi futuri, ma per effettuare questa operazione è necessario prima di tutto determinare quello che è il valore dell'indebitamento sino ad allora accumulato da parte dell'azienda. Una tale determinazione non potrà che essere effettuata analiticamente. Anche in questo caso quindi arriviamo alla definizione del prezzo di trasferimento come differenza di un valore reddituale sintetico e di un valore patrimoniale analitico.

Dal punto di vista della valutazione del rischio¹⁹ la questione si pone in maniera simile. Se infatti larga parte del rischio che riguarda direttamente la generazione di reddito da parte dell'azienda viene di fatto presa in considerazione alla determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di reddito futuri, all'interno di questo non viene riconsiderata la quota di rischio che va ad influenzare quella parte

¹⁹ Pietro Onida, *Economia di Azienda*, UTET, Torino, 1985, p.652 e Osservazioni sulla valutazione delle aziende di produzione in esercizio, stimate come complessi oggetti di trasferimento giuridico, in "Studi di Ragioneria, Organizzazione e Tecnica Economica", Scritti in memoria del prof. Alberto Ripabelli, Cursi, Pisa, 1975, p. 173-174: l'avviamento "può costituire oggetto di opportune considerazioni, agli effetti della stessa determinazione finale del valore economico di trasferimento attribuibile all'azienda mediante la "stima globale a reddito". La determinazione di questo valore economico, invero, è comunemente più problematica e ben più incerta della determinazione del capitale di gestione, sebbene anche quest'ultima non sia scevra di svariate incertezze. A parità di altre condizioni, pertanto, l'acquisizione di un'azienda a un prezzo pari al valore economico determinato mediante la "stima del reddito" presenta per l'acquirente un rischio tanto maggiore, quanto più elevata risulta l'eccedenza in esame. D'altronde questa eccedenza significa che l'azienda di cui si tratta si giudica idonea a produrre un soprareddito rispetto al frutto che sarebbe sufficiente per la congrua remunerazione del capitale che risulta investito nell'azienda, secondo un bilancio di esercizio libero da riserve occulte o tacite di qualsiasi natura."

di valore terminale dell'azienda che viene rappresentato dal valore di liquidazione della stessa. In questo caso il rischio è collegato alla possibilità di non riuscire a liquidare tutti gli asset cedibili a quello che è il valore effettivo del bene, ma ad un valore inferiore per via di problemi, difficoltà che sorgono in un momento specifico. Ovviamente tale rischio cambia a seconda della composizione del patrimonio aziendale. Un simile rischio dovrà essere quantificato a livello di valore terminale dei beni e per questa ragione sarà necessario effettuare anche una stima puntuale del valore di realizzo potenziale di ognuno di questi beni.

In questo modo risulta evidente come per tenere conto di dati reali della prassi commerciale anche la dottrina sia stata costretta a riconoscere la necessità di un avvicinamento tra le caratteristiche specifiche della metodologia di valutazione proposta da Zappa ovvero del metodo sintetico-reddituale con la metodologia analitico-patrimoniale. Si può osservare come all'interno della posizione oggi prevalente sia dal punto di vista della proposta della dottrina di riferimento sia della prassi si contemperino elementi dell'una e dell'altra metodologia²⁰.

D'altronde è facile rilevare come la negoziazione di un'impresa non sia solo negoziazione di investimento in un reddito futuro, ma anche negoziazione di capitale²¹.

²⁰ Luigi Guatri, *La valutazione delle Aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005, distinguendosi da questa opinione osserva, p.24-25: "Sul piano storico va menzionato il modello patrimoniale, che in vari Paesi è stato a lungo considerato un'alternativa ai modelli fondati sui flussi. Ora, è ben noto che tale modello non si presta, in sostanza ad alcun confronto con le formule teoriche. È ben vero, infatti, che in un ideale situazione di equilibrio e di trasparenza i prezzi delle attività che compongono il capitale dovrebbero esprimere i valori attuale dei flussi reddituali o monetari che da loro promaneranno, ma la realtà è ben più varia e complessa, come dimostra la nota circostanza, ripetutamente verificata nell'esperienza delle imprese, che possono esistere ingenti valori patrimoniali anche in assenza di attese, di risultati positivi. A ciò si aggiunga che i metodi patrimoniali non esprimono alcun riferimento, per il tramite dei tassi di attualizzazione, ai diversi livelli di rischio comparativo degli investimenti. Da queste osservazioni deriva che il modello patrimoniale, preso in se stesso, non può mai considerarsi una soluzione razionale del problema di valutazione di imprese."

²¹ Carlo Masini, *L'ipotesi nella dottrina e nelle determinazioni dell'economia di azienda*, in *Saggi di Economia Aziendale e Sociologia in memoria di Gino Zappa*, Giuffrè, Milano, 1961, pp.1405 e 1414: "Nella cessione di "capitali d'impresa" sia le determinazioni analitiche sia quelle "economiche" o meglio sintetiche, fatte scegliendo i dati con riguardo alle condizioni di cessione sono riferimenti per giungere al dibattito del prezzo, non per determinare in modo finale un capitale di cessione come avviene col dato finale in una "rivalutazione" di bilancio esterno... La valutazione analitica offre un dato di capitale, che è la risultante di elementi attivi e passivi determinabili con minore incertezza rispetto alla previsione di redditi usata nella valutazione sintetica."

In conclusione possiamo affermare come pur restando una sostanziale distinzione tra metodi patrimoniali e reddituali di determinazione del valore economico, la dottrina si stia sempre più orientando ad una integrazione tra i due approcci che serva a valorizzare le caratteristiche positive di ambedue senza escludere la differenza di fondo che li distingue.

La tendenza a combinare tra di loro tutti questi metodi si vedrebbe confermata dal fatto che i metodi reddituali vengano utilizzati per la verifica dei metodi patrimoniali e viceversa. Così la tendenza ad utilizzare metodi misti o a determinare il valore di beni patrimoniali materiali e immateriali attraverso il flusso di reddito da essi generabile in futuro, il ritorno alla stima autonoma dell'avviamento, confermano questa tendenza ad abbattere gli steccati esistenti tra differenti metodi. Ancora più estremo al riguardo sarebbe il caso diffuso di ricorrere a stime che combinano tra di loro tutti questi strumenti e, in alcuni casi, addirittura, come strumento di verifica, vi aggiungono il metodo dei multipli da transazioni simili. Si arriva così ad un giudizio di valutazione composito in cui non tanto viene individuato un valore economico univoco dell'azienda, ma un arco di valori ugualmente ammissibili all'interno del quale deve essere individuato il valore economico della transazione da effettuare per realizzare il trasferimento dell'azienda.

Altri autori diversamente hanno cercato ancora di difendere l'utilizzo preminente della stima reddituale definito ancora come metodo fondamentale per la valutazione accettando solo in un secondo momento l'utilizzo di metodi meno rigorosi qualora fosse necessario²².

²² Osvaldo Paganelli, *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, UTET, Torino, 1990.

e. Dalla valutazione come singolo procedimento alla valutazione come giudizio più ampio

Come abbiamo visto l'interpretazione zappiana di fatto tende a definire come necessaria la coerenza tra l'oggetto della conoscenza e il metodo adottato per cui visto il carattere unitario e organico dell'azienda la stima del valore della stessa non possa essere effettuata al di fuori del principio di unitarietà e non scomponibilità dell'azienda e del reddito da essa prodotto.

Una valutazione effettuata secondo questi criteri è una valutazione pienamente razionale in quanto in grado di tenere conto di quelle che sono le caratteristiche dell'oggetto del nostro studio.

Per soddisfare una tale richiesta di razionalità nella determinazione del valore economico è necessario che vengano utilizzati dei metodi di valutazioni coerenti con queste premesse proprie dei postulati appiani. Ovviamente come abbiamo già visto la scelta di simili criteri inevitabilmente viene a configgere con quella che è la loro effettiva applicabilità nel momento nel quale la valutazione del capitale economico debba essere effettivamente attuata.

Alcuni autori²³, al fine di superare questi problemi, in virtù del fatto che i vari elementi in gioco al momento della quantificazione del valore economico dell'azienda (il saggio di capitalizzazione, il plusvalore di avviamento, il valore del capitale economico) non sono tra di loro indipendenti, ma correlati, hanno cercato di proporre un modello iterativo per la determinazione del valore economico dell'impresa.

²³ Vittorio Coda, Introduzione alla valutazione dei capitali economici d'impresa, Giuffrè, Milano, 1963, p.391-392 e 398: "... nel formulare il complesso giudizio destinato a concludersi con la valutazione del capitale economico, si ha cura che quest'ultimo stia in una ragionevole relazione sia con il capitale netto di valutazione analitica sia con i redditi futuri... Il capitale netto di valutazione analitica nel processo di valutazione assolve essenzialmente tre funzioni: a) è un termine di confronto per il capitale economico che insieme ai redditi futuri entra nel processo valutativo; b) costituisce la base di partenza su cui si fonda la determinazione dei redditi futuri; c) il denominatore del rapporto esprime la prospettiva redditività dell'impresa...Il capitale economico, il tasso prospettico soddisfacente, l'eventuale plusvalore di avviamento e il periodo di recupero medesimo sono quantità che si determinano congiuntamente come il risultato di un processo logico."

Altri sono giunti a proporre una revisione della modalità attraverso la quale viene effettuato il processo di determinazione del valore economico dell'impresa.

Il Caramiello²⁴ rileva come i due metodi, reddituale e patrimoniale, non siano altro che due fasi dello stesso processo di valutazione e l'importanza al momento della valutazione di trasformare i valori storici in valori correnti. Sul piano applicativo, però, si differenzia la modalità di determinazione del valore economico. Una parte di essa viene determinata attraverso il riferimento all'attualizzazione del reddito e un'altra attraverso l'attualizzazione del sovrareddito. Nel primo caso viene attualizzato il reddito normale futuro, nel secondo viene determinata l'entità del sovrareddito. Nel caso del Caramiello se il valore attuale del reddito normale futuro è uguale al valore patrimoniale dell'azienda è gioco forza osservare che il valore economico può essere determinato come la somma del valore del Patrimonio opportunamente rettificato a cui viene aggiunto il valore dell'avviamento inteso come attualizzazione del sovrareddito.

In questo caso ci troviamo per certi versi ad un ritorno integrale alle tesi del Besta e ad un effettivo abbandono delle tesi zappiane. Anche se in realtà in forza delle ipotesi che sono assunte da parte del Caramiello, non veniamo altro che a riconoscere l'"ovvietà" per cui a certe condizioni strutturali dell'azienda in assenza di perturbazioni particolari della sua struttura il flusso dei redditi normali non potrà che essere effettivamente pari quando attualizzato al suo patrimonio attuale per cui

²⁴ Carlo Caramiello, *La valutazione dell'azienda prime riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, 1993, p.79: "Gli scostamenti tra valori di bilancio e valori correnti possono derivare da motivazioni patologiche o fisiologiche. Gli scostamenti possono derivare da motivi collegati all'ingresso dei fattori produttivi nella combinazione aziendale (ad esempio un fattore pluriennale acquistato ad un prezzo particolarmente vantaggioso), da motivi collegati alle valutazioni di fine esercizio (ad esempio all'adozione del criterio LIFO per la valutazione delle merci), da motivi collegati a ragioni di mercato (ad esempio aumenti dei prezzi del singolo elemento) o da variazioni nel potere di acquisto della moneta. Tali scostamenti danno luogo a rettifiche aventi natura extracontabile. Gli scostamenti patologici, invece, sono connessi a distorsioni volute o ad errori commessi nella valutazione di fine esercizio e devono essere eliminate mediante una attente revisione del bilancio che conduce a rettifiche contabili. Concretamente, quindi, sarà necessario dapprima eliminare, grazie alle revisione del bilancio, tutti gli scostamenti patologici e, successivamente, apportare le rettifiche connesse all'esigenza di riesprimere i valori di bilancio in termini di valori correnti di sostituzione."

necessariamente attualizzati i sovraredditi il valore ottenibile con il metodo reddituale è esattamente identico a quello ottenibile con il metodo patrimoniale²⁵.

Conferma della validità di questa ipotesi è l'uso della verifica reddituale nel caso di cessioni di rami di azienda fondate su stime patrimoniali.

In realtà, però, la profonda eterogeneità delle situazioni rispetto alle ipotesi del Caramello fa sì che i due metodi risultino ancora distinti tra di loro.

Più semplice la proposta fatta propria dal Guatri che nel suo Giudizio Integrato di Valutazione (G.I.V.) cerca di far rilevare separatamente i vari aspetti della valutazione del capitale economico, ma evidenzia anche i punti di interazione e rischi a questi connessi che collegano tra di loro le varie aree interessate dal processo di valutazione. I differenti metodi diventano così parti dell'unico processo di determinazione del valore e tutti gli elementi che vi concorrono vengono valorizzati.

Già prima della definizione di questo criterio lo stesso Guatri era arrivato a riconoscere la razionalità limitata del processo di valutazione e a suggerire che di volta in volta si scelga tra i metodi di valutazione esistenti quello che è il metodo più adeguato alla situazione dell'azienda presa in considerazione²⁶ (patrimoniale, reddituale, finanziario o misto).

²⁵ Silvio Bianchi Martini, Interpretazione del concetto di avviamento, Giuffrè, Milano, 1996; Silvio Bianchi Martini, L. Cinquini, M. Galeotti, Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima, Franco Angeli, Milano, 2000, p. 120: "Dalle equazioni precedenti si deduce quindi che la coincidenza quantitativa tra il metodo reddituale puro ed il metodo misto basato sulla stima autonoma dell'avviamento dipende, ferme restando le altre variabili (K, R ed i2) dalla misura assegnata ai saggi di capitalizzazione (i1 ed i3). In particolare è evidente che se i saggi di capitalizzazione utilizzati (i1 ed i3) vengono fatti coincidere con il saggio normale di redditività allora si perviene ad un identico risultato."

²⁶ Luigi Guatri, La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto, EGEA, Milano, 1990. Il problema è peraltro ben presente anche alla letteratura tecnico – finanziaria non italiana si veda per esempio Damodaran che nel fornire un giudizio sull'uso dei diversi metodi di valutazione, in questo caso razionali, riconosce apertamente come ognuno di essi possa essere più adatto ad un tipo o ad un diverso tipo di azienda e inserisce all'interno dei tradizionali metodi razionali anche elementi propri del metodo patrimoniale (A. Damodaran, "Manuale di valutazione finanziaria", McGraw-Hill, Milano, 1996).

f. La definizione delle caratteristiche del valore economico del capitale

Nel tentativo di definire quali siano i criteri da prendere in considerazione per la scelta del metodo di stima per la valutazione il Guatri indica quali siano le caratteristiche del valore economico del capitale stesso di cui si debba tenere conto per effettuare la scelta del metodo.

Con ciò egli fornisce, alla luce della sua analisi, anche una definizione del capitale economico che consisterebbe in una valutazione generale, razionale, dimostrabile e possibilmente stabile del valore dell'azienda.

La generalità consisterebbe nella capacità di fornire una valutazione che si situi al di fuori dell'influenza delle parti interessate alla valutazione e al di fuori dell'influenza della situazione contingente del mercato all'interno del quale la valutazione viene effettuata.²⁷

La valutazione può qualificarsi come generale, osserva il Guatri, se essa prescinde dagli effetti contingenti della domanda e dell'offerta e, in particolare, dalle caratteristiche soggettive delle parti interessate alla transazione e dalla loro forza contrattuale. La nozione di valore generale si contrappone a quella di valore "particolare" od "individualizzato", che riflette la posizione soggettiva del singolo contraente (acquirente, venditore ecc.) o stakeholder. La stima del capitale economico è dunque, in quanto necessariamente dotata del requisito della generalità, "non di parte" e, più precisamente, imparziale. È evidente che il

²⁷ Gianfranco Zanda, Marco Lacchini, Tiziano Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 1997, p. 9: "Il requisito di generalità è speculare alla posizione soggettiva del perito indipendente; infatti, un perito di tal tipo, tecnicamente capace, onesto e serio non potrà che tentare di pervenire ad un valore generale; di converso, la generalità del valore risulta adeguatamente garantita solo dal ruolo di "indipendenza" del perito. Il requisito di generalità è talora anche detto di "neutralità" od "equità"; ...Il principio di "generalità" o "neutralità" esige che non si tenga conto affatto delle posizioni del venditore o dell'acquirente e, pertanto, non ha neppure senso parlare di mediazione "equitativa" tra di esse; per paradosso il valore generale del capitale economico potrebbe persino non rientrare nella "banda valore minimo per il venditore – valore massimo per l'acquirente".

rispetto del requisito della imparzialità può essere garantito solo dalla indipendenza sostanziale e dalla professionalità del soggetto valutatore.

Non si può quindi parlare di valutazione del capitale economico nel caso in cui la stima di trasferimento:

- si faccia condizionare dalla forza contrattuale delle controparti (es. venditore e/o acquirente dell'azienda) e/o dalla loro capacità negoziale o relazionale;

- consideri le condizioni particolari del venditore (es. disponibilità del venditore ad ottenere un prezzo basso in conseguenza delle impellenti necessità finanziarie dello stesso);

- inglobi gli effetti delle sinergie ottenibili da un singolo potenziale acquirente qualora le stesse non siano estensibili agli altri acquirenti possibili;

- consideri ogni altra circostanza legata alle esigenze del tutto particolari di una delle parti contraenti o si ponga nell'ottica di uno stakeholder.

La razionalità della valutazione consisterebbe nell'utilizzo di uno schema logico, chiaro e condivisibile, rispettando così il principio di coerenza all'oggetto, linearità dimostrativa e applicativa del metodo, ma che tenga anche conto della effettiva possibilità che questo venga condiviso dal punto di vista applicativo. La razionalità non si ferma quindi ai soli schemi di flusso reddituale o eventualmente di cassa, ma si amplia a tutti quegli schemi logici soddisfacenti per effettuare una valutazione accettabile e agevole.

La dimostrabilità consiste, invece, nella possibilità che la formula adottata per la determinazione del valore economico sia credibile e obiettiva e quindi possa essere dimostrata e accettata da parte di tutti coloro che vi ricorrano e non possa essere oggetto di contestazioni per via di un minore o maggiore grado di incertezza.

La stabilità consisterebbe, infine, nella capacità del metodo e della formula adottati di non essere influenzati dalla situazione contingente e quindi di poter

essere utilizzati nel tempo devono quindi essere indipendenti dagli eventi e dai dati contingenti relativi alla vita aziendale, si tratta a giudizio del Guatri di escludere per esempio condizioni di mercato non regolari, componenti di reddito straordinari...

Il Guatri, così, allarga sostanzialmente l'arco dei metodi accettabili che precedentemente con lo Zappa era stato ristretto ai soli metodi sintetico reddituali per includere nell'arco dei metodi ammissibili anche i metodi patrimoniali e i metodi misti patrimoniali e reddituali²⁸.

In tal modo viene confermata e riconosciuta l'alternativa esistente tra razionalità e dimostrabilità per cui un metodo perfettamente razionale possa essere non applicabile concretamente e neanche dimostrabile, mentre viceversa non necessariamente un metodo applicabile e dimostrabile possa essere razionale e in grado di soddisfare i postulati zappiani²⁹.

Quindi, come viene presentato nel paragrafo successivo, risulta possibile effettuare una classificazione dei metodi di valutazione che procede in termini di razionalità dal metodo finanziario a quello reddituale e quindi ai metodi misti e ai metodi patrimoniali.

²⁸ Ai criteri rilevati dal Guatri alcuni autori aggiungono un ulteriore criterio individuato nell'astrattezza intesa come attributo della razionalità in quanto per essere effettuata una stima del valore economico che sia perfettamente razionale risulterebbe necessario svolgere delle ipotesi di per sé necessariamente astratte e quindi anche contrapposte, almeno in parte, al criterio di dimostrabilità: "Il capitale economico è inoltre un valore astratto in quanto non coincide concettualmente, e spesso neanche quantitativamente, col prezzo corrisposto per l'acquisizione-cessione. Mentre il prezzo è un valore concreto, un valore effettivo di scambio, il capitale economico è infatti un valore teorico, astratto. Del resto è del tutto evidente che il prezzo è condizionato da fattori soggettivi quali la forza contrattuale, la capacità negoziale delle parti, le sinergie fruibili dal contraente-acquirente, i vantaggi complessivi della dismissione per il venditore.", S. Bianchi Martini, L. Cinquini, M. Galeotti, Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima, Franco Angeli, Milano, 2000, p. 18.

²⁹ Viene spesso utilizzato in questo caso l'esempio del metodo finanziario altamente razionale, ma difficilmente dimostrabile per la difficoltà di arrivare alla determinazione della grandezza finanziaria di riferimento si veda Gianfranco Zanda, Marco Lacchini, Tiziano Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 1997 e Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.

2. Metodi e parametri di valutazione

Per comprendere il significato del processo di valutazione del valore economico del capitale dell'impresa alla luce degli elementi condivisi da parte della dottrina su questo tema è necessario descrivere il contenuto del processo di valutazione ovvero il suo oggetto cioè il capitale economico, i diversi aspetti che la dottrina ha individuato sulla sua determinazione e i metodi utilizzati attualmente per effettuarne la valutazione.

Per la trattazione degli aspetti collegati al processo di valutazione si rimanda al paragrafo finale di questo capitolo, in questo paragrafo si cerca di fornire un inquadramento di quello che è il quadro dei metodi e parametri di valutazione attualmente presentati dalla dottrina.

A giudizio di un autore come il Guatri è possibile arrivare addirittura alla rappresentazione di una formula teorica che sia una formula fondamentale in grado di rappresentare con la massima razionalità e coerenza quanto affermato dalla dottrina.

Tale formula si presenterebbe nella maniera seguente:

$$W = \sum_{s=1}^n d_s v^s + P_n * v^n$$

W = Valore economico del capitale

d_s = è il dividendo pagato dall'azienda l's-esimo anno

v^s = è il coefficiente di attualizzazione in cui i è il tasso di interesse per ogni s-esimo anno

P_n = è il prezzo più probabile al termine del periodo di valutazione

v^n = è il coefficiente di attualizzazione in cui i è il tasso di interesse per l'n-esimo anno

Tale formula esprime la sommatoria dei flussi di dividendo attualizzati che l'azienda è in grado di produrre nei successivi n anni di vita a cui viene aggiunto il prezzo all'n-esimo anno di vita dell'azienda.

Una simile formula che viene definita sintetica in quanto non fondata sulla determinazione del valore di ogni singolo bene costituente il patrimonio aziendale, ma sull'attualizzazione di un flusso futuro non ancora certo, presenta a giudizio dello stesso propositore³⁰ alcuni problemi collegati all'incertezza della formula stessa per via della difficoltà nella determinazione dei flussi. Per questo motivo si rende necessario qualora sia possibile ricorrere ad altre tipologie di flussi anche meglio determinabili quali: flussi di cassa o redditi prospettici. Ovviamente, anche in questi casi resta il problema della effettiva obiettività dei dati dovuta al fatto che per qualsiasi grandezza di flusso al procedere in avanti nel tempo diminuisce la certezza della determinazione.

I metodi di valutazione vengono divisi a livello generale in due grandi famiglie³¹ quella dei metodi diretti e quella dei metodi indiretti.

Alcuni autori come Guatri definiscono i modelli fondati su stime effettuate attraverso grandezze flusso modelli di valutazione assoluta.

³⁰ Luigi Guatri, *La valutazione delle Aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005 affrontando il ricorso alla formula indicata per la stima del valore economico del capitale osserva che: "Le due formule teoriche, come è evidente, rappresentano diversi punti di vista, tra i quali non è agevole compiere una scelta, poiché in parte si integrano...Ai fini della nostra ricerca terremo perciò conto di entrambe le formule che sono peraltro puramente astratte; infatti si basano su eventi spesso difficilmente prevedibili, com'è certamente nella prima dove la lunga serie dei dividendi attesi e il prezzo di cessione collocato in un momento futuro lontano e imprecisato; e, com'è nella [versione semplificata] dove è una serie analitica di flussi annuali protratta a tempo indefinito. Esse debbono perciò, di volta in volta essere sostituite con formule approssimate ma praticabili. I criteri per giudicare della validità dei metodi pratici di valutazione assoluta non possono tuttavia prescindere del loro confronto con l'una o con l'altra formula teorica, della quale costituiscono una semplificazione, ma alle quali devono pur sempre essere rapportati al fine di stabilirne l'accettabilità. Ciò significa che qualsiasi formula applicativa non può giudicarsi razionale se non presenta importanti coincidenze con una delle formule teoriche, esprimente per definizione generalmente accolta il massimo di razionalità.", p.23-24.

³¹ Gianfranco Zanda, Marco Lacchini, Tiziano Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, Torino, 1997, p. 27: "I metodi di valutazione delle aziende si sogliono correntemente distinguere, in sede di prima impostazione del problema, in diretti ed indiretti. Si definiscono diretti quei metodi che fanno riferimento, per l'individuazione del valore dell'azienda, agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari; sono indiretti, invece, quei metodi che, a causa delle insufficienze manifestate dai dati di mercato o dall'assenza totale di tali dati, impostano su diverse fondamenta (ad es.: reddito medio prospettico; consistenza del patrimonio; flussi finanziari disponibili) il processo di stima del capitale economico dell'impresa."

a. I metodi diretti di valutazione

Si definiscono diretti quei metodi che fanno riferimento, per l'individuazione del valore dell'azienda, agli effettivi prezzi espressi sul mercato dei capitali, quelli indiretti sono i metodi fondati sul riferimento a grandezza di partenza, che opportunamente elaborate permettono di arrivare ad una stima del capitale economico dell'impresa.

Per ricorrere all'uso dei metodi diretti risulta necessario ricorrere ai valori di negoziazione espressi da parte di transazioni avvenute sul mercato dei capitali per aziende simili all'azienda valutata oppure ai valori di negoziazione che la stessa ha registrato durante transazioni precedenti. I limiti di una simile impostazione sono caratterizzati dal fatto che per effettuare una simile valutazione è necessario ammettere che le transazioni effettuate in passato presenti una sostanziale omogeneità con la transazione valutata nello specifico momento. Questo ovviamente è oggettivamente impossibile. In particolare appare difficile fare ricorso, per esempio, ai valori che formati nel mercato borsistico, essi infatti non soddisfano nessuno dei criteri base utilizzati come riferimento per garantire la validità di una stima.

Infatti il valore del corso azionario di una qualsiasi azienda quotata appare essere non neutrale in quanto sottoposto frequentemente a sconti di minoranza. Non razionale né obiettivo in quanto non presenta un collegamento effettivo con la capacità di creazione del reddito e non presenta una stabilità necessaria a permettere di effettuare una estrapolazione previsionale sull'andamento del reddito nel tempo. Questi dati di fatto che appaiono evidenti ad una parte degli autori sono contestati da parte degli economisti che sostengono che la borsa sia in grado di rappresentare pienamente e correttamente il valore delle aziende. Resta comunque

evidente che qualsiasi riferimento ai prezzi dei corsi azionari anche per un arco di tempo ampio sia completamente inadatto a permettere una formulazione del valore economico dell'azienda che non solo rispetti gli assunti fondamentali della teoria, ma anche che si presenti come strumento accettabile per la fissazione del prezzo di riferimento di una transazione che sia al di fuori delle transazioni ordinarie effettuate sul mercato finanziario.

I metodi diretti vengono a loro volta distinti in due famiglie: metodi diretti in senso stretto e metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici.

I metodi diretti in senso stretto determinano il valore economico del capitale di impresa sulla base dei prezzi espressi sul mercato per quella stessa impresa o per imprese simili per caratteristiche qualitative e quantitative in operazioni straordinarie simili a quella valutata.

Il metodo diretto in questione può essere rappresentato attraverso la formula seguente:

$$W = \sum_{i=1}^n P_i * m_i$$

W = valore del capitale economico

P_i = prezzo di mercato dell'azione

m_i = numero delle azioni della tipologia i

Nel caso l'azienda non sia quotata si procederà per le aziende simili quotate a formulare lo stesso tipo di calcolo e poi in base alle caratteristiche delle aziende prese in considerazione a ponderare tra di loro i risultati ottenuti. La selezione delle aziende costituenti il paniere in questo caso sarà determinante e dovranno essere presi in considerazione elementi come: la dimensione nelle sue varie manifestazioni, i vari tipi di risultati economici, la struttura finanziaria.

I metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici si basano sul principio per cui data una grandezza specifica considerata espressiva del valore economico del capitale di impresa tale grandezza se moltiplicata per uno specifico quoziente rappresentativo del rapporto tra il valore economico delle imprese quotate o non quotate simili dello stesso e la grandezza presa in considerazione permette di risalire al valore economico dell'impresa oggetto della valutazione.

All'interno di questo gruppo si distingue ulteriormente tra metodi fondati sul cosiddetto equity approach to valuation e il cosiddetto entity approach to valuation.

Nel primo caso si tratta di una valutazione effettuata sulla base di una stima del valore economico del capitale diretta e immediata.

In questo caso i metodi diretti possono essere rappresentati tramite la seguente formula:

$$(W/k)_T = (P/k)_s$$

$(W/k)_T$ = è il rapporto tra il valore economico dell'azienda valutata e la grandezza presa in considerazione per la stima

$(P/k)_s$ = è il rapporto tra il valore economico dell'azienda e la grandezza presa in considerazione per la stima per quello che riguarda il campione delle aziende simili prese in considerazione

Si noti anche in questo caso come i problemi che emergono sono in primo luogo legati alle caratteristiche qualitative e quantitative delle aziende selezionate per la definizione del campione utile a determinare il rapporto $(P/k)_s$. A questo aspetto problematico si aggiunge un secondo aspetto dovuto alla difficoltà di selezionare il valore k che possa costituire il corretto riferimento per arrivare alla determinazione del valore economico dell'azienda. Le grandezze a cui si può fare riferimento sono

molteplici e rispondono a ragioni tra di loro differenti, si può ricorrere a: il price/earning (P/E), cioè al rapporto prezzo utile medio atteso, il price/cash flow (P/CF) cioè il rapporto prezzo cash flow medio atteso, il price/book value (P/BV) cioè il rapporto prezzo valore contabile del patrimonio netto. A seconda delle situazioni potrà essere opportuno scegliere l'uno o l'altro strumento, per la determinazione dei quali dovranno essere tenuti in considerazione tutti i problemi collegati alla definizione delle grandezze in oggetto.

Nel secondo caso, entity approach, si tratta di una valutazione effettuata sulla base di una stima indiretta del valore di trasferimento come una differenza tra il valore dell'azienda e del valore dei debiti finanziari.

Questo metodo diretto può essere rappresentato come segue:

$$((W+D)/k)_T = ((P+D)/k)_s$$

W_T = valore economico dell'azienda indicante il valore di riferimento per il prezzo di trasferimento

D_T = valore di mercato dei debiti finanziari per l'azienda valutata

K_T = grandezza presa a riferimento per la costruzione del rapporto

$((W+D)/k)_T$ = rapporto tra il passivo patrimoniale e la grandezza riferimento dell'impresa da valutare

P_s = prezzo di mercato rappresentativo del valore economico di riferimento per la determinazione del prezzo di trasferimento delle aziende di riferimento

D_s = valore di mercato dei debiti finanziari per le aziende di riferimento

K_s = grandezza presa a riferimento per la costruzione del rapporto

$((P+D)/k)_s$ = rapporto tra il passivo patrimoniale e la grandezza riferimento delle imprese del campione di riferimento

La stima indiretta del capitale verrà ottenuta sottraendo al secondo termine dell'uguaglianza il rapporto $(D/k)_T$.

$$W_T = ((P+D)/k)_s - (D/k)_T$$

Anche in questo caso si pongono due problemi: uno collegato alla determinazione del campione utile alla determinazione del rapporto $((P+D)/k)_s$, il secondo collegato alla determinazione del valore delle grandezza k_T e D_T .

In questo caso le grandezze di riferimento che verranno prese in considerazione per la determinazione dell'identità del moltiplicatore potendo essere il margine operativo netto o il margine operativo lordo ciò perché ambedue rappresentano due grandezze che vengono determinate al lordo degli interessi passivi.

I metodi diretti di valutazione presentano due inconvenienti fondamentali: uno di tipo pratico, si basano sul principio che transazioni relative ad altre operazioni di finanza straordinaria possano essere utilizzate come riferimento per determinare il valore dell'azienda oggetto della valutazione in corso, partendo così da un assunto molto forte, il secondo di tipo teorico, la modalità di determinazione del valore adottata non tiene conto della natura dell'azienda come combinazione produttiva durevole nel tempo e quindi ci troviamo di fronte a metodi non corretti. In generale gli stessi presupposti della valutazione utilizzati da parte degli operatori di borsa sono completamente differenti dai presupposti individuati dalla dottrina da Zappa in poi.

Il ricorso ad uno strumento di valutazione come i multipli è sorto per via dello sviluppo delle operazioni di cessione-acquisizione, del private equity, della borsa e del vantaggio informativo che viene comunemente riconosciuto agli operatori di borsa, del peso crescente assunto da parte degli intangibili nelle stime del valore economico.

Il fatto che questo strumento, anche per motivi di comodità venga usato da numerosi operatori, non può permettere di considerarlo sostitutivo ad altri più

consolidati, ciò senza escludere, invece, l'uso dei multipli stessi all'interno delle valutazioni di azienda. L'uso dei multipli si rivelerebbe efficace qualora sia possibile osservare l'esistenza di un nesso effettivo tra le grandezze rappresentate dai multipli stessi e le grandezze utilizzate come riferimento per la determinazione del prezzo dell'azienda, se tale nesso sussiste, è stabile nel tempo e rappresentabile il multiplo scelto è uno strumento che può essere utilizzato come appoggio alla valutazione del capitale economico non necessariamente relegandolo al solo ruolo di strumenti di verifica. L'utilizzo di uno strumento così particolare deve tenere conto di due elementi di attenzione: la necessità di effettuare una scelta corretta e approfondita delle società di cui tenere conto come riferimento per la determinazione del valore dei multipli; la necessità di scegliere moltiplicatori coerenti non solo per il modello di stima che viene effettuato, equità side o asset side, ma anche in relazione alla capacità espressiva del rapporto preso in considerazione rispetto alla realtà dell'azienda osservata³².

Talvolta i multipli presi in considerazione dimostrano di non essere perfettamente adeguati alla situazione esaminata, in questi casi, diventa necessario intervenire attraverso interventi tesi a migliorare la comparabilità dei multipli scelti e normalizzare le fluttuazioni di breve periodo per tenere conto delle fluttuazioni cicliche. Questa necessità si presenta ogni qual volta: l'impresa valutata sia caratterizzata da parametri fondamentali fuori linea rispetto al campione, non sia dimensionalmente confrontabile, sia disallineata per quello che concerne i profili rilevanti, sia caratterizzata da un modello di business diverso.

Mentre i prezzi sono determinati dai mercati i valori sono grandezze stimate determinate a seguito di un procedimento complesso. Il valore deve essere

³² “Si potrebbe dire, a questo proposito, che il punto nodale della metodologia dei multipli risiede proprio nella selezione delle comparabile e, prima ancora, nell'adozione di criteri appropriati proprio per effettuare tale selezione. Ci, nella consapevolezza che ogni azienda è un fenomeno unico nel suo genere.” E. Gonnella, Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone, PLUS, Pisa, 2008, p.260.

interpretato come il frutto di una serie di variabili esterne come la situazione macroeconomica e di settore ed interne all'azienda come i flussi economici futuri attesi, i rischi specifici dell'azienda stimata e i valori di stock rappresentativi del patrimonio aziendale stesso. Il prezzo, invece, verrà derivato dal valore economico di partenza dell'azienda in base ad altre variabili che ne influenzano la percezione come la fluidità dei capitali aziendali e dei mercati, la capacità di comunicare il valore creato. Più in generale possiamo affermare che per l'azienda la capacità di massimizzare il valore creato deve essere un obiettivo cardine al pari della capacità di trasmetterlo sui mercati finanziari (diffusione del valore).

Un metodo diretto alternativo a quello rappresentato dai quozienti derivati dai prezzi di borse ed utilizzato qualora questi non siano disponibili è rappresentato dai multipli di transazioni comparabili. A differenza delle quotazioni di borsa sono influenzati da altre dimensioni della valutazione quali: il perimetro della transazione, la tipologia di regolamento del pagamento: per carta o per cassa, la valutazione delle sinergie riguardanti le aziende considerate, lo status dell'impresa oggetto dell'operazione...

Il fatto che questi strumenti di fatto si esprimano come indicatori di valori ben diversi rispetto a quelli risultanti dalle valutazioni di mercato vuol dire che essi sono in grado di esprimere altri elementi di valutazione quali: la rarità degli asset presi in considerazione per l'azienda negoziata rispetto alle condizioni prevalenti del mercato, richiedono aggiustamenti qualora la cessione riguardi solo una parte dell'azienda, nel caso ci si riferisca a transazioni effettuate per archi temporali molto estesi è necessario tenere in considerazione questo particolare.

Per risalire da misure ottenute con le transazioni alla stima del valore economico si tende a ricorrere a rapporti di confronto con misure di struttura, ovviamente a seconda dell'estensione del perimetro dell'intervento preso in

considerazione cambierà anche il riferimento in termini di misura di struttura da prendere in considerazione.

Le informazioni derivanti dalle transazioni comparabili quindi possono essere utili come fonte di integrazione delle informazioni relative alla determinazione del valore economico delle aziende, ma non sostituibili.

b. I metodi indiretti di valutazione

I metodi indiretti di stima cercano, invece, di tenere conto delle indicazioni prevalenti della dottrina e si fondano sull'individuazione di una grandezza flusso in grado di rappresentare la capacità di creare reddito nel tempo da parte dell'azienda, il flusso in questione attualizzato rappresenterebbe il valore economico dell'azienda, oppure sul riferimento ad una grandezza di stock che viene ritenuta in grado di rappresentare una proxy del valore economico.

I primi riescono a soddisfare di più quelli che sono i requisiti proposti dalla dottrina, mentre nel secondo caso ci troviamo di fronte ad una soluzione che in assenza della possibilità di soddisfare questi requisiti individua soluzioni alternative. Per questo motivo distinguiamo tra metodi di valutazione fondamentali teorici e metodi di valutazione fondamentali semplificati. I primi riescono a definire un valore razionale ed equo, ma possiedono notevoli problemi in termini di possibilità di uso, mentre i secondi sono caratterizzati da minore razionalità, ma maggiore applicabilità.

Tra i metodi teorici possiamo identificare tre metodi specifici a secondo della grandezza flusso presa in considerazione:

- Metodi finanziari
- Metodi reddituali
- Metodi basati sul flusso dei dividendi da distribuire

Tutti e tre i metodi descritti partono dalla definizione comune sopra descritta, per cui possono essere rappresentati attraverso la seguente formula:

$$W = F_1v^1 + F_2v^2 + \dots + F_{n-1}v^{n-1} + F_nv^n$$

W = è il valore del capitale economico

F_1, F_2, \dots, F_n = sono i flussi complessivi disponibili per il periodo considerato

F_n = è il flusso relativo all'ultimo anno preso in considerazione e comprensivo del valore terminale dell'azienda

v^1, v^2, \dots, v^n = sono i differenti tassi di attualizzazione applicati ad ogni anno per il quale viene preso in considerazione e scontato il relativo flusso

La natura dei flussi ovviamente cambierà in base alla grandezza presa in considerazione a seconda del fatto che sia una grandezza finanziaria o reddituale.

Nel caso di una valutazione effettuata sulla base di una grandezza finanziaria il vari flussi annuali saranno pari ai flussi monetari annuali. Questi flussi saranno originati dal differenziale esistente tra le uscite e le entrate monetarie verificatesi durante ogni singolo anno. Il valore preso in considerazione e determinato in base a differenti tipologie di uscite e di entrate potrà essere il cash flow operativo oppure il free cash flow... Sempre in questo caso il valore terminale dell'azienda verrà a coincidere con il valore di liquidazione, mentre i coefficienti di attualizzazione varieranno in base alle differenti grandezza prese in considerazione.

Nel caso di una valutazione fondata sull'utilizzo dei dividendi i flussi annuali saranno rappresentati dal valore del dividendo atteso per ogni singolo anno, dalla modalità di determinazione della grandezza dividendo varierà anche il risultato della valutazione effettuata. Il valore terminale preso in considerazione in questo caso sarà il prezzo di liquidazione o finale di vendita dell'azienda oppure nel caso

si tratti di una valutazione effettuata per un arco più breve di tempo sarà rappresentato dal valore di realizzo comprensivo di riserve. Il tasso di attualizzazione, in questo caso, sarà rappresentato il tasso di rendimento atteso dell'investitore comprensivo del rischio da esso sopportato e delle opportunità di impiego alternative.

Il metodo più vicino all'elaborazione della dottrina è il metodo reddituale che utilizza come flusso oggetto del processo di attualizzazione il reddito stimato conseguibile da parte dell'azienda per ogni singolo anno oggetto della valutazione.

In questo caso i flussi presi in considerazione rappresentano il reddito annuo, mentre il valore terminale viene rappresentato tramite il valore di realizzo per l'ultimo anno preso in considerazione, ovviamente all'allontanarsi nel tempo di tale data un simile valore diminuisce progressivamente. A seconda delle configurazioni di reddito adottate cambierà sia la tipologia di flussi presi in considerazione sia la tipologia di valore terminale considerato. Il tasso di attualizzazione considerato corrisponderà al tasso atteso di remunerazione del reddito.

Da quanto descritto emergono due punti problematici evidenti: l'elevato contenuto di soggettività della valutazione per cui a seconda dei parametri presi in considerazione per la determinazione dei flussi cambierà il risultato della valutazione, la difficoltà nel corso del tempo a formulare delle valutazioni per quello che concerne archi di tempo molto lunghi.

Per via di tali difficoltà per cui a fronte di metodi caratterizzati da una forte razionalità, venga a mancare sia l'obiettività sia la disponibilità, sono stati sviluppati i metodi cosiddetti semplificati.

I metodi indiretti semplificati intervengono sui parametri finanziari e reddituali utilizzati, sul modo di considerare questi parametri, sull'orizzonte temporale di riferimento, sulle modalità di calcolo del valore di realizzo finale.

Per applicare questi metodi si fa riferimento al trend dei parametri finanziari e di reddito relativo agli ultimi 3-5 esercizi e si estrapola una previsione per i 5 anni successivi raramente si effettuano previsioni per una durata di 10 o più anni, mentre solo qualora siano disponibili informazioni precise e articolate si può cercare di effettuare una stima puntuale dei redditi e dei flussi finanziari futuri.

Qualora l'applicazione pratica di questi stessi metodi risulti difficile resta possibile il ricorso ad altri metodi quali i metodi patrimoniali puri o misti, che, però, costituiscono un'eccezione rispetto al requisito formulato dalla dottrina di razionalità della stima.

c. Metodi finanziari

La dottrina e la prassi individuano due tipologie di metodi finanziari: quelli basati sui flussi monetari complessivi e quelli fondati sui flussi monetari parziali.

Il metodo finanziario basato sui flussi monetari complessivi netti disponibili prende in considerazione come flussi finanziari i flussi monetari effettivamente disponibili per l'investitore. Tale grandezza rappresenta il flusso di cui effettivamente l'investitore dispone per distribuirlo sotto forma di dividendi o reinvestirlo sotto forma di riserve di capitale. Rappresenta quindi quanto l'investitore ottiene dall'investimento effettuato nell'azienda e dovrà quindi essere attualizzato facendo riferimento al tasso di remunerazione atteso per l'investimento effettuato.

Il metodo finanziario basato sui flussi parziali si limita a considerare solo i flussi totali al netto dei flussi attinenti la gestione finanziaria. Per questo motivo questa grandezza viene determinata ricorrendo ad una estrema varietà di metodologie di riferimento ci si può riferire a flussi che risultano dalla somma dei valori che contribuiscono alla definizione del cash flow risultante dal cosiddetto rendiconto finanziario oppure al flusso monetario derivante dalle attività operative

ed effettuato escludendo costi e ricavi di natura finanziaria, il cosiddetto flusso unlevered ovvero determinato prima dell'apporto dell'area finanziaria.

Per i flussi di cassa il problema fondamentale consiste nelle difficoltà correlata alla loro rettifica. Dal punto di vista della prassi operativa il problema della definizione degli archi temporali considerati per procedere alla stima del flusso di cassa viene affrontato in due modi: in un primo caso si procede alla definizione di un flusso di cassa normale valido per tutto il periodo di analisi, nel secondo caso la durata del periodo di analisi viene divisa in più periodi per i quali viene identificato un flusso di cassa normalizzato per periodo. La scelta differente è dovuta al fatto che nel primo caso la soluzione proposta si presenta come la migliore per rappresentare la condizione di aziende che mantengono una crescita stabile nel tempo, mentre il secondo caso si presenta migliore per rappresentare la situazione delle aziende che presentano uno stadio iniziale di avvio della crescita molto sostenuto e successivamente rallentano la propria crescita sino ad assestarsi su di un livello di flussi di cassa costanti o in progressiva diminuzione.

Per quello che concerne il valore termiale del flusso di cassa relativo all'anno finale della stima esso può essere fatto corrispondere al valore terminale inteso come valore di liquidazione oppure valore rappresentativo dell'eventuale prezzo di cessione. Prendiamo in considerazione il primo caso quando ci troviamo di fronte ad un'azienda che si presenta nella fase finale della propria esistenza per la quale per esempio non è stata prevista alcuna spesa per il rimpiazzo degli impianti di produzione o per il rilancio del portafoglio prodotti. In questo caso si assumerà come valore il valore di liquidazione corretto per le plusvalenze o minusvalenze future stimate e quindi rettificato se la valutazione effettuata è una valutazione levered, mentre nel caso di una valutazione unlevered verrà preso in considerazione il valore stimato terminale dell'attivo al netto del valore terminale stimato del debito aziendale.

Il patrimonio finale può essere stimato a valori di liquidazione, oppure a valori contabili (eventualmente moltiplicati per il coefficiente Market/Book value) oppure ancora a valori di sostituzione. Il riferimento alla redditività successiva può avvenire capitalizzando il flusso di ricchezza dell'ultimo anno di previsione (o quello medio degli ultimi anni), oppure moltiplicando tale grandezza per il rapporto Price/Earning.

Quando, invece, la valutazione viene effettuata per un'azienda che continuerà la propria esistenza oltre la data terminale della valutazione stessa, sarà bene prendere in considerazione per la stima del valore terminale un valore differente da quello di liquidazione. In tal caso viene preso in considerazione o il valore patrimoniale dell'attivo aziendale aggiustato tenendo conto delle possibili variazioni future relative al capitale circolante netto, al capitale fisso e all'indebitamento previsti nel corso degli anni oppure ci si riferisce ad un valore dell'attivo patrimoniale considerato costante nel tempo³³.

³³ In alcuni casi a questi metodi si aggiungono altri due metodi: uno fondato sull'attualizzazione dei flussi monetari futuri previsti e un secondo fondato sul sistema dei multipli, come vediamo il primo metodo ci fa rientrare nella famiglia dei metodi indiretti fondati sui flussi, mentre il secondo metodo di fa rientrare nell'insieme dei metodi diretti, infatti per ciò che concerne il valore residuale viene osservato da alcuni autori che: "Può trattarsi di un valore di liquidazione (del capitale proprio o delle attività dell'impresa) o di un valore economico (analogamente, del capitale proprio o delle attività dell'impresa), ossia di un valore di cessione che si riferisce ad un'azienda ancora in funzionamento alla scadenza del periodo di riferimento alla scadenza del periodo di riferimento. Se debba trattarsi di un valore di liquidazione o di un valore economico, lo si giudica in relazione alle circostanze che verosimilmente caratterizzano l'azienda e l'ambiente concorrenziale alla fine del periodo di riferimento. Così, si tratterà di un valore di liquidazione ogni qualvolta si proceda alla stima di aziende con durata prestabilita limitata; quando la strategia attuata dal management dell'impresa oggetto di valutazione è orientata ad uno sfruttamento degli impianti dell'impresa medesima senza prevedere la possibilità di rinnovo; quando, infine, i beni prodotti si collocano nella fase della maturità ed il management non prevede né un processo di ricerca e di sviluppo di nuovi prodotti, né la riconversione degli impianti per attuare produzioni che si trovano in una fase del ciclo di vita ben lontana dalla maturità... Al di fuori del caso di aziende con durata prestabilita limitata, una corretta metodologia di valutazione dovrebbe determinare il valore residuo ipotizzando la continuità della gestione aziendale anche dopo il termine del periodo di riferimento... Alcune volte in ipotesi di valutazione fondate sull'equity approach to valuation, ma ciò vale, mutatis mutandis, per le stime basate sull'entity approach to valuation, si fa riferimento ad un valore residuale stimato con un criterio patrimoniale "applicando ai valori aggiustati della situazione patrimoniale alla data dell'acquisizione le variazioni di capitale circolante netto, del capitale fisso e dell'indebitamento previste nella stima dei flussi monetari annuali. In alternativa, in alcuni casi è ipotizzata la costanza patrimoniale, con la conseguenza che il valore residuo eguaglia il patrimonio netto alla data della stima. Più correttamente, il più delle volte, il valore finale dell'azienda è stimato mediante capitalizzazione per n che tende all'infinito del flusso finanziario generato dall'azienda al termine del periodo di riferimento. In alcuni casi, ancora, sono utilizzati coefficienti forniti direttamente dal mercato (P/E; P/CF...). Con tale criterio il valore finale viene fatto uguale al prodotto tra l'utile (o il flusso di cassa) alla fine del periodo di riferimento e il coefficiente moltiplicativo. C'è chi, infine, ha proposto la stima del valore finale come risultante della media, semplice e ponderata, tra i diversi valori precedentemente indicati. Si tratta in ogni

La scelta della metodologia di calcolo dovrà tenere conto delle modalità seguite nel definire l'orizzonte di previsione, nonché della situazione aziendale ipotizzata per la fine di tale periodo.

La recente elaborazione relativa allo studio della determinazione del valore economico per fini strategici ha portato allo sviluppo della teoria delle opzioni strategiche e di valore attuale allargato, introdotti dai recenti studi in tema di valutazione economica delle strategie e di creazione del valore azionario. Le opzioni strategiche o opzioni reali sono le opportunità di effettuare successivi investimenti che derivano dall'implementazione di un certo disegno strategico; in presenza di opzioni reali il valore economico della strategia deve riflettere sia i flussi generati direttamente dalla strategia stessa sia le possibilità di sviluppo futuro che la medesima offre. In tal senso si parla di valore attuale allargato.

Un ulteriore elemento critico è rappresentato dal problema della determinazione del periodo di riferimento in questo caso viene fatto ricorso a norme del tutto convenzionali. Se nella prassi prevale frequentemente la scelta di rifarsi a periodi compresi tra i 4 e i 6 anni, la giustificazione della scelta di un determinato arco temporale per l'effettuazione della valutazione può essere rintracciata in due differenti motivazioni: ci si può rifare ad un'analisi che tenga conto della durata degli impianti o del ciclo di vita dei prodotti oppure ci si può rifare a congetture in base alle quali oltre un certo periodo non risulti più ragionevole cercare di determinare l'entità dei flussi finanziari in questione.

Un terzo problema viene rappresentato dalla scelta dei tassi di attualizzazione, è chiaro che questi dovranno di volta in volta adattarsi a quella che è la natura dei

caso di soluzioni e di risultati approssimati che non rispondono pienamente al requisito della razionalità, ma che consentono di risolvere di fatto i concreti problemi di valutazione.”. Gianfranco Zanda, Marco Lacchini, Tiziano Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 1997, p. 73-74.

flussi presi in considerazione da parte del valutatore. In questo caso si parla di principio di coerenza tra i flussi per cui³⁴:

- Flussi nominali vanno scontati a tassi nominali
- Flussi reali vanno scontati a tassi reali
- Flussi certi vanno scontati a tassi risk free
- Flussi incerti devono essere scontati ad un tasso comprensivo di rischio
- Flussi operativi devono essere scontati al costo medio ponderato delle fonti

di finanziamento

- Flussi netti devono essere scontati al tasso di remunerazione congrua della relativa fonte di finanziamento

- Flussi al lordo delle imposte devono essere scontati con tassi maggiorati per l'effetto dell'imposizione fiscali

L'orizzonte di previsione del tasso dovrà essere coerente con l'orizzonte preso in considerazione per la determinazione del valore dei flussi.

Il metodo finanziario appare più adeguato per aziende in stato stazionario con capacità di reddito costante e investimenti allineati al recupero dell'ammortamento, per le imprese in condizioni di start up che devono ancora raggiungere la stabilità del reddito e quindi non possono ricorrere a stime reddituali e per le imprese in declino per cui si possa adottare una prospettiva di vita definita.

³⁴ Queste indicazioni di massima devono essere considerate valide per tutti i metodi di valutazione fondati su flussi, ma presentano una diversa articolazione a seconda dei flussi presi in esame, "Le metodologie indirette semplificate di stima del valore del capitale economico delle aziende possono essere distinte -come si è visto in precedenza- in tre grandi classi: 1) metodi basati su grandezze flusso; 2) metodi fondati su grandezze stock; 3) metodi basati su grandezze flusso-stock. La prima classe, a sua volta, è articolata in tre sottoclassi: metodi reddituali, metodi finanziari e metodi basati sui flussi dei dividendi prospettici attesi.", Gianfranco Zanda, Marco Lacchini, Tiziano Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 1997, p. 111.

d. Metodi reddituali

I metodi reddituali, partendo dalla formula reddituale fondamentale, definiscono una serie di metodi alternativi ad essa che permettano comunque di determinare il valore dell'azienda in funzione della sua capacità di reddito.

Esistono sostanzialmente due tipologie di metodi reddituali: i metodi reddituali fondati sui flussi netti e i metodi reddituali fondati sui flussi operativi.

I primi a loro volta possono essere distinti tra metodo reddituale complesso e metodo reddituale puro e semplice.

Il metodo reddituale complesso stima il valore dell'azienda sulla base dei redditi normali attesi puntuali determinati anno per anno per almeno i primi 10 anni successivi al momento della stima. Concettualmente si avvicina al metodo teorico ottimale. Una simile stima può essere effettuata solo sulla base di scenari futuri appositamente costituiti tenendo insieme dati contabili, budget di sviluppo e analisi di mercato a tendere. Come nei casi precedenti in cui ci siamo riferiti a flussi di cassa, anche in questo caso si pongono due problemi: uno legato alla determinazione dell'evoluzione del quadro aziendale nel tempo, infatti anche per questo metodo si può proporre la separazione del ciclo di vita aziendale in una serie di fasi tra di loro differenziate e uno legato alla determinazione del tasso di attualizzazione da adottare che in questo caso non potrà non essere che un tasso diverso per ogni singolo anno preso in considerazione.

Il modello reddituale semplice, invece si basa sull'attualizzazione del reddito medio normale atteso basata sulla formula della rendita perpetua e su di un tasso di attualizzazione scelto. Alternativamente lo stesso metodo può essere riproposto come un metodo basato sulla determinazione del valore dell'azienda come somma del valore attuale dei redditi futuri a cui venga sommato il valore terminale dell'azienda valutata. Quest'ultimo viene determinato come capitale netto al

momento della valutazione riclassificato tenendo conto di ogni potenziale plusvalenza o minusvalenza futuri.

Nel caso in cui la durata della vita dell'azienda superi i 10 anni e risulti difficile come nel caso del metodo complesso effettuare per un arco di tempo troppo lungo una qualsiasi valutazione, allora si ricorrerà ad un metodo composto dove per i primi 10 anni si ricorrerà alla determinazione del valore attuale dei redditi stimati, mentre per gli anni successivi si ricorrerà alla formula della rendita perpetua come determinazione del valore attuale del reddito normalizzato per gli n anni successivi al decimo. In ultimo al valore così determinato verrà aggiunto il valore terminale posseduto dall'azienda al momento della propria cessazione e sempre considerato pari al capitale netto rettificato in base alle evoluzioni prevedibili della vita aziendale. I flussi di reddito successivi al decimo e ultimo anno e il valore terminale verranno attualizzati ricorrendo ad un tasso di sconto maggiore per via della minore prevedibilità del valore di questi flussi futuri.

Nel caso di questo metodo un ulteriore problema viene creato dalla necessità di determinare un reddito medio normale, operazione che chiede una modifica di quello che è il valore del reddito medio desumibile dai dati contabili. Per ottenere un simile risultato è necessario neutralizzare tutti i fenomeni straordinari della gestione e tutte le operazioni contabili che hanno in qualche modo alterato la normalità del reddito creato dall'azienda.

A ciò si affianca anche il problema della qualità dei dati contabili disponibili al momento dell'effettuazione della stima.

Per la determinazione e la previsione del reddito vengono utilizzati vari metodi tra i quali: il metodo basato sul mantenimento del reddito normale degli ultimi 3-5 anni, per il calcolo del quale appare essere fondamentale l'operazione di omogeneizzazione del reddito; il metodo fondato sull'estrapolazione dei dati storici, che cerca di prendere in considerazione anche variazioni future del reddito;

il metodo dei risultati programmati, basato su budget e dati revisionali dell'azienda;
il metodo dell'innovazione, che determina, sotto alcune condizioni di evoluzione della struttura del business dell'impresa, l'andamento reddituale futuro.

La normalizzazione dei redditi passati si risolve nell'apportare all'insieme delle componenti economiche contenute nei singoli bilanci, opportune rettifiche ed integrazioni. Le modifiche in questione riguardano essenzialmente i seguenti profili:

- l'eliminazione dei proventi e degli oneri straordinari,
- la neutralizzazione degli effetti connessi alle politiche di bilancio,
- la revisione delle valutazioni (ammortamenti, magazzino ecc.),
- l'eliminazione di costi e ricavi relativi alla gestione patrimoniale accessoria, a quella finanziaria (in caso di configurazione unlevered) e quelli determinati da cause estranee alla gestione.

Le principali componenti reddituali da quantificare nella previsione sono le seguenti:

- i volumi di produzione e di vendita;
- i consumi di materie prime e simili;
- gli ammortamenti;
- gli altri costi di produzione;
- i costi di struttura;
- i costi di vendita;
- le imposte.

L'ultimo metodo viene preferito quando ci si trovi di fronte ad aziende caratterizzate da una situazione nella quale i dati attuali della situazione contabile non siano in grado di permettere una chiara identificazione dei risultati potenziali dall'azienda stessa o per via del fatto che essa provenga da un periodo nel quale si sono registrati risultati non soddisfacenti sia perché i dati di previsione non siano

attendibili o siano viziati. Resta il pericolo di violare attraverso un simile metodo il principio della neutralità della valutazione.

Anche i metodi reddituali fondati sui flussi operativi vengono distinti in due gruppi quello dei metodi reddituali complessi e quello dei metodi reddituali puri.

Nel primo caso il valore economico del capitale di impresa viene determinato come somma algebrica del valore economico dei redditi operativi ottenibili attualizzati al costo medio ponderato del capitale, del valore dei flussi di finanziamento dell'impresa scontati per il costo del denaro dell'impresa e del valore corrente dei beni accessori dell'impresa. Sia il costo del denaro sia il costo medio ponderato del capitale come le stesse grandezze da questi scontate dovranno essere determinati puntualmente per ogni anno oggetto della valutazione. Il periodo per cui verrà effettuata la stima potrà anche essere suddiviso al suo interno in fasi rappresentative di differenti stadi del ciclo di vita aziendale.

Nel caso del metodo reddituale puro e semplice il valore economico dell'impresa viene eguagliato alla differenza tra il valore attuale del reddito operativo normale atteso e il valore di mercato dei debiti finanziari a cui può essere sommato il valore degli eventuali beni accessori non presi in considerazione per la valutazione del reddito operativo. Anche in questo caso si pongono gli stessi problemi di durata del periodo preso in considerazione, la sua frammentazione, la determinazione del valore terminale, le modalità di determinazione del valore del reddito operativo normale atteso che si sono posti precedentemente.

e. Tassi

La scelta del tasso di attualizzazione è tra le scelte più importanti che devono essere assunte nell'effettuazione dell'analisi fondamentale. La scelta del tasso per essere efficace deve fondarsi su una serie di principi: avversione al rischio, coerenza con l'analisi fondamentale ovvero si deve evitare di effettuare in ambedue i momenti la normalizzazione del flusso dei risultati, affidabilità ovvero devono essere ridotti al minimo gli spazi di discrezionalità dell'esperto, verificabilità ovvero razionalità.

Il problema della determinazione dei tassi riguarda svariate situazioni: quando ci si trovi di fronte ad una pluralità di flussi di natura differente, oppure di fronte ad aggregati come i portafogli che si distinguono dai titoli che li costituiscono, oppure di fronte alla scelta di effettuare delle valutazioni ricorrendo ai rendimenti attesi o ai rendimenti richiesti. I rendimenti attesi inoltre devono essere dedotti dal comportamento degli operatori sul mercato il che inevitabilmente complica la determinazione di queste grandezze. Il fatto che inoltre le grandezze determinate debbano essere oggetto di rettifiche complica ulteriormente la situazione. Tassi attesi per risultati medi attesi, tassi richiesti per rendimenti probabili.

Se il tasso è troppo alto i flussi sono di bassa qualità, le valutazioni spesso richiedono di essere esercitate su un ambito multi-periodale.

Il problema della determinazione dei tassi di sconto da utilizzare come abbiamo visto in tutti questi casi dimostra di essere un problema fondamentale per garantire la correttezza della determinazione del reddito che viene operata. Il tasso di sconto che noi individuiamo per effettuare la valutazione d'azienda è composto da differenti elementi: un premio che viene assegnato a chi rinuncia a usufruire della propria ricchezza prestandola ad altri che è il tasso privo di rischio; un premio che va a remunerare il rischio che si incorre investendo in una specifica attività e non in altre attività alternative il premio per il rischio; un terzo elemento rappresentativo, per coloro che investono nell'azienda a titolo di capitale di rischio e assumono su

di loro la responsabilità della conduzione dell'azienda stessa, del compenso spettante a chi svolge la funzione di imprenditore. Ovviamente questo ultimo elemento risulta valido solo per le situazioni nelle quali l'impresa sia direttamente condotta dalla proprietà, caso che in numerose valutazioni non si verifica e che quindi pare escludibile.

Il tasso privo di rischio viene solitamente identificato con il tasso di interesse dei titoli di Stato. In questo caso il tasso preso in considerazione dovrà cercare di corrispondere alla tipologia di grandezza da scontare presa in considerazione. Qualora la valutazione che viene effettuata sia prospettica verrà presa in considerazione una estrapolazione prospettica dell'andamento dei tassi. Un tale tasso sarà necessariamente un tasso nominale. Per la determinazione del tasso utile per scontare flussi al netto delle imposte sarà necessario trasformare il tasso nominale lordo in un tasso al netto dell'aliquota fiscale effettuata sugli interessi. Per la determinazione del tasso reale si trasformerà il tasso nominale scontandolo per il tasso di inflazione.

Molto più complessa sarà la determinazione del premio per il rischio, per la quale si può fare ricorso a sistemi diversi.

Sul piano metodologico il premio per il rischio può essere stimato in vari modi:

1. il procedimento sintetico-soggettivo;
2. il procedimento analitico;
3. il procedimento matematico-statistico;
4. la costruzione su base empirica della funzione rischi/ rendimenti;
5. per derivazione dall'indice Price/Earning.

Il procedimento analitico si propone di misurare il premio per il rischio tramite l'apprezzamento e la ponderazione dei principali fattori che concorrono a definirne l'intensità. La metodologia in esame risponde all'esigenza di rendere

maggiormente razionale, obiettiva e controllabile la stima della grandezza qui esaminata.

A tale scopo si procede dapprima all'elaborazione di un quadro del profilo di rischio riferito alla generalità delle imprese; quindi si misura il grado di rischiosità della specifica azienda rapportando le sue caratteristiche al quadro generale di riferimento.

Tabella 1 – Componenti di rischio da prendere in considerazione per una stima analitica del premio al rischio (Zanda, op. cit.)

Componenti del rischio	Zona di variabilità	Peso
a) componenti generali:		
1. sicurezza politica e sociale del Paese	0-10%	1
2. classe di attività svolta dall'impresa:		5
- grandemente aleatoria	2-10%	
- non grandemente aleatoria	0-2%	
b) componenti speciali:		
1. situazione patrimoniale	0-1%	3
2. situazione di liquidità	0-1%	1
c) componenti eccezionali:		
1. stati giuridici particolari	1-3%	5
2. stati politici o sociali particolari	1-3%	5
3. altre condizioni particolari	1-3%	5

Per completare il quadro va segnalato che recenti studi hanno ripreso ed approfondito il procedimento analitico, giungendo a formulare una metodologia che sviluppa quella di base sopra descritta. In particolare gli approfondimenti riguardano la funzione rappresentativa del modello, le variabili considerate nonché le modalità di calcolo.

Il premio per il rischio può anche essere determinato in base alla funzione di equilibrio tra rischi e rendimenti, da costruirsi empiricamente elaborando le informazioni disponibili su negoziazioni di aziende realmente avvenute. Questo procedimento - che come già i precedenti, rappresenta un tentativo di parametrare la stima in discorso su elementi oggettivi - si fonda sul presupposto che il premio

per il rischio trova significato nel confronto con i valori espressi dal mercato .
Funzione.

Per la stima del premio per il rischio viene anche proposto di utilizzare il rapporto Price/Earning (P/E) . Tale indice, ottenuto rapportando la quotazione del titolo (P) all'utile per azione (E) (oppure al Cash-Flow per azione, secondo la logica finanziaria), può essere, infatti, concepito come il reciproco del tasso secondo cui il mercato (nelle valutazioni implicite ai trasferimenti realizzati in borsa) capitalizza il flusso di ricchezza prodotto dall'impresa .

Tra i vari sistemi proposti un esempio è fornito dal procedimento di Stoccarda che consiste nell'abbattimento prudenziale del 30% del valore dei flussi presi in considerazione per l'effettuazione della valutazione. Un simile sistema è stato successivamente rivisto e corretto attraverso la determinazione di differenti livelli di abbattimento forfetario dei flussi basati sulla correlazione tra la percentuale di abbattimento e specifiche caratteristiche di rischio delle imprese considerate. Un sistema di genere, fondato su differenti profili di rischio, se da un lato ha migliorato la precisione e l'efficacia del procedimento di Stoccarda si è presentato comunque come meno sofisticato del sistema ad oggi prevalente rappresentato dal Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Il CAPM (Capital Asset Price Method) viene considerato il modello principe e dal quale sono state derivate versioni di maggiore facilità di uso e modelli senza una spiegazione economica quali per esempio l'estrazione del tasso dalle attese esplicitate sui mercati, analisi di mercato empiriche.

Il CAPM gode di un particolare riconoscimento per la praticità di uso che lo caratterizza si tratta di un modello statico fondato sulla valutazione del rischio come fattore derivato dalla covarianza dei fattori di rischio rispetto al rischio sistematico. In altre parole si ritiene che data la possibilità di diversificare gli investimenti il rendimento atteso debba essere misurato come specifico rischio

generato dall'investimento effettuato rispetto all'investimento privo di rischio e alla variabilità del rendimento del mercato di riferimento rispetto a questo stesso.

La formula del CAPM viene così presentata:

$$E(R_j) = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta_j$$

Dove

$E(R_j)$ = rendimento atteso per l'*j*-esimo riferimento

$E(R_m)$ = rendimento atteso dell'indice di mercato azionario

R_f = tasso privo di rischio

β_j = coefficiente di covarianza rispetto al mercato di riferimento

Questo metodo adeguato per le situazioni in cui si sia in presenza di mercati azionari sviluppati e risulti possibile ricorre alla diversificazione degli investimenti in portafoglio è meno vero nel caso si proceda a stime per cessioni in assenza di queste prerogative.

Il modello CAPM tenta di superare i problemi di soggettività collegati alla determinazione del premio per il rischio riferendosi ad un modello di analisi monopériodale per il quale viene ipotizzato l'obiettivo della massimizzazione dell'utilità attesa della ricchezza in condizioni normali. Il modello prevede una serie di ipotesi molto forti, arriva a scindere il rischio di un'impresa in due elementi: una componente macroeconomica non diversificabile e una componente diversificabile di natura microeconomica cioè specifica dell'azienda considerata. Se la seconda componente, soprattutto nel caso di investitori istituzionali può essere esclusa in quanto per l'appunto soggetto a diversificazione, non è così per la prima componente che, invece, deve essere quantificata come rapporto tra la covarianza dei rendimenti dell'impresa valutanda e la varianza dei rendimenti del portafoglio rappresentativo del mercato. Si noti come questo particolare sistema sia fortemente condizionato dal presupposto che l'investitore considerato sia in grado di diversificare i propri investimenti. Il premio al rischio diventerà il prodotto del

coefficiente rappresentativo del rischio sistematico detto beta per la differenza tra il rendimento del mercato e il tasso privo di rischio. In altri termini il premio per il rischio sarà uguale alla quota di incremento del rischio complessivo del portafoglio rispetto all'investimento privo di rischio generato dall'acquisizione di quello specifico titolo oppure di quella specifica azienda.

Se una simile valutazione risulta facile nel caso delle aziende quotate per le quali esiste effettivamente un mercato a cui fare riferimento per la determinazione di un portafoglio di base, non è così, invece, per le aziende che non sono società quotate. In questo caso si dovrà cercare di fare riferimento ad un campione di aziende di riferimento appartenenti allo stesso mercato partendo dalle quali si possa determinare il beta. Ovviamente in questo caso si porrebbe il problema rilevante della scelta del campione di riferimento che renderebbe tutto più complesso. Un ulteriore problema si può porre nel caso in cui le aziende del campione e l'azienda valutata siano caratterizzate da una differente struttura di indebitamento per via della quale diventerà necessario prima stimare il beta di riferimento privo di indebitamento (unlevered) e successivamente ristirlo sulla base delle caratteristiche del debito dell'azienda oggetto della valutazione (beta levered).

Altre interpretazioni del concetto di rischio ritengono che il vero rischio dell'investimento in azienda sia rappresentato dal pericolo di non vedere remunerato il proprio investimento. In questo caso il premio per il rischio sarà funzionale alla probabilità che effettivamente venga a mancare la remunerazione attesa. Per arrivare a determinare questi valori si prende a riferimento la probabilità media del settore di non remunerare l'investimento e il danno medio del settore definito come rapporto tra la somma di tutte le perdite dovute ad aziende scarsamente redditizie e il totale dei capitali investiti nel settore. Talvolta un tale sistema di determinazione del premio per il rischio può essere utilizzato facendo riferimento alla sola azienda valutata.

Al riguardo non risulterà di trascurabile importanza la capacità di associare al metodo di valutazione prescelto il tasso di attualizzazione adeguata. In generale si ritiene che la scelta del tasso sia sostanzialmente condizionata da parte della tipologia di flussi presi in considerazione per la determinazione dei valori di fondo utilizzati per il calcolo del valore economico. Per esempio varierà a seconda del fatto che il valore preso in considerazione per il calcolo del debito sia il flusso finanziario al lordo o al netto della deducibilità degli oneri finanziari. Se il calcolo effettuato sarà al lordo allora il tasso utilizzato sarà un tasso che esclude i benefici derivanti dalla deducibilità degli interessi, se sarà, invece, al netto terrà conto dei benefici prodotti. Il principio della coerenza flusso tasso è fondamentale e numerosi errori che vengono effettuati nel processo di valutazione vengono originati proprio da errori collegati a questo problema, per esempio nel caso in cui il flusso di valori venga corretto per tenere conto del rischio e contemporaneamente anche il tasso di sconto venga calcolato come tasso comprensivo di premio al rischio si verrà a computare l'elemento del rischio per due volte rendendo la stima effettuata palesemente erronea³⁵.

³⁵ Per ulteriori esempi si veda Gianfranco Zanda, Marco Lacchini, Tiziano Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 1997, p. 111-141. Si veda anche sopra a pagina 51 per maggiore completezza: “Si è sottolineato che se i flussi reddituali lordi e quelli finanziari unlevered non sono costanti nel tempo né perpetui, le formule basate sulla capitalizzazione dei flussi ad un WACC costante non sono corrette, in quanto conducono a risultati differenti rispetto a quelli che si otterrebbero capitalizzando i flussi reddituali e finanziari netti al tasso di congrua remunerazione. Si è altresì dimostrato che i flussi reddituali e finanziari lordi, ancorché non costanti, né perpetui, possono essere proficuamente impiegati nella stima del valore del capitale economico delle aziende se si utilizza un WACC puntuale, che varia anno per anno....” (p.141).

f. Metodi patrimoniali

Alternativi ai metodi fondati sull'uso di flussi sono i metodi di natura patrimoniale. Tali metodi si fondano sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Viene comunemente ritenuto accettabile un tale metodo solo qualora il valore complessivo di ogni singolo elemento non vari notevolmente in funzione della capacità reddituale dell'azienda.

La logica sottesa alla valutazione patrimoniale guarda all'azienda oggetto di valutazione come ad un complesso di beni (impianti, immobili, scorte titoli, crediti know-how, ecc.) che l'investitore dovrebbe acquisire per istituire una nuova impresa con struttura patrimoniale (elementi attivi e passivi) perfettamente identica; si mira pertanto a definire l'impiego di capitale che dovrebbe essere effettuato, senza tener conto della redditività prospettica del capitale, implicitamente assumendo che l'investimento sia remunerativo rispetto alle condizioni del mercato dei capitali.

Si tratta pertanto di:

- a) una stima analitica, in quanto si effettua rispetto a ciascun elemento del patrimonio;
- b) a valori correnti, poiché direttamente o indirettamente basata sui prezzi di mercato del momento in cui avviene la valutazione;
- c) di sostituzione, nel senso che essa si svolge in ipotesi di riacquisto o di riproduzione per gli elementi attivi e di rinegoziazione per quelli passivi.

I metodi patrimoniali vengono distinti sostanzialmente in due gruppi: il gruppo dei metodi patrimoniali puri o semplici rappresentato dai metodi che escludono la valutazione dei beni immateriali e i metodi patrimoniali complessi che valutano anche il valore rappresentato da parte dei beni immateriali.

I metodi patrimoniali semplici partono dalla considerazione che il valore economico dell'azienda coincida con il valore del patrimonio netto rettificato dell'azienda stessa e questo in funzione del fatto che il patrimonio netto rettificato a sua volta sia rappresentativo del valore attuale dei flussi di reddito temporali dell'azienda. Nel caso in cui sia possibile dimostrare che questo effettivamente non accade è necessario prevedere una esplicita correzione reddituale della stima. Resta comunque punto di partenza per la stima il valore netto contabile del patrimonio di impresa. Tale valore verrà revisionato tenendo conto degli elementi che ne hanno condizionato la valutazione. Attraverso una serie di successive rettifiche giunge alla determinazione del valore del patrimonio rettificato.

La stima del capitale rettificato viene effettuata procedendo ad una serie di successive fasi: vengono individuati gli elementi attivi e passivi del capitale da valutare, vengono riviste le poste attive e passive, vengono calcolate le rettifiche da apportare al patrimonio netto, viene stimato il patrimonio netto rettificato.

Per la determinazione del valore del patrimonio netto rettificato si può ricorrere al bilancio annuale come a determinazioni infrannuali del valore del patrimonio aziendale.

In particolare va notato che la revisione delle poste patrimoniali concerne anche il passaggio da una determinazione del valore dei beni patrimoniali fondata sul costo storico ad una determinazione degli stessi fondata sul valore corrente. Accanto a questo fondamentale cambio di prospettiva vengono revisionate eventuali sovrastime dell'attivo o sottostime del passivo.

Per i valori dell'attivo si ricorre come criterio di riespressione dei valori o il criterio di presunto realizzo, per valori destinabili allo scambio o per i crediti, oppure il criterio del valore di sostituzione per gli elementi destinati ad un realizzo indiretto come per esempio il magazzino prodotti e via dicendo.

I metodi patrimoniali complessi sommano il valore della sostanza patrimoniale netta rettificata il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi o non aventi valore di mercato.

La scelta di contemplare all'interno di tali metodi anche gli elementi immateriali è dovuta al fatto che si riconosce come a questi vada riconosciuto un contributo fondamentale nella creazione del valore da parte dell'azienda e come per poterne creare una ex-novo nelle stesse condizioni economiche sia necessario sostenere tutti i costi collegati alla riproduzione di queste risorse.

Una tale concezione di fatto svaluta il metodo patrimoniale semplice che si rivelerebbe largamente insufficiente per rappresentare l'effettivo valore dell'azienda stessa. La scelta tra i due si dimostra quindi collegata a quella che è la situazione dell'azienda sottoposta a valutazione quindi se si tratta di un'azienda nella quale il contributo fornito da parte dei fattori immateriali è fondamentale sarà necessario operare una valutazione fondata su metodi complessi, viceversa qualora l'azienda sottoposta a valutazione sia un'azienda in cui questi fattori hanno un ruolo non rilevante la valutazione tramite il metodo patrimoniale semplice può essere sufficiente.

Il metodo patrimoniale complesso assume una notevole importanza soprattutto in relazione alla valorizzazione dei beni immateriali non contabilizzati.

Ovviamente tali beni che possono essere ricondotti al concetto di valore economico potenziale hanno significato solo nel momento in cui l'azienda si trovasse in condizioni di equilibrio economico. Infatti qualora l'azienda non fosse in condizione di equilibrio economico sarebbe molto difficile poter individuare dei fattori immateriali che contribuiscono per essa alla creazione del valore. I beni presi in considerazione devono infatti non solo avere un costo ma anche un'utilità in termini di creazione del valore, ciò vuol dire che nel momento in cui l'azienda si trovasse in condizioni di distruggere valore, invece, di crearlo, ovviamente

mancherebbe un presupposto essenziale per riconoscere la presenza di risorse immateriali da valutare.

E' ovvio che i beni presi in considerazione vanno distinti dai cosiddetti beni accessori ovvero da quei beni tangibili e non di proprietà dell'azienda che hanno un valore, ma non connesso all'organizzazione produttiva della stessa.

Si assume che il valore dell'azienda così determinato sia pari per definizione al valore dell'azienda che verrebbe determinato nel caso si ricorresse al metodo reddituale. I beni immateriali presi in considerazione, infatti, non farebbero altro che spiegare l'avviamento aziendale. Qualora questo principio di uguaglianza non fosse rispettato o ci si trovasse di fronte ad una azienda nella cui valutazione sono stati trascurati alcuni beni immateriali, il valore attuale della stessa risulterebbe inferiore a quello stimato ricorrendo al metodo patrimoniale oppure ci si troverebbe di fronte ad una sottostima degli stessi beni immateriali. Nel caso in cui tale differenza fosse dovuta, invece, ad una condizione di disequilibrio economico dell'azienda sarebbe necessario prendere in considerazione una correzione reddituale della stima del valore economico e del reddito atteso da utilizzare per determinare un valore economico simile e rappresentare attraverso tale correzione i costi che dovrebbero essere sostenuti per effettuare la ristrutturazione organizzativa e gestionale utile a ricondurre l'azienda all'equilibrio economico.

I metodi patrimoniali svolgono due importanti funzioni in relazione all'attività di valutazione: permettono di verificare l'effettiva rispondenza del valore determinato attraverso i metodi finanziario e reddituale a quello che è la reale situazione aziendale e permettono di supplire a questi due metodi qualora non risultino effettivamente applicabili.

Diventa necessario supplire ai metodi fondati sui flussi quando: vi sia una indisponibilità di dati storici finanziari e reddituali, nel caso in cui tali dati non siano per nessun motivo affidabili, perché relativi ad azienda non effettivamente

operanti autonomamente e nel rispetto del criterio dell'equilibrio economico (come può essere il caso di aziende operanti all'interno di gruppi o con finalità di utilità pubblica generale).

Nel caso del metodo complesso risulta fondamentale l'attenzione da riservare ai beni immateriali intesi come beni caratterizzati da difficoltà di acquisizione, molteplicità d'uso, incrementabilità.

I problemi collegati ai metodi di valutazione complessi vanno ricondotti alla difficoltà di identificazione dei beni immateriali, al rischio di sovrapposizione tra di loro di differenti beni immateriali, alla scelta dei criteri di valutazione.

Da alcuni anni si è diffusa l'idea che i beni immateriali siano una componente di rilievo e di grande peso nel determinare il successo di un'azienda; l'impresa è dotata di un patrimonio di beni immateriali che va conservato ed accresciuto nel tempo: solo così essa può mantenere la sua capacità di continuare nel tempo a produrre redditi.

In particolare, l'informazione, strettamente legata alla presenza dell'elemento umano che ne costituisce la fonte creativa ed il soggetto che l'elabora e l'interpreta, può divenire fonte di risorse invisibili (o beni immateriali o patrimonio intangibile) che si affiancano alle altre risorse organizzate (persone, beni e capitali); tali risorse invisibili risultano oggi indispensabili per il successo competitivo, essendo costituite dalla fiducia dei consumatori, dall'immagine di marca, dal controllo della distribuzione e dalle capacità del management in ogni area funzionale.

Pertanto uno dei problemi fondamentali che si pongono oggi in azienda è quello della accumulazione di risorse invisibili: la capacità di creare e capitalizzare queste risorse nel tempo rappresenta per la combinazione produttiva una condizione fondamentale per il perseguimento ed il miglioramento dell'equilibrio economico durevole.

Il rilievo assunto da tali elementi immateriali nella gestione aziendale, ha portato la dottrina a definire con più precisione i caratteri che essi devono avere per rientrare nella categoria dei beni immateriali.

Alcuni autori³⁶ ne ha indicato le seguenti fondamentali caratteristiche:

- devono essere oggetto di un significativo flusso di investimenti ossia di impieghi di risorse finalizzati alla sua formazione o accrescimento;
- devono essere all'origine di benefici economici differenziali di entità apprezzabile calcolabili o come margini incrementali (differenziali di prezzo per differenziali di volume) o in funzione dei costi sostenuti per la sua realizzazione;
- devono essere trasferibili (almeno idealmente); esso cioè deve essere dotato di una propria individuabilità che lo renda suscettibile di valutazione autonoma .

Inoltre i fattori presi in considerazione devono essere fattori effettivamente in grado di rappresentare un differenziale competitivo per l'azienda altrimenti il costo sostenuto per svolgere la valutazione risulterebbe essere nettamente superiore al beneficio che viene tratto dall'uso dei fattori in questione. Perché sussista un beneficio effettivo è necessario che il bene abbia usufruito di un significativo flusso di investimenti nel tempo, generi significativi benefici per l'azienda, sia trasferibile. A seconda delle classificazione adottate i beni immateriali identificati saranno differenti tra di loro nella denominazione, ma questo particolare al momento non è di nostro interesse. Basti pensare che genericamente essi vengono distinti in due famiglie: una rappresentata da beni immateriali strutturali che sono rappresentati dal capitale umano, dalle licenze e dalla tecnologia. Tutti questi fattori sono definiti strutturali perché sono integrati all'interno della struttura stessa dell'azienda e esistono in quanto prodotti dell'attività dell'azienda stessa. Le

³⁶ G. Brugger, La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia, in "Finanza, Marketing e Produzione, n.1, 1989, p.43.

licenze rappresentano un fattore produttivo necessario per la realizzazione dell'attività, mentre gli altri due fattori permettono all'azienda di sostenere quel salto di qualità necessario per poter godere di un vantaggio competitivo nella produzione. La seconda famiglia viene rappresentata dai beni immateriali definiti non strutturali che sono rappresentati dalla reputazione dell'azienda, dalla sua immagine, dalla fiducia che il mercato ripone in essa. Questi beni non sono strutturali perché non sono integrati nella struttura stessa dell'azienda, ma dipendono dalla relazione che essa instaura con la propria clientela di riferimento, quindi il sovrareddito derivante da essi può variare nel tempo in funzione di questa relazione e non essere costante perché agganciato all'effettiva capacità produttiva aziendale

g. I metodi misti

Resta alla fine dell'analisi effettuata un'ulteriore insieme di metodi di valutazione rappresentati dai metodi misti all'interno dei quali viene di fatto effettuata una sintesi tra metodi reddituali e patrimoniali. In questo caso il valore economico viene definito come risultato sia della stima effettuata a livello di reddito medio prospettico sia della stima del valore del patrimonio rettificato. Questi metodi uniscono così le caratteristiche di razionalità dei metodi reddituali a quelle di verificabilità dei metodi patrimoniali.

Questi metodi possono essere presentati sia come semplice risultato della somma tra il valore rettificato del capitale e il valore dell'avviamento come differenza tra il reddito prospettico futuro stimato e il patrimonio rettificato stesso sia attraverso rappresentazioni più articolate.

In particolare viene proposto il cosiddetto metodo della durata limitata dell'avviamento per il quale il valore economico dell'azienda è rappresentato dalla somma del valore del patrimonio rettificato e del sovrareddito dell'azienda stessa.

In tal caso il reddito medio prospettico sarebbe rappresentato dal reddito medio determinato per la stima reddituale del capitale, il patrimonio netto rettificato sarebbe quello ottenuto con il metodo patrimoniale semplice, il tasso di sconto quello rappresentato dal tasso di remunerazione atteso del capitale e la durata del sovrareddito verrebbe determinata sulla base di fattori oggettivi o soggettivi, solitamente tra i 3 e i 5 anni, per l'attualizzazione del sovrareddito si dovrebbe ricorrere ad un tasso rappresentativo dell'aleatorietà del sovrareddito stesso³⁷. La determinazione di questo tasso che varia anche in base alle condizioni dell'azienda si dimostra un fattore chiave.

Da quanto descritto finora deriva che a seconda della scelta del metodo adottato per la determinazione del valore economico del capitale di azienda questo stesso valore varierà notevolmente. Per questo motivo la prassi italiana e internazionale hanno ideato una serie di metodi finalizzati a definire un valore teorico del capitale d'azienda che tenga conto dell'aleatorietà che caratterizza questa stima indicando un insieme di valori ammissibili adatto a rappresentare questa stessa aleatorietà e della necessità di arrivare ad un valore teorico equo unitario che possa essere considerato la base di riferimento per la fissazione del prezzo di cessione dell'azienda.

³⁷ Gianfranco Zanda, Marco Lacchini, Tiziano Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 1997, p. 317: "La determinazione del tasso di attualizzazione del sovra reddito dovrebbe partire dai tassi di interesse per investimenti in attività finanziarie "senza rischio" con durata pari a quella del sovra reddito, trattandosi di "un mezzo per trasferire i valori dal tempo t al tempo iniziale t0. Tale tasso dovrebbe poi essere sommato a quello che esprime la rischiosità del sovra reddito stesso."

h. I metodi valutativi nella prassi

La prassi valutativa del nostro Paese tende a privilegiare i metodi reddituali e in subordine i metodi patrimoniali semplici, complessi e misti. Diversamente le società di consulenza tendono a privilegiare metodi come il flusso di cassa scontato perché propri della prassi americana.

Una simile differenza deve essere ricondotta alla differenza che intercorre tra le differenti strutture economiche dei due Paesi. Nel caso italiano la prevalenza di due metodi è dovuta al fatto che dal punto di vista della dottrina continua ad essere ritenuto corretto l'uso del metodo reddituale per via delle sue caratteristiche di razionalità. Se questa continua ad essere considerata la scelta migliore da effettuare da parte della dottrina, in realtà essa viene adottata solo nei casi in cui una simile metodologia si presenta come non solo adeguata, ma anche effettivamente praticabile in relazione alle informazioni disponibili e complessivamente conveniente in base ad un rapporto costi/benefici. Questo avviene particolarmente del caso di aziende di medie o grandi dimensioni caratterizzate da un'elevata mole di dati e da un'evidente maggiore facilità di applicazione. Per contro la maggioranza delle valutazioni di azienda operate in Italia viene effettuata con aziende di dimensioni medie e piccole per le quali mancano dati sufficientemente solidi e numerosi e per le quali il costo dell'applicazione di un'analisi sistematica della capacità reddituale si rivela eccessivo, per la valutazione di queste aziende, che è appannaggio prevalentemente di professionisti appartenenti all'ordine dei dottori commercialisti, viene solitamente preferito il metodo patrimoniale, non solo per ragioni di maggiore agilità, ma non necessariamente per maggiore facilità, ma anche perché più vicino alla mentalità italiana sempre fortemente orientata all'analisi degli aspetti patrimonialistici.

Il mercato delle aziende americano è, invece, completamente differente, perché fondato sullo scambio azionario su mercati finanziari caratterizzati da dimensioni e liquidità maggiori dei nostri, per questo motivo l'approccio di partenza delle valutazioni diventa simile a quello di un qualsiasi investitore che voglia trarre da uno specifico investimento in titoli il massimo rendimento, questo ha condotto anche allo sviluppo di una serie di tecniche di valutazione molto avanzate. Ovviamente un investitore finanziario nel valutare il valore economico dell'azienda si proporrà di ottenere un ritorno sia in termini di dividendo sia in termini di valore del capital gain ottenibile. Per questo motivo preferirà porre la propria attenzione sulla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa costanti e sufficienti a mantenerne l'economicità e l'efficienza e ad ottenere un buon ritorno in termini di dividendi ottenuti. Viene preferito, così, il metodo dei flussi di cassa scontati perché da un lato permette di determinare il valore dell'attivo come valore attuale dei flussi monetari ottenibili nel tempo, mentre il valore del patrimonio viene determinato come differenza tra questo valore dell'attivo così determinato e il valore di mercato delle passività. Accanto al metodo fondato sui flussi di cassa, nell'ambito americano, sempre tenendo conto della prevalenza data all'aspetto dell'investitore e tenendo conto del forte sviluppo dei mercati, si è affermato anche l'uso dei metodi fondati sui multipli.

Alla luce di quanto visto appare chiaro come nel momento nel quale venga effettuata una perizia di valutazione l'intervallo teorico di cessione dell'azienda in relazione all'analisi di sensitività e di scenario presenti un ampio arco di soluzioni possibili per cui tutte queste soluzioni debbano essere presentate al cliente.

Per esempio per ogni metodo prescelto, chiarite le assunzioni di partenza si cercherà di mettere in evidenza, a seconda delle ipotesi di scenario assunte e della sensibilità del valore economico dell'azienda alle stesse, quali sono i differenti valori economici che possono essere indicati per l'azienda prescelta. Sono infatti le

differenti variabili macro economiche e microeconomiche assunte per spiegare il valore economico e le loro interazioni ad originare l'estrema varietà di risultati che vengono ottenuti. La sensibilità del valore economico alle variabili sarà di natura differente a seconda della natura della variabile considerate. Nel caso di una variabile come i flussi di gestione l'aumento del valore economico è direttamente proporzionale ai flussi stessi e può essere rappresentato come una retta, mentre per quanto riguarda il rapporto tra tasso di attualizzazione e valore economico il rapporto sarà tale da far decrescere in maniera incrementale il valore economico all'incremento del tasso di attualizzazione, secondo una legge che può essere assimilata ad un andamento iperbolico. Verranno evidenziati gli intervalli di valori definiti per ogni singolo metodo e definito uno specifico intervallo di valore ritenuto più indicativo, all'interno di esso verrà proposto un prezzo di negoziazione consigliato. La scelta della determinazione di questi elementi viene interamente lasciata al perito valutatore.

Al riguardo alcuni autori hanno tentato di fornire una sorta di ordinamento dei metodi di seguito proponiamo l'ordinamento formulato da parte di Zanda:

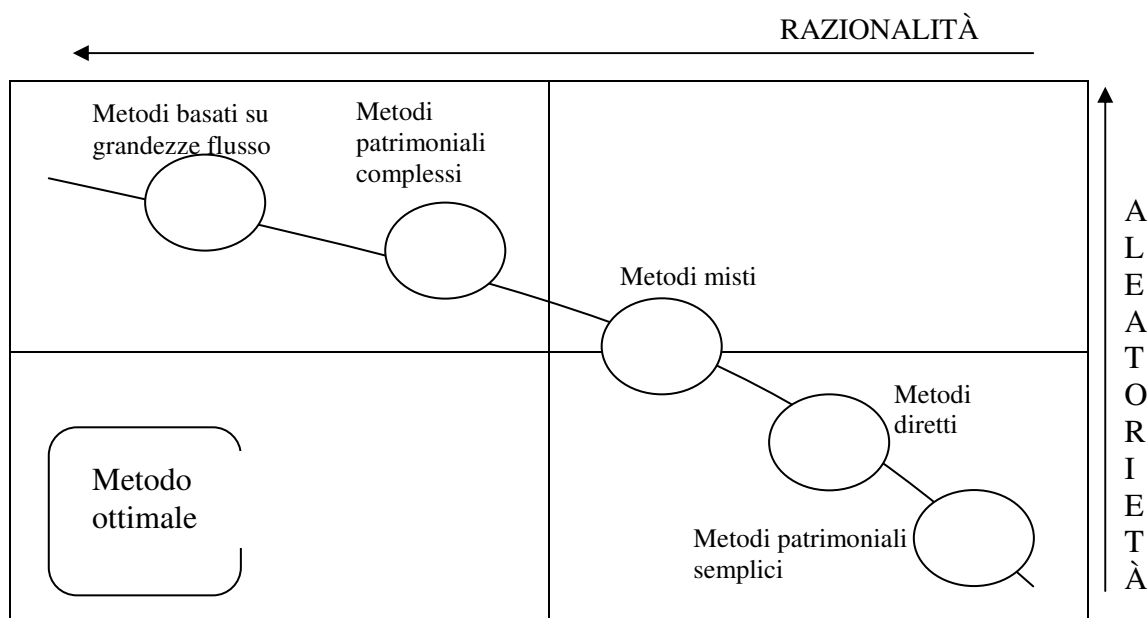


Figura 1 Classificazione dei modelli per grado di razionalità e di sofisticazione (Zanda, Lacchini, Onesti, 1997), p. 410.

Secondo questa rappresentazione, che riprende quanto già osservato in precedenza è possibile rilevare come non esista un metodo valutativo perfetto in grado di soddisfare al suo interno contemporaneamente sia il requisito della piena razionalità sia il requisito dell'assenza di aleatorietà e quindi il requisito della piena disponibilità del metodo.

Ci sarebbe, invece, una sorta di posizionamento dei vari metodi lungo un percorso con due estremi: i metodi fondati su grandezze flusso che soddisfano massimamente il criterio della razionalità, ma per via delle stime che richiedono di effettuare si dimostrano altamente aleatori e talvolta difficilmente utilizzabili ad un estremo e all'altro estremo i metodi patrimoniali semplici, sempre applicabili, ma di limitata razionalità e difficilmente riconducibili ai criteri di una valutazione razionale, ma certamente poco aleatori.

Per supplire al problema del conflitto esistente tra razionalità della valutazione e applicabilità della stessa oltre a strumenti come l'analisi di sensitività e di scenario si sono aggiunti anche veri e propri modelli matematici di stima come la simulazione Monte Carlo finalizzata a trasformare il grado di incertezza della simulazione stessa in una certezza soggettiva. In questo caso individuata la metodologia da applicare viene definito il campo di oscillazione e la distribuzione delle probabilità soggettive di ogni singola variabile. Quindi vengono selezionate casualmente le diverse variabili e calcolato il valore dei capitali economici. E' chiaro che per motivi legati alla complessità e alla necessità di utilizzare strumenti adeguati per operare queste stime un metodo simile è applicabile solo in alcuni casi. Per questa ragione non sono accantonabili nella prassi valutativa i metodi tradizionali e i relativi problemi³⁸.

³⁸ Peraltro esistono anche autori come Zanda che sostengono che l'utilizzo di strumenti di valutazione del capitale come i metodi stocastici, per es. la simulazione Montecarlo, per via della maggiore coerenza tra la metodologia adottata e la natura aleatoria delle grandezze ricercate, sia preferibile rispetto ai metodi tradizionali. Secondo questi autori tali stime darebbero anche un esito migliore perché a differenza dei metodi tradizionali non avrebbero come riferimento un valore modale che di per se diverge dal valore medio e può quindi non dimostrarsi un valore equo. "...in presenza di un intervallo di valore che può assumere il capitale economico, allo scopo di eliminare la soggettività nella scelta di uno solo dei possibili valori e di evitare che tale valore possa di fatto non risultare neutrale rispetto alle posizioni particolari dei soggetti interessati alla negoziazione, si ritiene equo assumere la media aritmetica ponderata dei risultati derivanti dall'applicazione di metodologie stocastiche come valore espressivo del capitale economico d'impresa." Gianfranco Zanda, Marco Lacchini, Tiziano Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 1997, p. 421.

3. Il processo di valutazione

Oggetto del procedimento di valutazione è il valore economico del capitale dell'impresa o capitale economico.

Il capitale economico si definisce come un fondo di valori coordinati ed unico derivante dai redditi futuri³⁹, originato quindi da un complesso economico esistente non solo in funzione dei singoli elementi che lo costituiscono, ma della loro complementarità⁴⁰ e della loro coordinazione.

Trattandosi per tutti questi motivi di una realtà eminentemente astratta per la determinazione del valore economico del capitale è necessario fare ricorso a stime e ipotesi e non solo a dati evidenti e reali. Per cui il capitale economico si presenta come il fondo di valore derivato da un processo di valutazione effettuato partendo da una grandezza originaria rappresentata dal reddito prospettico.

Come affermato in precedenza quindi il capitale dell'impresa si presenta come un'entità astratta che si presta ad essere valutata in relazione alle sue diverse configurazioni.

Si distingue, quindi, come indicato nel paragrafo precedente, la valutazione del valore economico dell'azienda a seconda di quella che è la finalità della valutazione che effettuiamo. Al riguardo si è già chiarito come sia la valutazione finalizzata alla determinazione del capitale di funzionamento sia la valutazione finalizzata alla determinazione del valore del capitale di liquidazione non

³⁹ Gianfranco Zanda, Marco Lacchini, Tiziano Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, Torino, 1997, p. 6: "...il capitale economico si distinguerebbe dal capitale di bilancio o di funzionamento: mentre quest'ultimo è un fondo di valori scindibile in componenti complementari e analitiche (e, di più, risultante dalla loro sommatoria), il capitale economico è un valore unico e sintetico, che non può suddividersi nelle singole parti costitutive."

⁴⁰ "I capitale economico non rappresenta un aggregato di elementi autonomi, variamente accostabili e dissociabili, ma si appalesa invece come un complesso economico determinato in funzione non soltanto dei suoi elementi costitutivi, ma anche delle relazioni che rendono complementari codesti elementi in aderenza alla funzione strumentale esplicita dalla mobile coordinazione patrimoniale nell'ambito della dinamica coordinazione dell'impresa, della quale è parte integrante", Ferrero, *La valutazione economica del capitale di impresa*, 1966, Giuffrè, Milano.

riguardino propriamente se non in maniera indiretta la determinazione del valore economico dell'azienda. Allo stesso modo non è oggetto del processo di valutazione quella legata all'orientamento e alla valutazione delle strategie aziendali.

Rispetto al primo caso il capitale economico si distinguerebbe perché caratterizzato da una valutazione non finalizzata direttamente alla determinazione del valore attuale dell'azienda in termini di funzionamento della stessa, ma finalizzata, invece, ad una valutazione prospettica della potenzialità di creazione di reddito nel tempo. Rispetto al secondo caso la valutazione del capitale economico si distingue per via del fatto che viene presa in considerazione la determinazione del valore alla luce del mantenimento della struttura aziendale come combinazione produttiva, mentre nel caso della valutazione finalizzata a definire il capitale di liquidazione l'azienda viene presa in considerazione come semplice somma di beni privi di un effettivo legame produttivo tra di loro. Si tratta di quella che viene definita una valutazione analitica perché fondata sull'analisi del valore di ogni singolo elemento patrimoniale costitutivo dell'impresa distinto dagli altri, mentre la valutazione effettuata nel caso della stima del capitale economico viene definita sintetica in quanto indicativa della capacità di creare valore di tutta l'azienda come elemento di sintesi di tutti i fattori produttivi che ne partecipano.

Una analisi di dettaglio delle tipologie di valutazione collegate al fine della valutazione stessa viene proposta da Silvio Bianchi Martini.

Tabella 2 – Una classificazione delle tipologie di valutazione come proposta da Silvio Bianchi Martini, Lino Cinquini, Michele Galeotti, Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima, Franco Angeli, Milano, 2000.

SCOPO DELLA VALUTAZIONE	CONCEZIONE DEL CAPITALE	LOGICA DELLA VALUTAZIONE	NOZIONE DI CAPITALE UTILIZZATA	IPOTESI SULLA DURATA DELLA VITA AZIENDALE
FUNZIONAMENTO	Sistema di elementi (attivi e passivi) sistematicamente legati	Capitale fondo di valori determinato considerando i contributi di funzionalità (e lo scopo della determinazione del reddito periodale)	Analitico-sistematica	Continuazione della vita aziendale
LIQUIDAZIONE	Somma di parti distinte	Capitale fondo di valori determinato sulla base della stima di realizzo diretto per stralcio	Analitico-atomistica	Cessazione della vita aziendale
TRASFERIMENTO	Complesso unitario ed inscindibile	Capitale economico (accezione tradizionale zappiana) determinato mediante un processo di capitalizzazione dei redditi prospettici	Sintetico-unitaria (accezione tradizionale zappiana)	Continuazione della vita aziendale con cambiamenti che normalmente, ma non sempre, toccano la sfera del Soggetto economico

Tra le diverse situazioni indicate appare chiaro come il processo di valutazione che ha come oggetto la determinazione del valore economico sia chiaramente quello collegato alla valutazione finalizzata a operazioni straordinarie come il trasferimento dell'azienda o la trasformazione societaria⁴¹.

⁴¹ Alcuni autori (Guatri) fanno notare che con l'adozione dei nuovi principi contabili internazionali si estendono i temi del valore e della valutazione delle aziende anche all'ambito della redazione del bilancio di esercizio in relazione all'introduzione del principio del fair value e conseguentemente alla valutazione dell'attribuzione del goodwill/badwill nelle acquisizioni, alla determinazione del valore degli intangibili specifici e al test di impairment: "Con l'applicazione dei nuovi principi contabili internazionali (SFAS e IAS) la misura del valore ha fatto irruzione nella roccaforte della contabilità e del bilancio. Il principio del fair value ha sostituito infatti lo storico principio del costo, provocando come conseguenze il necessario adeguamento dei valori contabili a quelli di mercato e alle regole di misurazione del valore. Nuove legioni di professionisti della contabilità e del controllo debbono così misurarsi con il processo di valutazione (delle imprese, delle Business Units, di specifici intangibili, del goodwill ecc.)". Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005, p.4.

Altri come Coda cercano di elencare le situazioni in cui viene seguito il processo di valutazione: aumenti di capitale, cessioni di azioni, valutazioni di consistenza fisica e capacità reddituale, conferimento, stima del

La valutazione è di per sé influenzata da quelle che sono le condizioni delle parti coinvolte nel processo stesso, le condizioni dell'azienda. Come abbiamo affermato non esiste un unico valore che viene rilevato, ma a seconda della prospettiva in cui ci si pone possono esistere valori differenti.

Si può notare come si presentino sostanzialmente due posizioni: una rappresentata da quella del venditore dell'azienda che effettuerà una stima fondata sugli elementi attuali e prospettici in termini di potenziale redditività in suo possesso, una rappresentata dall'acquirente che effettuerà una stima condizionata dagli elementi che a suo giudizio si riveleranno solo dopo l'acquisizione dell'azienda, per esempio sinergie oppure possibile maggior valore generato grazie ad un cambio del management aziendale. Nel primo caso si farà riferimento ad una valutazione relativa allo stato del patrimonio ceduto da parte del cedente e alle prospettive economiche future dell'azienda, nel secondo caso si farà riferimento alla valutazione delle prospettive dell'investimento sia dal punto di vista reddituale sia dal punto di vista finanziario. Quindi anche i metodi utilizzati per la formulazione della valutazione saranno differenti tra di loro. Resta da tenere in considerazione il fatto che sarà comunque la situazione contingente e gli effettivi interessi di ognuna delle due parti ad indicare quale profilo del valore economico dell'azienda indagare e quindi quale metodo di valutazione adottare.

La valutazione strategica viene solitamente adottata nell'ottica del soggetto acquirente ed è finalizzata a stimare il valore dell'azienda qualora si proceda a

valore delle stock options, valutazioni per scorporazione, scissione, congruità, riduzione del capitale, quotazione, emissione di obbligazioni, stime su fattibilità ed effetti delle strategie aziendali .

stimare il valore da attribuirsi all'impresa obiettivo dell'acquisizione in funzione delle sinergie e delle opportunità incrementali ottenibili dopo l'acquisizione.

La valutazione in quest'ottica richiede un'analisi che tenga conto di una serie di informazioni relativa alla struttura produttiva e al mercato di riferimento dell'azienda acquisita.

Nel caso della valutazione di sinergie si dovrà tenere conto della natura delle sinergie in questione, se si tratti di sinergie di mercato o operative e in questo caso se siano sinergie legate a fattori di natura materiale, legate ad economie di scale o miglioramenti produttivi, o immateriale, legate cioè a fattori come integrazione della gamma o cross-selling.

Dal punto di vista del cedente verrà applicata la stessa logica, ma in termini di ridefinizione del business a seguito della cessione.

Questa tipologia di valutazione che ha assunto nel tempo una sempre maggiore importanza, appartiene, però, all'insieme delle valutazioni strategiche e pur prevedendo l'esistenza di una serie di metodologie consolidate, non rientra nell'ambito di interesse delle valutazioni per trasferimento, ma nell'ambito delle valutazioni destinate a orientare e valutare le strategie aziendali.

E' chiaro che quando noi parliamo di valore economico del capitale come concetto astratto ci poniamo in una condizione particolare nella quale sottraiamo la valutazione dell'azienda ai fattori contingenti e cerchiamo di definire un valore teorico, astratto e razionale che esuli dall'influenza di qualsiasi altro elemento.

Queste valutazioni sono molto più difficili perché più articolate e influenzate da una serie numerosa di variabili. Allineare la posizione debitoria effettiva alla natura dei flussi di cassa presi in considerazione è in questo caso fondamentale perché possono crearsi situazioni particolari come quella di un'azienda che presenti un elevato ricorso agli anticipi da clienti, in questo caso se il prezzo praticato è particolarmente più basso allora bisogna riconoscere come la rappresentazione del

flusso non sia sufficientemente corretta per via del fatto che in realtà questo comportamento comprenda al suo interno un costo indiretto di finanziamento. Per cui si pone poi il problema se la previsione debba formularsi al lordo dei componenti finanziari (configurazione operativa o unlevered) ovvero al netto (configurazione levered). A favore della prima soluzione si argomenta che questa permette di cogliere esclusivamente il fondamento economico dell'azienda, prescindendo dai condizionamenti derivanti dalla struttura finanziaria, che esulano dall'attività caratteristica.

In linea con tale impostazione, dapprima si determina il valore economico per capitalizzazione-attualizzazione dei flussi operativi (ipotizzando, quindi, implicitamente che l'azienda sia interamente finanziata con il capitale proprio) quindi si considera la struttura finanziaria, sottraendo il valore dei debiti trasferiti.

Diversa la situazione delle valutazioni equity side che definiscono il valore del patrimonio netto come valore attualizzato di un flusso costante, solitamente di reddito, e che per questo motivo si presentano forse come più semplici delle precedenti, ma che contengono a loro volta difficoltà legate alla definizione di reddito adottata e conseguentemente alla scelta del tasso di attualizzazione effettuata e all'aleatorietà delle previsioni di reddito al procedere del tempo.

Mentre tutti gli aspetti soggettivi che abbiamo citato prima dovranno essere presi in considerazione all'interno del processo di valutazione effettuato dalle parti, il giudizio formulato per la determinazione del valore teorico dovrà isolare tali elementi.

Un simile giudizio viene tradizionalmente individuato nel giudizio che può essere formulato da parte di un perito terzo rispetto alle parti, esso viene solitamente identificato nel giudizio formulato nel caso dell'effettuazione di procedimenti giudiziali.

L'ottica nella quale ci si situa quindi classicamente è l'ottica del perito indipendente.

Quindi per definire il caso concreto nel quale si viene a creare un riferimento diretto alla valutazione del capitale economico dell'impresa si deve ricorrere alla presenza di due requisiti: la necessità di una valutazione per la determinazione di un prezzo di trasferimento o comunque di valori economici finalizzati ad un'operazione di finanza straordinaria⁴² e l'effettuazione della valutazione da parte di un soggetto terzo indipendente dalle parti.

Viene così definito un ulteriore requisito per la determinazione del valore del capitale economico, il requisito di neutralità. Da affiancare a quelli che sono i requisiti precedentemente descritti della definizione di valore economico del capitale: razionalità, obiettività, generalità. Quindi il valore economico dell'impresa dovrà essere anche generale. Talvolta questo requisito viene indicato in modo differente come requisito di neutralità od equità tra le parti. Nel primo caso sottolineando l'elemento di imparzialità nel giudizio del perito, nel secondo caso evidenziando la necessità di una valutazione che tenga conto della rappresentazione corretta e quindi non venata da un favore verso una delle parti del valore economico dell'azienda sottoposta a valutazione.

⁴² Per questa ragione nella stima del valore del capitale economico deve essere anche escluso il valore relativo a premi di maggioranza o sconti di minoranza che dovrà essere computato solo al momento della determinazione del prezzo finale. "Il valutatore indipendente svolgerà la valutazione astraendo dagli effetti del trasferimento e dalle convenienze delle parti interessate. L'azienda sarà dunque valutata secondo logiche stand alone, ossia considerandola autonomamente e seguendo logiche di valutazione as-is ovvero considerando la stessa nella sua attuale condizione di funzionamento. L'oggetto di stima sarà, dunque, osservato prescindendo dai legami che lo avvengono ad altri complessi aziendali e seguendo l'ipotesi di mantenimento dell'attuale formula imprenditoriale...Il capitale economico o valore economico del capitale è il valore ottenuto facendo riferimento alla redditività già dimostrata dall'azienda o da questa acquisibile con fondatezza nel breve periodo. È come detto un valore generale, dunque, stimato da un perito indipendente con una valutazione stand alone e as-is," E. Gonnella, Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone, PLUS, Pisa, 2008, pp.30-31-32.

Il valore che viene determinato è quindi un valore dell'azienda di per sé sulla base della situazione di fatto e delle prospettive aziendali basate sulle strategie e sui piani dell'azienda anche non ancora completamente attuati.

Tali dati di partenza devono condurre alla determinazione del valore risultato della perizia secondo i principi già descritti.

La letteratura italiana sia a livello dottrinale sia a livello di prassi ha cercato di individuare elementi utili ad indicare le modalità operative migliori per effettuare un efficace processo di valutazione.

Tutti gli autori ed il Guatri in particolare, hanno sottolineato sempre l'importanza di partire da una adeguata base informativa descritta come l'elemento cardinale delle valutazioni sia secondo modelli assoluti sia secondo i multipli.

La base informativa consiste nella serie di dati ed informazioni necessari per potere realizzare la valutazione dell'azienda alla luce dell'approccio e dei metodi prescelti.

Per le valutazioni assolute è rappresentata da: analisi strategica, analisi storica, informazioni patrimoniale, informazioni riguardante i tassi. Per le valutazioni finalizzate alle acquisizioni alle informazioni precedentemente indicate si uniscono le analisi delle potenzialità (sinergie, vantaggi potenziali...) e dei piani pluriennali.

Per le valutazioni da effettuare utilizzando i multipli essa è rappresentata dalle informazioni relative alla definizione della banca dati necessaria a fornire le informazioni sulle aziende comparabili e delle transazioni comparabili.

La base informativa necessaria viene così rappresentata dal Guatri:

Tabella 3 – Gli elementi fondamentali della base informativa per le valutazioni assolute secondo Guatri (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).

Base informativa per le valutazioni assolute	
Analisi strategica	Quadro macroeconomico
	Quadro di settore
Analisi storica	Analisi delle risorse e delle competenze
	Quadro storico dei risultati contabili
	Quadro storico dei risultati Finanziari
Informazioni sui tassi	Quadro storico dei risultati economici
	Banche dati Beta
	Rendimenti di portafoglio
	Tassi senza rischio
Informazione patrimoniale	Misure storiche e prospettiche per l'ERP
	Misure del fattore di crescita g
	Attività materiali
Piani pluriennali	Intangibili specifici
	Attività e passività finanziarie
	Piani formalizzati
Basi informative per le acquisizioni	Vincoli alla pianificazione
	Potenziali
	Valori delle sinergie
	Attenuazione del rischio
	Opzioni differenziali

Tabella 4 - Gli elementi fondamentali della base informativa per le valutazioni relative secondo Guatri (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).

Base informativa per le valutazioni relative	
Società comparabili	Banche dati di società comparabili Profili delle società comparabili Informazioni sulle aziende del settore
Transazioni comparabili	Banche dati per transazioni comparabili Informazioni sulle operazioni Informazioni sulle società target

La seconda fase del processo di valutazione consiste nell'analisi di quelli che sono gli elementi fondamentali che permettono di inquadrare l'azienda all'interno del contesto competitivo e di comprenderne le caratteristiche intrinseche.

Nell'analisi fondamentale gioca una grande importanza l'analisi delle leve fondamentali del valore, una tale analisi se risulta essere solo parzialmente applicabile nel caso delle valutazioni fondate su grandezze flusso non lo è nel caso delle valutazioni patrimoniali e ne costituisce un grave limite. Nel complesso, però, nessuna formula riesce ad esprimere tutte le leve del valore. Per proiettare l'analisi nel futuro è necessario verificare quali leve del valore sono fondamentali per lo sviluppo dell'impresa e valutarne l'andamento futuro.

Tabella 5 – Analisi delle leve del valore e del prezzo. (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).

Classi di leve	
<u>Leve del valore</u>	
Attrattività del settore	

Componenti di base	Acquisti Produzione Distribuzione fisica Organizzazione commerciale Marketing
Competenze distintive	Innovazione Risorse umane Integrità specifici Tecnologia informatica
<u>Leve centrali</u>	Finanza Fiscalità Relazioni pubbliche Top management Capacità strategica Comunicazione esterna
<u>Leve del prezzo</u>	Comunicazione Cura del mercato

Tabella 6 – Gli elementi fondamentali dell’analisi fondamentale per le valutazioni assolute secondo Guatri. (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).

Analisi fondamentale per le valutazioni assolute	
Analisi dei flussi	Analisi correttiva dei dati contabili
	Integrazione economica dei risultati contabili
	Analisi patrimoniale
	Analisi della sostenibilità e sensitività dei piani
	Analisi pro-forma
Analisi dei tassi	Analisi e aggiustamenti dei beta
	Analisi e aggiustamenti dell’Equity Risk Premium
	Verifica della comparabilità tra flussi e tassi

Tabella 7 - Gli elementi fondamentali dell’analisi fondamentale per le valutazioni relative secondo Guatri. (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).

Analisi fondamentale per le valutazioni relative	
	Dai multipli grezzi ai multipli adjusted
	Dai multipli grezzi ai multipli clean
	Comparabilità internazionale
	Analisi delle performance attese
	Analisi dei deals e dei loro prezzi
	Analisi dell’impresa target

Effettuata l'analisi fondamentale la fase successiva viene rappresentata dall'analisi strategica.

L'analisi strategica, invece, si concentra piuttosto sull'interpretazione del quadro economico generale, specifico dell'azienda e sull'analisi di risorse e competenze. Per ognuna di queste categorie andranno individuate delle specifiche leve in grado di garantire la competitività aziendale. Accanto alle leve rilevabili all'interno di questo quadro si pongono le leve di prezzo che si presentano come una delle principali leve controllabili per il successo dell'impresa.

Successivamente all'analisi delle prospettive strategiche si cerca di analizzare e interpretare il quadro economico nel quale si colloca l'azienda. Nell'analisi del quadro economico storico si prevede una particolare attenzione dedicata allo stato del conto economico interpretato anche attraverso tutte le possibili riclassificazioni dello stesso sia in rapporto alle grandezze descritte nello stato patrimoniale sia in rapporto con grandezza di natura finanziaria. In particolare si rivelano frequentemente di utilità i riferimenti a quozienti di bilancio e a grandezze contabili rappresentative di intangibili strategici, ma difficilmente misurabili.

Tabella 8 – Quadro storico dei risultati e sue componenti. (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).

Quadro storico dei risultati e sue componenti	
Dati e risultati contabili	Utili netti EBIT; EBITDA... ROI; ROE... Vendite per categorie Margini netti percentuali sul giro di affari per aree e per prodotti Margini lordi percentuali sul giro di

Dati e risultati economici inespressi	affari per aree e per prodotti Intangibili Intangibili specifici tecnologici Intangibili specifici di marketing Altri intangibili specifici Intangibili generici
Plusvalenze e minusvalenze inesprese	Su attività Su passività
Dati e flussi finanziari	Flussi di cassa Dividendi Interessi passivi Interessi netti Risultati finanziari

Come ultima fase dell'analisi viene proposto il ricorso all'informazione patrimoniale che permette di determinare il capitale rettificato che permette di determinare la misura dell'avviamento e di ottenere informazioni sui beni intangibili, l'ammortamento e i processi di normalizzazione del reddito.

Diversamente nel caso delle acquisizioni si aggiungono informazioni relative a potenziali di reddito latenti, sinergie (di efficienza, di mercato, finanziarie, fiscali), potenzialità lontane nel tempo. Per potenzialità latenti si intendono miglioramenti nell'efficienza, nel marketing, nell'organizzazione, nella struttura finanziario patrimoniale. Inoltre a seguito di una acquisizione si può ottenere una sostanziale riduzione del rischio aziendale.

I dati relativi ai piani pluriennali permetterebbero invece di realizzare una proiezione dell'andamento futuro dei flussi reddituali e dei rischi correlati.

Ovviamente tali dati devono essere sempre verificati alla luce dei risultati delle analisi precedenti. Inoltre sono necessari piani che presentino una descrizione dettagliata e formalizzata dei possibili sviluppi futuri.

La selezione dei dati nel caso del ricorso ai multipli di bilancio, invece, sarà fondamentale per quello che riguarda la definizione delle caratteristiche di base dell'insieme delle aziende prese in considerazione: settore, dimensione, rischi finanziari, omogeneità effettiva, governance, trasparenza, stadio di vita dell'azienda, modelli di business avvicinati. Mentre per i multipli realizzati ricorrendo a transazioni comparabili gli elementi chiave di giudizio verranno considerati l'ampiezza e l'attendibilità dei riferimenti, la dispersione e la concentrazione dei multipli.

CAPITOLO 2.

GLI STANDARD DI VALUTAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA NELLA REALTA' NORD AMERICANA.

1. L'ambito di applicazione degli standard in Nord America.

In ambito americano la necessità di dotare le procedure di valutazione del valore economico del capitale di una serie di norme procedurali e operative tali da garantire la solidità e la validità della valutazione stessa ha condotto alla definizione di una serie di standard di valutazione riguardanti sia l'applicazione delle relative metodologie sia le modalità di redazione delle relazioni di valutazione e di condotta dei valutatori come professionisti operanti per un privato e come periti nei tribunali⁴³.

Questo tentativo è iniziato nel 1987 con la creazione della Appraisal Foundation da parte di 9 organizzazioni costituenti il North American Council of Appraisal Organisation (NACAO) e da 6 socie della American Bankers Association.

La Fondazione ha a sua volta dato vita a due organismi:

1. l'Appraisal Standard Board (ASB), incaricato di formulare gli standards professionali del settore Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP)
2. l'Appraisal Qualifications Board, incaricato di promulgare le norme di qualificazione per i valutatori

⁴³ "The days when there was virtually no generally accepted guidance and almost anything could pass as a business valuation are gone forever" (Shannon P.Pratt, Valuing a Business, McGraw Hill, 2008, p.4).

L'iniziativa è stata subito valorizzata dal punto di vista normativo da parte del Legislatore americano che nel 1989, con il Financial Institution Reform, Recovery, and Enforcement Act (FIRREA), ha reso obbligatorio il rispetto delle USPAP per tutte le transazioni inerenti le proprietà immobiliari. Contemporaneamente la maggioranza degli operatori economici riconosceva le norme del USPAP come norme di riferimento per le valutazioni inerenti la valutazione delle imprese e delle proprietà personali. In tal modo sia a livello pubblico sia in relazione alle transazioni fra privati le norme stabilite dall'ASB sono state comunemente riconosciute come norme di riferimento e sono diventate di uso comune.

Gli standard stabiliti nel USPAP vengono a loro volta chiariti e sviluppati attraverso la definizione di standard più specifici da parte di varie associazioni professionali quali: la American Society of Appraiser (ASA)⁴⁴, l'Institute of Business Appraisers (IBA)⁴⁵, la National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA)⁴⁶, l'American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)⁴⁷.

Le associazioni professionali non si sono semplicemente limitate a emettere degli standard e a favorire una diffusione delle buone pratiche legate alle valutazioni di azienda, ma hanno cercato di garantire la qualità delle prestazioni dei propri associati attraverso l'introduzione di una serie di certificazioni professionali divenute necessarie per i propri associati per poter svolgere l'attività di

⁴⁴ L'American Society of Appraisers (ASA), fondata nel 1936, è un'associazione tra professionisti della valutazione finalizzata a garantire la professionalità dei propri membri attraverso una serie di attività di formazione e certificazione propedeutiche al riconoscimento del titolo di valutatore certificato che dà diritto a divenire soci dell'associazione stessa (sono previsti diversi livelli di membership).

⁴⁵ L'Institute of Business Appraisers (IBA), fondato nel 1978, è un'organizzazione non profit finalizzata alla formazione e specializzazione nel campo della valutazione delle imprese.

⁴⁶ La National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA), fondata nel 1991, è un'associazione formata da professionisti che operano nel campo delle valutazioni fornisce tutta una serie di regole e certificazioni relative alla professionalità dei soci.

⁴⁷ L'American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), fondato nel 1887, è un organo dell'Associazione dei CPA, Certified Public Accountants, e ha la finalità di formare e certificare i membri dell'associazione e all'interno della stessa attività fornisce specifiche indicazioni riguardo le attività dei CPA collegate alla valutazione delle imprese.

valutatore⁴⁸. In tal modo i professionisti sono stati obbligati a far propri gli stessi standard che sono divenuti il fondamento dello stesso processo di certificazione. La distinzione in differenti livelli di certificazione ha inoltre permesso ai clienti di identificare più facilmente le competenze e le qualifiche professionali dei valutatori.

Accanto alle norme indicate da parte delle associazioni professionali esistono altre norme stabilite da parte del Dipartimento del Tesoro per la determinazione del valore dell'imponibile relativo alla tassazione delle proprietà immobiliari e delle successioni in particolare per le aziende familiari e norme interpretative stabilite da parte del Dipartimento del Lavoro inerente la determinazione del valore delle quote di proprietà/azioni cedute dalle aziende a favore dei propri dipendenti come forma di compenso o di premio aziendale o sotto qualsiasi altra motivazione, tali norme devono essere intese come forma di tutela a favore dei dipendenti. A queste norme si aggiungono le indicazioni fornite da parte dell'associazione delle società che attuano Employee Stock Ownership Plans (ESOP), piani di partecipazione azionaria dei lavoratori.

Al quadro normativo sopra descritto va aggiunto il fatto che, negli ultimi anni, gli stessi tribunali nell'affrontare casi nei quali fosse richiesta la formulazione di un parere da parte di un perito inerente la valutazione del valore economico di un'azienda o di una proprietà si sono volontariamente rifatti nell'accogliere o meno il parere fornito a quanto stabilito da parte degli standard di valutazione.

L'adozione di fatto da parte dei Tribunali degli standard come criterio di riferimento nella formulazione delle sentenze ne ha definitivamente sancito la rilevanza per tutto il sistema economico americano e ne ha favorito, per via del ruolo rilevante a livello mondiale delle imprese americane e del mercato

⁴⁸ Non si riporta in questo lavoro la denominazione delle certificazioni utilizzate che sono numerose e differenti a seconda della associazione di riferimento e che prevedono diversi livelli di qualificazione.

finanziario americano, una certa diffusione all'interno dell'ambiente finanziario internazionale⁴⁹. Una tale diffusione è stata fortemente favorita da parte dello sviluppo molto rapido dei mercati finanziari negli anni successivi al 2000, che ha richiesto la formulazione di standard più stringenti ed efficaci per la valutazione dei titoli finanziari rappresentativi del capitale o del debito delle imprese e quindi per la determinazione del valore economico del loro capitale.

Per tutte queste ragioni non appare possibile attualmente affrontare il problema delle valutazioni ed in particolare della valutazione del valore economico del capitale dell'impresa prescindendo dal prendere in considerazione gli standard USPAP e in generale gli standard stabiliti dalla ASA.

2. *Analisi dell'esperienza statunitense.*

a. Gli standard United States Professional Appraisal Practice

Come è stato osservato sino ad ora, gli standard United States Professional Appraisal Practice (USPAP)⁵⁰ non si limitano ad affrontare semplicemente le buone pratiche da adottare per la formulazione di valutazioni inerenti le aziende o rami di azienda, ma sono destinati a costituire in maniera più ampia un insieme di linee guida destinate a tutte le attività nelle quali venga operata una valutazione di valore economico di un

⁴⁹ In particolare la scelta americana è stata seguita da parte del Canada tramite il Canadian Institute of Chartered Business Valuators (CICBV), l'associazione canadese dei valutatori, dotata anche di funzione pubblica e che a sua volta partendo dagli standard americani ha provveduto a fornire delle proprie indicazioni per il Canada. Accanto al Canada anche la Germania con ha cominciato a fornire per li operatori nazionali ... A livello internazionale, invece, sotto... è stata costituito l'International Valuation Standard Comitee (IVSC) con sede a Londra ... al fine di Per il contenuto delle indicazioni provenienti da questi enti rimandiamo più avanti alla parte del capitale ad essi specificamente dedicata.

⁵⁰ Per quanto segue viene fatto riferimento all'Edizione 2008-2009 degli USPAP, ultima versione pubblicata.

bene dalle valutazioni di oggetti d'arte alle valutazioni di proprietà immobiliari alle valutazioni di aziende.

Gli USPAP sono articolati in più sezioni: Definizione, Preambolo generale, Norme etiche, Norme sulle competenze, Norme generali, Norme per le eccezioni giurisdizionali, 9 Standard Rules (Standard veri e propri), 10 Statements on Appraisal Standards (Statement interpretativi degli Standard), 27 Advisory Opinions con la funzione di chiarire ulteriormente gli Standard senza creare nuove norme vincolanti, Glossario e Indice. Accanto a tutte queste indicazioni l'Appraisal Standard Board fornisce anche una serie di Domande e Risposte nelle quali gli standard vengono ulteriormente chiariti per gli utilizzatori.

Tabella 9 - Sintesi dei titoli degli Uniform Standard of Professional Appraisal Practice (USPAP) (per gli Statements on Appraisal Standards e le Advisory Opinions vengono indicati solo quelli rilevati relativamente alla Business Valuation).

UNIFORM STANDARD OF PROFESSIONAL APPRAISAL PRACTICE (USPAP)	
DEFINITION	
PREAMBLE	
ETHICS RULE	
COMPETENCY RULE	
DEPARTURE RULE	
JURISDICTIONAL EXCEPTION RULE	
SUPPLEMENTAL STANDARDS RULE (deleted)	
Standard 1	Real Property Appraisal, Development
Standard 2	Real Property Appraisal, Reporting

Standard 3	Appraisal Review, Development and Reporting
Standard 4	Real Property Appraisal Consulting, Development
Standard 5	Real Property Appraisal Consulting, Reporting
Standard 6	Mass Appraisal, Development and Reporting
Standard 7	Personal Property Appraisal, Development
Standard 8	Personal Property Appraisal, Reporting
Standard 9	Business Appraisal, Development
Standard 10	Business Appraisal, Reporting
STATEMENTS ON APPRAISAL STANDARDS	
...	...
SMT - 9	Identification of the Client's Intended Use in Developing and Reporting Appraisal, Appraisal Review or Appraisal Consulting Assignment Opinions and Conclusions
...	...
ADVISORY OPINIONS	
...	...
AO - 3	Update of a Prior Assignment
...	...
AO - 18	Use of an Automated Valuation Model
...	...
AO - 26	Readdressing (Transferring) a Report to Another Party
AO - 27	Appraising the same Property for a New Client
AO - 28	Scope of Work Decision, Performance, and Disclosure
AO - 29	An Acceptable Scope of Work

...	...
AO- 31	Assignments Involving More than One Appraiser
...	...
GLOSSARY	
INDEX	

Per questo motivo tra i vari standard presentati sono di nostro interesse solo alcuni in particolare: il 9, “Business Appraisal, Development” e il 10, “Business Appraisal, Reporting”, ambedue inerenti direttamente il tema delle valutazioni di azienda.

g. Preamble

Nel Preambolo agli standard USPAP viene specificato come fine degli standard sia promuovere e stabilire un alto livello di fiducia nelle valutazioni aziendali attraverso la fissazione di una serie di requisiti di qualità per l'attività di valutazione. Inoltre viene stabilito come i valutatori debbano comunicare il risultato della propria attività in maniera tale da garantire un prodotto significativo per il cliente e in grado di non generare interpretazioni erranee.

Per realizzare gli standard si è fatto riferimento alle best practices prevalenti negli Stati Uniti. Il rispetto di queste norme, che sono a tutela sia del valutatore sia del cliente, è obbligatorio per il valutatore affinché possa essere garantita la fiducia dei clienti nella professionalità delle valutazioni di proprietà e di azienda.

Il rispetto degli standard USPAP è obbligatorio solo qualora ciò sia richiesto da norme di legge, in tutti gli altri casi la scelta di seguire tali norme è lasciata alla libertà del valutatore e del cliente. Gli standard non hanno valore di legge.

h. Definitions

Nelle definizioni viene chiarito il significato della terminologia utilizzata negli standard.

i. Ethics Rule

Le norme di condotta etiche contenute all'interno degli standard USPAP riguardano l'integrità, l'imparzialità, l'obiettività, l'indipendenza e la condotta etica che devono essere tenuti da parte del valutatore nello svolgimento della propria funzione. Fine di tali norme, che valgono per gli individui come per le organizzazioni, è difendere l'affidabilità dell'attività di valutazione svolta garantendone la correttezza, le regole etiche si articolano in 4 differenti aree: Condotta, Gestione, Riservatezza e Archiviazione dei dati.

Per norme di condotta si intendono gli obblighi di:

- seguire con competenza e senso etico le indicazioni degli USPAP
- non essere coinvolti in attività criminali
- operare con professionalità
- mantenere la propria indipendenza
- esprimere il proprio parere evitando di incorrere in interpretazioni erranee o fuorvianti
- non operare valutazioni che tengano conto di caratteristiche discriminatorie del cliente o di persone coinvolte nella valutazione

Qualora il valutatore si trovi nella situazione di operare con altri valutatori che violano tali principi dovrà necessariamente comportarsi in maniera tale da rispettare, almeno lui, queste indicazioni.

All'interno delle norme definite gestionali si specificano alcuni punti rilevanti:

- non è ammesso il pagamento di somme occulte a latere dell'incarico di valutazione
- non sono altresì ammessi pagamenti a fronte di: formulazione di determinati esiti della valutazione, indicazioni a favore del cliente,

percentuali calcolate rispetto al valore della stima effettuata, il raggiungimento di un determinato esito, la realizzazione di determinati eventi a seguito della formulazione del parere

- non sono ammesse forme pubblicitarie ingannevoli

Nel capo della riservatezza si stabilisce che un valutatore deve agire secondo buona fede tenendo conto dei legittimi interessi del cliente nell'uso di informazioni confidenziali e nella redazione delle comunicazioni inerenti i risultati della valutazione⁵¹.

Il valutatore deve, inoltre, rispettare tutte le norme legislative inerenti la tutela della privacy.

In nessun caso deve essere possibile per il valutatore mostrare a terzi il risultato della propria stima.

Nel campo dell'archiviazione dei dati viene stabilito l'obbligo di mantenere tutti i dati relativi al lavoro svolto in una apposita cartella in cui debbono essere indicati:

- il nome del cliente e dei destinatari del lavoro
- copie autentiche di ogni lavoro scritto o materiale utilizzato sotto qualsiasi forma
- sintesi di ogni intervista o testimonianza
- qualsiasi documento utilizzato dal valutatore nella propria analisi

I documenti devono essere trattenuti per 5 anni dalla realizzazione e per almeno 2 dall'ultimo utilizzo presso un tribunale.

L'accesso ai documenti deve essere controllato in maniera adeguata.

Copie autentiche di tutte le informazioni necessarie relative al report finale devono essere fornite al cliente.

⁵¹ “An appraiser must act in good faith with regard to the legitimate interests of the client in the use of confidential information and in the communication of assignment results.” USPAP 2008-2009.

Il valutatore deve avere cura nello scegliere la forma, lo stile e i mezzi di comunicazione da utilizzare nel lavoro.

Qualora il parere formulato sia in forma sintetica i dati disponibili devono essere tali da permettere di ottenere un parere completo. Tutta la documentazione deve essere disponibile per tutti coloro che ne facciano richiesta e in particolare per le autorità pubbliche.

j. Competency Rule

La Competency Rule presenta quali siano le condizioni necessarie di conoscenza ed esperienza per lo svolgimento di un incarico di valutazione. Prima di assumere l'incarico per l'effettuazione di una valutazione il valutatore deve poter identificare l'oggetto del suo parere e deve capire se, per la propria esperienza e le proprie conoscenze, può essere in grado di arrivare a soddisfare la richiesta. Il valutatore si assume la responsabilità di avere capacità tali da soddisfare la richiesta del cliente.

Accettato l'incarico deve:

- rendere noti al cliente i punti sui quali manca di sufficiente conoscenza
- svolgere tutti i passi necessari per arrivare a concludere l'incarico
- rendere noto al termine del proprio lavoro e all'interno del report quali siano i punti deboli della propria analisi per mancanza di informazioni o conoscenza
- rispettare tutte le norme di legge necessarie

Se necessario il valutatore può fare ricorso, dove la sua esperienza non sia sufficiente, a pareri di terzi o a corrispondenti locali, qualora la valutazione venga effettuata per un'azienda o un asset al di fuori del territorio in cui egli opera abitualmente.

Qualora sorgessero dei problemi che non sono stati analizzati al momento dell'accettazione dell'incarico è dovere del valutatore segnalare le relative ulteriori difficoltà al cliente.

k. Scope of Work Rule

Presenta gli obblighi collegati alla modalità di svolgimento delle attività di identificazione, ricerca e analisi. Per ogni attività di valutazione il valutatore deve:

- identificare il problema che gli viene posto
- determinare e realizzare il tipo di lavoro che gli viene chiesto per realizzare la valutazione
- mostrare l'ampiezza del proprio lavoro nel report realizzato

L'identificazione del problema è necessaria per poter capire quali siano le attività da svolgere per la formulazione del parere finale, attività che deve essere visibile nel report finale.

Dati necessari per identificare l'oggetto della stima sono: il cliente e i destinatari, il fine della valutazione, tipo e definizione di valore, data effettiva della stima e del report, oggetto della valutazione e sue caratteristiche, condizioni specifiche intese come assunzioni straordinarie, obblighi di leggi, ipotesi.

L'ambito del lavoro, inteso come ampiezza degli oggetti, dei dati e delle analisi svolte, resta interamente a carico del valutatore. Ovviamente con l'analisi dei dati alcune caratteristiche dell'oggetto della valutazione potranno anche mutare e di ciò si dovrà tenere conto.

Tutte le informazioni necessarie per comprendere oggetto e fine della valutazione e per conoscere tutto l'ambito del lavoro svolto dovranno essere rese note nel report finale.

1. Jurisdictional Exception Rule

La Jurisdictional Exception Rule ha come fine quello di specificare che qualora una parte delle norme relative agli USPAP si trovi ad essere in contrasto con leggi o qualsiasi norma cogente, questa parte degli USPAP dovrà essere considerata nulla e non potrà essere opposta alla norma vigente. Fine di questa norma è conservare la validità del quadro degli USPAP nel momento nel quale una parte di essi venisse a contrastare con norme giuridiche.

m. Standard 9 - Business Appraisal, Development

Lo standard ha come fine quello di fornire delle indicazioni generali tese ad orientare l'attività del valutatore in maniera tale da garantire l'efficacia e la qualità del suo lavoro.

L'ambito a cui si riferisce il presente standard, come per il successivo, riguarda la valutazione di una azienda, in tutto o in parte, o di un bene immateriale.

Perché il valutatore possa svolgere bene il proprio incarico deve:

- identificare chiaramente quale problema è stato chiamato a risolvere
- determinare l'ampiezza del lavoro necessario per la soluzione del problema
- completare correttamente l'attività di ricerca e analisi necessaria per lo svolgimento del proprio incarico
- produrre una valutazione che sia credibile

Questi quattro aspetti vengono ritenuti fondamentali per garantire la sostanziale validità dell'attività di valutazione, la mancanza di uno solo di questi verrebbe ad inficiare tutta la procedura di valutazione.

Lo standard non si limita alla definizione di questi primi quattro criteri fondamentali, ma li dettaglia successivamente declinandoli in altri ulteriori cinque punti, a loro volta meglio dettagliati, tramite i quali vengono meglio chiariti gli aspetti dell'attività di valutazione.

Nella Standard Rule 9-1, viene specificato come nello svolgimento di una valutazione inerente un'azienda, parte di essa o un bene immateriale, il valutatore debba:

- conoscere, capire e utilizzare correttamente tutti gli approcci, i metodi e le procedure necessarie per realizzare una valutazione che sia credibile (ovvero utilizzare strumenti adeguati all'oggetto di valutazione, coerenti e credibili con esso)⁵²
- non deve commettere nessun errore, omissione o commistione che possa significativamente avere effetti sulla stima effettuata⁵³
- non deve svolgere la propria attività in maniera negligente o superficiale tale che per via di una serie di errori, anche non rilevanti se presi individualmente, venga inficiata la credibilità del risultato. Ciò che viene richiesto, in questo caso, non è la

⁵² Secondo lo Standard ciò inevitabilmente conduce al fatto che nel caso in cui vi siano cambiamenti a livello di teoria economica o degli investimenti ovvero vi siano importanti cambiamenti nel campo della finanza, della regolamentazione dei titoli, nelle norme contabili e tutti questi cambiamenti abbiano una qualche influenza sulla teoria della valutazione, detti cambiamenti devono essere presi in considerazione al momento dell'effettuazione della singola valutazione.

⁵³ Viene inoltre precisato che il requisito della diligenza nello svolgimento dell'attività di valutazione richiede di identificare e analizzare: i fattori, le condizioni, i dati e tutte le informazioni che possono avere un significativo effetto sul risultato dell'incarico.

perfezione dell'analisi, ma la sua adeguatezza, originata dalla competenza del valutatore, che deve operare con le dovute diligenza e cura.

Nella Standard Rule 9-2, vengono ulteriormente precisate una serie di azioni che il valutatore deve comunque compiere per garantire l'adeguatezza della propria valutazione:

- identificare il cliente e tutti gli altri possibili utilizzatori della valutazione
- identificare l'uso che il cliente o altri intendono fare della valutazione
- identificare standard, definizioni e premesse del valore da prendere in considerazione per la valutazione
- indicare la data effettiva della valutazione
- identificare quali caratteristiche della proprietà oggetto della valutazione sono rilevanti per il fine della valutazione e per la definizione e gli standard di valutazione adottati
- identificare l'oggetto della valutazione sia nel caso si tratti di un'impresa o di un bene
- identificare la quota di proprietà dell'impresa o del bene che deve essere oggetto della valutazione⁵⁴
- identificare la presenza di eventuali accordi di buy-sell o di opzioni o di accordi di restrizione del diritto di proprietà o di

⁵⁴ Più dettagliatamente si specifica che: "The interest to be valued may represent all ownership rights or a subset of those rights, such as a specific right to use the asset".

altre forme di condizionamenti giuridici che possono influenzare il valore dell'azienda o del bene

- identificare la presenza di eventuali sconti per mancanza di controllo⁵⁵ o mancanza di liquidità⁵⁶
- identificare ogni assunzione straordinaria necessaria per la realizzazione della stima⁵⁷
- identificare tutte le condizioni ipotetiche presenti nella valutazione⁵⁸
- definire l'ambito della valutazione tale da produrre un risultato conforme con il fine e l'ampiezza della valutazione richiesta

Nella Standard Rule 9 -3, vengono fornite indicazioni di dettaglio nel momento nel quale la valutazione che viene effettuata abbia come oggetto la determinazione del valore di una quota del capitale sociale che possa precludere ad una liquidazione dell'azienda. In tal caso il valutatore deve prendere in considerazione la possibilità che venga realizzato un ritorno maggiore attraverso la liquidazione di tutti gli asset aziendali, invece, che nel rispetto del principio della continuità. In altri termini si deve considerare che può darsi che il valore della quota inteso come quota del capitale

⁵⁵ Dovuta a leggi, differenti distribuzioni della proprietà, vincoli contrattuali e/o altri fattori.

⁵⁶ "An appraiser must identify the attributes of the interest being appraised, including the rights and benefits of ownership. The information used by an appraiser to identify the property characteristics must be from sources the appraiser reasonably believes are reliable."

⁵⁷ Queste, però, possono essere utilizzate solo se: è necessario per realizzare stime che siano credibili, il valutatore parte da basi di ragionevolezza nell'assumere un particolare dato, l'assunzione di partenza viene utilizzata all'interno di un'analisi rigorosa, il valutatore opera in conformità con i criteri stabiliti negli standard USPAP per le assunzioni straordinarie.

⁵⁸ Le condizioni ipotetiche possono essere utilizzate solo se: il loro uso è reso necessario chiaramente per motivi legali, di analisi o di comparazione tra entità differenti, la condizione ipotetica viene utilizzata all'interno di un percorso di analisi rigoroso e credibile, il valutatore opera in conformità con i criteri stabiliti negli standard USPAP per le condizioni ipotetiche.

liquidato sia maggiore di quello misurato sulla base del capitale sociale aziendale alla luce della continuità della vita aziendale.

Se appare chiaro che la prospettiva da cui si deve partire nella valutazione è rappresentata dalla liquidazione dell'azienda è chiaro che qualsiasi valutazione della proprietà deve partire da un simile punto di vista.

Partire nella valutazione dalla considerazione che essa debba essere sempre effettuata tenendo conto del principio di continuità, può non essere sempre la scelta migliore, talvolta partire dalla prospettiva di liquidazione dell'azienda può rivelarsi più utile, ovviamente tutto questo appare molto più facile nel momento nel quale l'azienda si presenta come prossima alla liquidazione. In questa prospettiva l'attività di valutazione può includere la necessità di effettuare la stima di proprietà immobiliari o personali, che deve essere svolta seguendo quanto stabilito nei relativi standard (1 e 7)⁵⁹.

Nella Standard 9-4, viene affrontato il problema della raccolta dei dati e delle informazioni necessarie per la definizione della stima del valore dell'azienda o del bene aziendale oggetto della valutazione. Si indica come il valutatore debba raccogliere e analizzare tutte le informazioni necessarie per raggiungere un risultato credibile.

Per raggiungere una conclusione sulla stima del valore il valutatore può ricorrere a uno o più approcci che ritenga necessari per arrivare ad un risultato credibile.

Per formulare la propria valutazione deve tenere conto delle seguenti informazioni:

⁵⁹ Questi standard non vengono descritti, ma solo accennati, non essendo tali valutazioni oggetto del presente lavoro.

- la natura e la storia dell'azienda valutata
- condizioni finanziarie ed economiche che condizionano l'azienda o il bene valutato, il settore di appartenenza o l'economia in generale
- risultati del passato, operazioni in corso e prospettive future dell'azienda
- transazioni avvenute in passato riguardanti le vendite di quote di proprietà dell'azienda o relative al bene valutato
- transazioni avvenute in passato riguardanti le vendite di quote di proprietà di aziende simili a quella valutata o relative a beni simili a quello valutato⁶⁰
- benefici economici ricavabili dall'azienda o dal bene

Tali regole standard hanno come finalità quella di spingere il valutatore a prendere in esame tutti gli aspetti prospettici e retrospettivi dell'azienda, tenendo conto di quello che è il contesto generale nel quale l'azienda si trova.

Il valutatore deve, inoltre, determinare quali siano gli effetti sul valore stimato di: accordi di buy-sell, opzioni e di qualsiasi intesa o restrizione o simile elemento o fattore adatto a influenzare il valore stesso. Allo stesso modo deve essere fornito, quando è necessario per dare una valutazione credibile dell'azienda o del bene, un adeguato giudizio dell'effetto sul

⁶⁰ Per ciò che riguarda prezzi, termini e condizioni

valore di eventuali sconti legati alla mancanza di controllo o di liquidità⁶¹. Non sempre il valore di una quota azionaria corrisponde esattamente al valore pro rata della corrispondente quota dell'azienda o il valore dell'azienda dipende per via di una relazione diretta al valore dalla quota detenuta da un socio e oggetto della valutazione.

Nella Standard Rule 9-5, vengono precisate ulteriori indicazioni operative per un valutatore. Il valutatore deve:

- mettere insieme la quantità e la qualità dei dati disponibili e analizzarli alla luce degli approcci, dei metodi e delle procedure utilizzate
- mettere insieme l'applicabilità e la rilevanza degli approcci, dei metodi e delle procedure utilizzati per arrivare alla determinazione del valore

La conclusione sul valore determinato deve essere frutto del giudizio del valutatore e in nessun modo semplicemente il risultato di un processo matematico.

n. Standard 10 - Business Appraisal, Reporting

Finalità dello Standard 10 è supportare i valutatori nella redazione del report finale in cui essi descrivono l'esito del loro lavoro. Innanzitutto è scopo del report di valutazione comunicare in una maniera non erronea e non capace di generare confusione il contenuto dell'analisi e delle opinioni formulate da parte del valutatore. Vengono espressamente indicate le

⁶¹ Devono essere analizzati fattori quali: holding period, interim benefits e le eventuali difficoltà a cedere l'azienda o la sua quota o il bene valutato. Il grado di liquidità e di controllo resta comunque influenzato da una vasta gamma di fattori.

informazioni che devono essere contenute nel report finale per poterne garantire la completezza e la modalità da adottare per garantire la fruibilità delle informazioni contenute, senza scendere nel dettaglio della forma o del formato stilistico da seguire.

Lo standard viene a sua volta dettagliato in 4 specifici punti.

Nella Standards Rule 10 -1, viene specificato che ogni report relativo alla valutazione di un'azienda o di un bene, sia in forma scritta sia in forma orale, devono essere seguite alcune indicazioni:

- la descrizione delle informazioni relative alla valutazione deve essere chiara e in maniera tale da non risultare capace di generare confusione
- deve contenere sufficienti informazioni da rendere capace l'utilizzatore di comprendere il report
- deve mostrare con chiarezza e accuratezza tutti gli assunti compresi quelli straordinari e ipotetici e tutte le condizioni a cui si è ricorso per la formulazione del parere

Nella Standard Rule 10 -2, vengono fornite due opzioni tra di loro alternative per la redazione del report di valutazione, al momento della redazione del report deve essere indicato a quale delle due opzioni si è fatto ricorso:

- Appraisal Report, che deve essere necessariamente utilizzato nel caso in cui siano presenti terzi parti oltre il cliente
- Restricted Use Appraisal Report, che può essere utilizzato qualora non esistano terze parti oltre il cliente

La differenza sostanziale che sussiste tra le due opzioni consiste nel contenuto e nel livello delle informazioni trattate. La scelta tra le due opzioni dipenderà dal fine e dai destinatari del report e deve essere effettuata con la massima cura. L'indicazione della natura del report deve essere sempre chiara ed evidente.

Esiste un contenuto minimale del report che deve essere espresso in ambedue le tipologie di report.

Il contenuto minimale di un Appraisal Report consiste nei seguenti elementi:

- indicazione dell'identità del cliente e dei destinatari, nel rispetto dei vincoli etici di riservatezza delle informazioni
- indicazione del fine della valutazione
- sintesi delle informazioni necessarie per identificare il business o il bene valutato (dati sulla proprietà, caratteristiche, tipo e definizione del valore adottata)
- indicazione della rilevanza e della modalità di determinazione nella valutazione di premi/sconti di controllo
- indicazione della rilevanza e della modalità di determinazione nella valutazione di sconti liquidabilità o vendibilità
- indicazione delle prospettive sotto le quali è stata fatta la valutazione e dei tipi e delle definizioni di valore a cui si è fatto ricorso indicando in particolare le fonti
- indicazione della data della stima e del report

- sintesi dell'attività di valutazione svolta per arrivare alla definizione del valore formulata nel report (devono essere specificate le analisi svolte i dati raccolti e analizzati, specificando se sono state necessarie consulenze esterne)
- sintesi delle informazioni analizzate e le procedure utilizzate per arrivare alla determinazione del valore chiarendo a quali paradigmi si è fatto ricorso per effettuare la valutazione (deve essere garantito il rispetto dello standard 9 e la possibilità per il cliente di verificare quale sia stata la procedura di determinazione del valore seguita da parte del valutatore)
- indicazione dettagliata e chiara delle ipotesi e delle assunzioni straordinarie effettuate per la stima
- presenza della firma

Il contenuto minimale di un Restricted Use Appraisal Report consiste negli stessi elementi sopra indicati per l'Appraisal Report ma cambia nel caso delle prime tre voci. In questo caso esse presentano le seguenti informazioni:

- indicazione nominativa del cliente e delle motivazioni per cui si è scelta questa opzione di presentazione del report specificandone i limitati contenuti informativi
- indicazione del fine della valutazione
- indicazione delle informazioni sufficienti per identificare l'azienda o il bene valutati

Nella Standard Rule 10 – 3, viene indicata l'importanza della presenza dell'indicazione della firma atta ad identificare il valutatore.

Prima della firma deve essere presentata una dichiarazione completa nella quale il valutatore afferma, sotto la propria responsabilità, che: il contenuto e i dati presi in considerazione per la valutazione sono veritieri e corretti, non ha alcun interesse nella proprietà né diretto né indiretto, non è stato retribuito sulla base del risultato della valutazione, nella redazione del report e nell'attività di valutazione sono stati seguiti gli standard USPAP, nessuno ha fornito un contributo sostanziale nella realizzazione della valutazione o, qualora questo qualcuno esista, indica coloro che hanno contribuito al lavoro⁶².

La Standard Rule 10-4 si limita ad indicare che, qualora il report venga realizzato in forma orale, fatte le debite differenze, devono essere seguite esattamente le stesse norme indicate nella Standard Rule 10-2.

⁶²“I certify that, to the best of my knowledge and belief:

- the statements of fact contained in this report are true and correct.
- the reported analyses, opinions, and conclusions are limited only by the reported assumptions and limiting conditions and are my personal, impartial, and unbiased professional analyses, opinions, and conclusions.
- I have no (or the specified) present or prospective interest in the property that is the subject of this report, and I have no (or the specified) personal interest with respect to the parties involved.
- I have no bias with respect to the property that is the subject of this report or to the parties involved with this assignment.
- my engagement in this assignment was not contingent upon developing or reporting predetermined results.
- my compensation for completing this assignment is not contingent upon the development or reporting of a predetermined value or direction in value that favors the cause of the client, the amount of the value opinion, the attainment of a stipulated result, or the occurrence of a subsequent event directly related to the intended use of this appraisal.
- my analyses, opinions, and conclusions were developed, and this report has been prepared, in conformity with the Uniform Standards of Professional Appraisal Practice.
- no one provided significant business and/or intangible asset appraisal assistance to the person signing this certification. (If there are exceptions, the name of each individual providing significant business and/or intangible asset appraisal assistance must be stated.)” , USPAP 2008-2009.

o. Statements

Fine degli Statements on Appraisal Standards chiarire, spiegare, interpretare, rielaborare i contenuti precedentemente esplicitati all'interno degli Standard stessi, hanno la stessa funzione degli standard e perciò debbono essere seguiti dai valutatori.

Non tutti gli Statement si riferiscono a tutti i tipi di valutazioni, per la precisione alcuni vengono riferiti solo alla valutazione delle proprietà immobiliari, altri sono riferiti solo alla valutazione di proprietà personali, altri sia alle prime sia alle seconde, solo lo Statement SMT-9 si riferisce a tutte le tipologie di valutazione.

Alcuni Statement riferiti anche a valutazioni di proprietà immobiliari o personali, riferendosi a metodi di valutazione più in generale, possono, però, interessare anche le valutazioni relative ad aziende o beni immateriali.

E' il caso del SMT-2 – Discount Cash Flow Analysis che fornisce una dettagliata descrizione del metodo dei flussi di cassa e delle indicazioni operative per i valutatori che permettano loro di utilizzare il metodo al meglio.

Nel caso dello statement Identification of the Client's Intended Use in Developing and Reporting Appraisal, Appraisal Review or Appraisal Consulting Assignment Opinions and Conclusions SMT-9 si chiarisce che cosa gli standard intendono per identificazione del cliente.

Si ribadisce che il valutatore deve rendere noto sia il fine della valutazione sia i destinatari. Vengono definiti nel dettaglio sia il significato

di cliente⁶³ (colui che ha assunto il valutatore) sia di destinatario⁶⁴ (colui che si servirà della valutazione) sia di fine⁶⁵ (lo scopo che il destinatario vuole dare alla valutazione). Chiarire a priori queste identità dovrebbe permettere al valutatore di identificare l'ampiezza del lavoro che deve essere successivamente svolto⁶⁶ e il livello di dettaglio che deve essere fornito.

In generale tutti gli standard per essere applicati richiedono che prima vengano chiariti questi punti. Questi aspetti vengono sostanzialmente definiti al momento della stipula del contratto da parte del cliente e del valutatore, nell'incarico oltre alla denominazione del cliente vengono infatti indicati anche il fine del lavoro, il risultato atteso e il valutatore assume impegni relativamente alla modalità di lavoro e al contenuto della sua opera⁶⁷. Qualora il cliente scelga di restare anonimo ciò deve essere specificato. Nell'incarico deve chiaramente apparire come i fini del cliente non debbano essere assolutamente in grado di influenzare la prestazione professionale e l'attività del valutatore.

Resta inteso che anche nella stipula del contratto di incarico il valutatore deve rispettare scrupolosamente quanto stabilito nelle norme etiche.

⁶³ "The party or parties who engage an appraiser (by employment or contract) in a specific assignment." USPAP 2008-2009.

⁶⁴ "The client and any other party as identified, by name or type, as users of the appraisal, appraisal review, or appraisal consulting report by the appraiser on the basis of communication with the client at the time of the assignment." USPAP 2008-2009.

⁶⁵ "The use or uses of an appraiser's reported appraisal, appraisal review, or appraisal consulting assignment opinions and conclusions, as identified by the appraiser based on communication with the client at the time of the assignment." USPAP 2008-2009.

⁶⁶ "The scope of work rule requires an appraiser to identify the intended use and intended users as part of problem identification. Identifying the intended use and intended users is required to determine the scope of work necessary to develop credible assignment results. The credibility of assignment results is always measured in the context of their intended use." USPAP 2008-2009.

⁶⁷ Deve risultare altrettanto chiaro come, nel caso in cui il cliente consegnasse a terzi il materiale, ciò non costituirebbe alcun obbligo verso tali terzi da parte del valutatore. "This report is intended for use only by (identify the client) and (identify any other intended users by name or type). Use of this report by others is not intended by the appraiser." USPAP 2008-2009.

p. Advisory Opinions

Scopo delle Advisory Opinions è fornire dei chiarimenti non vincolanti che possano aiutare gli utilizzatori degli USPAP nell'interpretazione e nell'uso degli standard stessi. Le Advisory Opinions non costituiscono in nessun modo nuovi standard, loro fine è solo illustrare l'applicabilità degli standard e supportare l'uso degli standard stessi.

Advisory Opinion AO-3 Update of a Prior Appraisal riguarda l'aggiornamento di valutazioni effettuate precedentemente. Nel caso in cui a seguito di una prima attività di valutazione il cliente richieda un aggiornamento della stessa è necessario che vengano rivisti i termini della valutazione precedente e se necessario utilizzati valori correnti. Prima, però, di procedere alla revisione è necessario che il valutatore cerchi di capire se si tratta di un semplice aggiornamento del lavoro precedente o di un nuovo lavoro, per via di specifiche differenze rispetto al primo incarico, in pratica l'ambito di attività del nuovo lavoro si differenzerebbe in maniera sostanziale dal primo.

In ambedue i casi il nuovo report non deve necessariamente essere identico al precedente, ma deve contenere informazioni sufficienti per non essere causa di cattive interpretazioni. Il vecchio report può essere richiamato con rimandi, ripresentato all'interno del nuovo report oppure non riproposto né richiamato.

Tutte le norme inerenti la riservatezza e l'archiviazione dei dati valgono anche per il nuovo incarico sia nel caso di aggiornamento sia nel caso di nuovo incarico vero e proprio.

Nella AO-18 Use of an Automated Valuation Model, attualmente ritirata, si fa riferimento all'uso da parte dei valutatori di ausili informatici, esattamente di modelli automatizzati di calcolo, in tal caso veniva specificato come l'uso di tali strumenti può essere di ausilio, ma non sostitutivo del lavoro del valutatore stesso.

Nella AO-26 Readdressing (Transferring) a Report to Another Party, si stabilisce le modalità che devono essere seguite per permettere ad un valutatore di utilizzare una valutazione già effettuata per un nuovo cliente.

Nella AO- 27 Appraising the same Property for a New Client, si stabilisce le modalità che devono essere seguite per permettere ad un valutatore di utilizzare una valutazione già effettuata per lo stesso oggetto a seguito della nuova richiesta di valutazione da parte di un nuovo cliente.

Nella AO-28 Scope of Work Decision, Performance, and Disclosure, viene specificato ulteriormente come deve essere descritto all'interno del report il contenuto delle attività di valutazione messe in atto dal valutatore per formulare il parere finale.

Nella AO-29 An Acceptable Scope of Work, si stabilisce a quali condizioni sia soddisfacente il lavoro svolto dal valutatore per il cliente, che siano soddisfatte o realizzate in eccesso le aspettative del cliente o quelle che a giudizio di un valutatore che operi professionalmente sono le dovute aspettative. I criteri indicati vengono ulteriormente precisati.

Nella AO-31 Assignments Involving More than One Appraiser, vengono precisati quali siano gli obblighi che riguardano più valutatori coinvolti in una valutazione⁶⁸. Le norme stabilite negli USPAP valgono per tutti i valutatori

⁶⁸ Le situazioni possono essere le più disparate: presenza di due valutatori che lavorano insieme, presenza di un gruppo di valutatori, di un apprendista, di un valutatore che svolge attività per un altro, presenza di una coppia di valutatori assunti per svolgere due attività differenti tra di loro.

coinvolti in quanto si riferiscono genericamente a chiunque svolga una valutazione e non semplicemente a un singolo valutatore.

b. Gli standard Internal Revenue Service

Anche per il calcolo dell'imponibile fiscale, in alcuni casi previsti, negli Stati Uniti, vengono proposte apposite indicazioni attraverso la guida pubblicata dal Dipartimento delle Finanze americano (Internal Revenue Service, IRS).

Scopo della guida è formulare una serie di indicazioni che aiutino chi opera delle valutazioni finalizzate alla determinazione del valore dell'imponibile fiscale in alcuni casi specifici.

Le norme in questione riprendono ampiamente i contenuti degli standard precedentemente presentati e propongono una serie di step successivi.

Viene indicato come primo passo del valutatore, come negli altri casi, l'identificazione dell'oggetto della valutazione e del suo perimetro. Per quello che concerne il perimetro della valutazione si richiede che il valutatore prenda in considerazione tutti gli elementi, anche ambientali, utili a identificare la situazione dell'azienda valutata.

Vengono riconosciuti i tre principali metodi di valutazione come metodi validi e si invita il valutatore ad effettuare una stima dei flussi alla luce dei dati finanziari disponibili e a valutare con cautela il valore dei tassi utilizzati per attualizzazioni e sconti. Viene richiamato il ruolo di sconti per mancanza di liquidabilità e di possibilità di vendita.

Accanto alle indicazioni operative vengono fornite indicazioni riguardanti le modalità di redazione dei documenti e la loro conservazione e indicazioni specifiche sulla revisione della documentazione. Il documento finale che presenta i risultati relativi alla valutazione effettuata devono essere convincenti e mostrare chiaramente quale è stato il percorso logico e le analisi seguite per giungere alla determinazione del valore.

Tra i doveri dei valutatori vengono richiamati l'indipendenza e la correttezza nell'indicare dove si sono verificate mancanze in termini informazioni disponibili.

Al termine del report, come indicato negli standard già presentati, deve essere presentata una dichiarazione nella quale il valutatore assume su di se la responsabilità di quanto affermato e garantisce l'indipendenza delle proprie valutazioni.

c. Gli standard American Society of Appraisers.

L'American Society of Appraisers (ASA) per facilitare l'attività dei propri soci e al fine di semplificare da parte loro l'utilizzo delle norme contenute all'interno degli standard USPAP provvede ad emettere dei propri standard che partendo dagli standard USPAP ne completino e chiariscano i contenuti⁶⁹. Tali standard vengono progressivamente aggiornati da parte dell'ASA stessa.

⁶⁹ "The American Society of Appraisers, through its Business Valuation Committee, has adopted these Business Valuation Standards and Definitions ("the Standards") in order to maintain and enhance the quality of business valuations for the benefit of the business valuation profession and users of business valuations.", ASA, BV Standards.

Gli standard emessi dall'ASA devono necessariamente essere messi in relazione con i già citati USPAP e con i Principles of Appraisal Practice and Code of Ethics emessi dalla stessa ASA.

Tali standard constano di un Preambolo Generale seguito da 8 argomenti identificativi di differenti aree dell'attività di valutazione per i quali vengono fornite specifiche indicazioni e che rappresentano gli 8 Business Valuation Standards. Questi sono seguiti da 2 Statements on Business Valuation Standards che rappresentano delle indicazioni tese a chiarificare, interpretare, spiegare gli standards stessi e hanno la stessa rilevanza degli standard, da Advisory Opinions, attualmente una sola, finalizzate a illustrare l'applicabilità degli Standards e degli Statements in situazioni specifiche, fornendo anche indicazioni non vincolanti, per risolvere problemi di valutazione. A queste si aggiungono delle Procedural Guidelines, sinora limitate ad una sola, che indicano quali procedure debbano essere utilizzate nello svolgimento di un incarico di valutazione, ma che non sono vincolanti.

Tabella 10- Sintesi dei contenuti degli standard di valutazione dell'impresa emessi dall'ASA.

<u>BUSINESS VALUTATION STANDARD – ASA</u>	
GENERAL PREAMBLE (September 1992)	
BUSINESS VALUATION STANDARDS	
BVS – 1	General Requirements for January 1992 Developing a Business Valuation Revised 2001
BVS – 2	Financial Statements Adjustments September 1992 Revised 2001
BVS – 3	Asset Based Approach to Business January 2002 Valuation Revised 2002

BVS – 4	Income Approach to Business Valuation	September 1992 Revised 2001
BVS – 5	Market Approach to Business Valuation	September 1992 Revised 2001
BVS – 6	Reaching a conclusion of Value	September 1992 Revised 2002
BVS – 7	Valuations discounts and Premiums	January 1996 Revised 2001
BVS – 8	Comprehensive Written Business Valuation Report	June 1991 Revised 2001
GLOSSARY		January 1989 June 2005
STATEMENTS ON BUSINESS VALUATION STANDARDS		
SBVS – 1	The Guideline Public Company Method	November 2005
SBVS – 2	The Merger & Acquisition Method	January 2004
ADVISORY OPINIONS		
AO – 1	Financial Consultation and Advisory Services	February 1997 Revised 2001
PROCEDURALS GUIDELINES		
PG – 1	Litigation support: Role of the Independent Financial Expert	July 2001

Gli standard, come si può notare, non contengono una formulazione dettagliata e prescrittiva delle modalità operative che devono essere messe in atto da parte dei valutatori, ma si limitano ad indicare dei criteri minimali che debbano essere

seguiti dai valutatori stessi nello svolgimento delle proprie attività professionali⁷⁰. Ovviamente il mancato rispetto degli stessi non essendo essi resi obbligatori da norme di legge cogenti non può generare per nessun valutatore l'insorgere di sanzioni penali a suo carico o di responsabilità di natura civile⁷¹.

Qualora il singolo valutatore si trovi di fronte alla necessità di allontanarsi da quanto stabilito da parte degli standard, sia per via di valutazioni personali sia per via della natura dell'oggetto della valutazione, allora dovrà mostrare quale sia il punto sul quale egli si sia discostato dallo standard specifico e chiarire le motivazioni di una simile scelta.

a. BVS – I General Requirements for Developing a Business Valuation

La finalità del primo standard di valutazione è definire quali siano i requisiti generali per la realizzazione delle valutazioni di aziende, quote di aziende e titoli, all'interno di questo standard viene anche definito il preambolo generale a tutti gli standard.

Viene definito il contenuto dell'attività di valutazione del valore economico del capitale delle imprese come l'atto o il processo di determinazione del valore di un'impresa o di una parte di essa⁷².

Nell'operare una valutazione aziendale il valutatore deve definire: l'oggetto della valutazione, la data di effettuazione della valutazione, lo standard di valore, l'ambito e il fine della valutazione. Natura e ambito dell'incarico devono essere precisamente definiti.

⁷⁰ “These Standards provide minimum criteria to be followed by business appraisers in developing and reporting the valuation of businesses, business ownership interests, and securities.”, ASA, BV Standards.

⁷¹ Resta inteso che il mancato rispetto di una buona prassi possa costituire l'indice di una negligenza da parte del valutatore, negligenza che, però, deve essere dimostrata caso per caso.

⁷² “Business Valuation is the act or process of determining the value of a business enterprise or ownership interest therein.” ASA, BV Standards.

La valutazione deve essere effettuata in maniera tale da arrivare alla determinazione di un valore certo e non sottoponibile a differenti interpretazioni e deve essere effettuata seguendo tutte le procedure che il valutatore ritiene rilevanti per effettuarla.

Il risultato di una valutazione dovrà:

- essere un valore monetario unico o una fascia di valori monetari indicativi del valore effettivo del bene oggetto della stima;
- tenere conto di tutte le informazioni utili disponibili al momento dell'effettuazione della stima;
- essere frutto di una adeguata raccolta e analisi delle informazioni che sono considerate rilevanti per la valutazione;
- essere svolta tenendo conto di tutti i possibili approcci tecnici considerati rilevanti per la valutazione.

Accanto ad una valutazione regolare esistono altre due modalità di effettuazione della stima da parte del valutatore: la valutazione parziale viene effettuata facendo ricorso a poche e limitate informazioni e a procedure solo limitate di raccolta e analisi dei dati e l'effettuazione di calcoli finalizzati a fornire un'indicazione approssimativa del valore di un oggetto sulla base di limitate procedure concordate dal valutatore e dal cliente, anche in questo caso l'ambito delle informazioni e delle procedure utilizzate è ristretto rispetto ad una valutazione normale.

La specificazione è resa necessaria per permettere di estendere la validità degli standard di valutazione oltre la valutazione tout court ed estenderla a tutte le attività che richiedono l'effettuazione di una stima da parte di un valutatore professionale e che per motivi di necessità di urgenza o per la natura stessa della valutazione in maniera tale da vincolare il valutatore al loro rispetto in qualsiasi caso.

Lo standard permette anche di definire quali sono le informazioni necessarie per effettuare in maniera adeguata una valutazione:

- caratteristiche dell'azienda, di parti di essa o titoli inclusi diritti, privilegi e qualsiasi forma di limitazione della proprietà;
- natura, storia, inquadramento dell'azienda;
- quadro storico delle informazioni finanziarie relative all'azienda
- attività e passività dell'azienda;
- natura e condizioni rilevanti dell'azienda che possono influenzare l'azienda;
- fattori economici che possono influenzare l'azienda;
- informazioni rilevanti i mercati finanziari e utili a determinare sia i tassi di rendimento sia qualsiasi informazione relativa a quotazioni di titoli o a transazioni di fusione o acquisizione che possano essere utilizzate all'interno di una stima;
- informazioni relative a transazioni economiche relative all'oggetto di stima;
- tutte le altre informazioni utili per la valutazione.

Al valutatore viene lasciato il potere di definire approcci, metodi e procedure necessari per la stima del valore in oggetto, purchè tale valutazione sia coerente l'oggetto della valutazione e le informazioni disponibili.

Per garantire la trasparenza dell'operato del valutatore è necessario che vengano mantenuti tutti i documenti utilizzati e prodotti nel corso della valutazione.

La valutazione dovrà essere presentata secondo una forma scritta od orale adeguata a discrezione del valutatore e anche il materiale prodotto, ma non consegnato al cliente dovrà essere mantenuto secondo quelli che sono gli standard

prefissati attraverso l'USPAP. Per altri dettagli inerenti il report finale di valutazione si rimanda allo specifico standard.

b. BVS – II Financial Statement Adjustments

Oggetto del secondo standard sono i requisiti da rispettare per effettuare in maniera corretta la revisione dei documenti finanziari utilizzati nelle procedure seguite per effettuare la stima del valore oggetto dell'attività di valutazione.

Per eseguire la procedura di valutazione è necessario, infatti, ricostruire il quadro contabile finanziario all'interno del quale si collocano sia l'azienda oggetto della valutazione sia le eventuali aziende selezionate per effettuare una valutazione indiretta. Un tale quadro finanziario non è immediatamente ricostruibile attraverso le informazioni provenienti dai documenti contabili che richiedono di essere revisionati per tenere conto di eventuali decisioni discrezionali o di differenza legate alle diverse situazioni aziendali.

c. BVS – III Asset Based Approach to Business Valuation

Obiettivo di questo standard è definire e descrivere i requisiti necessari per l'utilizzo nella valutazione del metodo patrimoniale.

Il metodo patrimoniale consiste in una valutazione effettuata ricorrendo alla determinazione del valore relativo alle passività e alle attività. Tale metodo si può indifferentemente applicare sia a delle società operative⁷³ sia a delle holding⁷⁴ o a delle società miste, sia operative sia holding.

L'utilizzo di questo metodo viene consigliato nel caso ci si trovi di fronte a valutazioni rivolte a:

⁷³ Definite come quelle società che conducono un'attività economica producendo, vendendo o intermediando beni o servizi.

⁷⁴ Definite come le attività economiche che ottengono i propri ricavi attraverso il controllo di altre società o di altre attività economiche.

- società proprietarie di investimenti in altre società o di beni immobiliari
- società, aree d'affari, aziende, rami di azienda che non devono o non possono essere valutati ricorrendo al principio della continuità aziendale

Nel caso in cui si facesse ricorso a questo metodo per aziende per cui il principio della continuità resta valido, il metodo patrimoniale non può costituire il solo metodo utilizzato a meno che non sia la prassi comunemente adottata dai valutatori a richiederlo, ovviamente in questo caso devono essere chiarite con precisione le ragioni di questa scelta.

d. BVS – IV Income Approach to Business Valuation

Oggetto dello standard in questione è la definizione delle caratteristiche relative al metodo di valutazione basato sui flussi di reddito o di cassa. Tutti i vari metodi di valutazione dell'uno o dell'altro tipo vengono generalmente raccolti nell'insieme dei metodi fondati sui flussi perché accomunati dalla caratteristica di consistere in una valutazione fondata sulla conversione di flussi di valore futuri in un valore presente rappresentativo del valore dell'azienda.

Sia i metodi di capitalizzazione dei benefici futuri sia i metodi di attualizzazione sotto questo profilo sono ritenuti accettabili. Nel metodo della capitalizzazione. Nel primo caso viene preso in considerazione un valore rappresentativo del flusso reddituale o finanziario costante nel tempo e viene moltiplicato o diviso per un appropriato fattore di capitalizzazione per essere tramutato nel valore cercato. Nel secondo caso il valore del flusso viene determinato puntualmente per ogni singolo anno, anche in questo caso esso viene convertito in valore attuale, in questo caso ricorrendo ad un appropriato tasso di sconto.

Viene espressamente specificato che per i flussi presi in considerazione in termini monetari si possono intendere sia i dividendi sia varie forme di reddito o di flusso di cassa. Per effettuare la stima dei valori futuri vanno presi in considerazione: la natura, la struttura e la storia dell'azienda oggetto della valutazione e le aspettative future relative sia all'azienda, sia al suo settore economico di appartenenza, sia all'economia in generale.

Il processo di determinazione del valore presente dei flussi deve considerare diverse variabili: la crescita attesa, la distribuzione nel tempo del flusso espresso in considerazione, il profilo di rischio del flusso stesso e il cambiamento del valore nel tempo della moneta.

Il valore del tasso di capitalizzazione o di sconto da utilizzare per calcolare il valore presente del flusso in questione deve essere definito in relazione ad informazioni relative a: tassi di interesse, remunerazioni attese dagli investitori per gli investimenti alternativi, rischio specifico del flusso preso in considerazione.

Nel caso dell'attualizzazione di valori la crescita prevista viene incorporata nei valori stessi, mentre nel caso della capitalizzazione viene presa in considerazione per la determinazione del tasso di capitalizzazione stesso.

I tassi presi in considerazione sia per lo sconto sia per la capitalizzazione devono essere scelti in maniera tale da essere coerenti con il tipo di valore che stato preso in considerazione: se i valori sono al lordo delle tasse i tassi presi in considerazione devono essere al lordo delle tasse, se si tratta di valori relativi a dividendi o a flussi di cassa devono essere presi tassi che possano essere ricondotti all'andamento del mercato e delle aspettative degli investitori rispetto agli uni o agli altri.

e. BVS – V Market Approach to Business Valuation

Oggetto di questo quinto standard è il metodo basato sulle informazioni provenienti dal mercato delle transazioni economico di azienda comparabili sia prendendo in considerazione i mercati azionari sia prendendo in considerazione le transazioni comuni.

Questo standard viene riferito solo ai valutatori ed escluso per le valutazioni relative a valutazioni e/o calcoli parziali come indicati nel primo standard.

Per metodo di mercato (market approach) si intende un metodo di determinazione del valore fondato sull'uso di uno o più metodi che comparano all'oggetto della stima uno o più soggetti simili ad esso, si può trattare quindi sia di stime effettuate sulla base di gruppi di aziende simili sia su transazioni effettuate nel passato e riguardanti l'azienda in questione o aziende simili.

Le aziende di riferimento scelte per fare il confronto devono essere aziende che ragionevolmente rappresentino termini credibili per il confronto stesso.

I fattori da prendere in considerazione per verificare se questa similitudine esiste sono: una sufficiente somiglianza in termini di quantità e qualità degli investimenti/acquisizioni effettuati dalle o sulle due aziende, l'ammontare e la verificabilità dei dati disponibili sugli investimenti presi in considerazione, se le trattative che hanno dato luogo agli investimenti presi in considerazione sono state effettuate su una base di parità o meno tra le parti.

I confronti vengono effettuati solitamente facendo ricorso a indici di valutazione, l'uso di simili rapporti dovrebbe permettere di avere un grado di approfondimento rilevante dei valori che l'azienda può potenzialmente assumere, per questo deve essere prestato riguardo ad una serie di aspetti:

- la selezione dei dati utilizzati per la determinazione degli indici di valutazione

- la selezione dei periodi temporali e dei metodi di calcolo di eventuali medie relativi ai dati utilizzati
- il calcolo degli indici
- la successione temporale dei dati relativi ai prezzi utilizzati per la determinazione degli indici
- come vengono selezionati gli indici e applicati ai dati utilizzati

Per effettuare i confronti i dati e gli indici presi in considerazione devono, ovviamente, essere tra di loro omogenei.

Talvolta, se motivato per la valutazione, può essere possibile anche ricorrere a valori relativi a risultati determinati attraverso il principio della continuità aziendale.

Alcuni operatori ricorrono alle cosiddette “rules of thumb” ovvero a regole fisse secondo le quali data una grandezza determinata se ne può definire una seconda moltiplicando o dividendo la prima per un numero dato e definito dalla prassi operativa. Qualora si faccia ricorso a simili strumenti a meno che non vengano confermate da altri metodi di valutazione e che anche degli ipotetici acquirenti e/o venditori possano ragionevolmente ritenerle valide.

f. BVS – VI Reaching a Conclusion of Value

Oggetto di questo standard è la definizione e descrizione dei requisiti necessari per arrivare a fornire una adeguata valutazione da parte del valutatore.

Perché la conclusione raggiunta da parte del valutatore sia credibile è necessario che siano stati seguiti: un metodo di valutazione oggettivamente applicabile, il rispetto del fine e del risultato atteso con la valutazione, la presa in considerazione di tutte le informazioni rilevanti per la valutazione compresa la definizione della

data. Il valore ottenuto dovrà essere basato su uno o più metodi di valutazione selezionati da parte del valutatore stesso.

La scelta dei metodi di valutazione è un'attività talmente delicata che non può essere lasciata alla definizione di schemi a priori, ma deve essere lasciata alle capacità e alle qualità del valutatore stesso. Infatti la scelta del metodo è fortemente condizionata dalla natura e dalle caratteristiche della valutazione che viene effettuata e talvolta può anche accadere che la valutazione richieda il ricorso a più di un metodo specifico.

Il valutatore, nel caso utilizzi metodi differenti, deve ricorrere ad un sistema di pesi o ad una valutazione approfondita che siano in grado di permettere di attribuire ad ogni singolo valore ottenuto in base ad un differente metodo un diverso livello di importanza, in modo da definire quale sia il valore di riferimento. Sia che venga fornita una ponderazione giustificata statisticamente sia che venga definita una descrizione delle scelte operate, la scelta effettuata deve essere descritta nei suoi fondamenti metodologici da parte del valutatore che in tal modo ne garantisce la robustezza procedurale e logica della procedura seguita.

Nello spiegare l'importanza relativa delle indicazioni di valore emerse per ogni singolo metodo selezionato il valutatore deve prendere in considerazione elementi come:

- l'applicabilità effettiva dello standard adottato
- il fine e l'uso della valutazione
- la natura dell'oggetto della valutazione
- la qualità e l'affidabilità dei dati a cui si è fatto ricorso per la determinazione del valore
- tutti gli altri fattori che, secondo il valutatore, meritano di essere presi in considerazione per formulare la valutazione

Tutti questi elementi devono essere presi in considerazione sia al momento dell'effettuazione della scelta sia al momento della descrizione della stessa.

Se non sono stati presi in considerazione precedentemente ed in relazione alla natura dell'incarico di valutazione devono essere presi in considerazione per effettuare la valutazione altri tre ulteriori elementi:

- la liquidità (marketability) dell'oggetto della stima, compresa l'assenza di liquidità in relazione ad eventuali vincoli legislativi o contrattuali o per la natura dell'impresa o per le condizioni del mercato
- la possibilità per l'oggetto della valutazione di controllare le operazioni di eventuale vendita o liquidazione delle attività possedute
- tutti quei fattori che, a giudizio del valutatore, sono rilevanti.

g. BVS – VII Valuation Discounts and Premiums

Oggetto dello standard è la definizione e descrizione delle procedure relative alla determinazione del valore di sconti e premi qualora si tratti di un'attività necessaria per l'effettuazione della valutazione in corso.

Premi e sconti devono essere definiti in relazione alla grandezza oggetto degli stessi e non possono essere definiti separatamente da essa perché le sono direttamente collegati.

Premi e sconti vengono determinati quando per via di caratteristiche intrinseche del valore dell'interesse oggetto della valutazione tale valore tende a discostarsi in maniera sostanziale da quello che sarebbe il valore determinato partendo dalla base di valutazione. Per questa ragione rappresentano una diminuzione, sconto, o maggiorazione, premio, rispetto al valore teorico che verrebbe determinato sulla base del valore di riferimento.

La determinazione di sconti e premi deve essere effettuata solo qualora la natura della valutazione, il fine e gli altri fattori che influenzano l'operazione di valutazione, lo richiedano.

Inoltre viene indicata una serie di ulteriori requisiti:

- la base di riferimento a cui sconti e premi vengono applicati deve essere specificata
- ogni singolo sconto o premio deve essere definito nel dettaglio
- la ragione per cui vengono applicati sconti e premi deve essere sempre specificata ed espressa
- le evidenze prese in considerazione per la determinazione di sconti e premi devono essere esplicitate
- la stessa procedura a cui il valutatore ha fatto ricorso per arrivare alla definizione di premi e sconti deve essere resa esplicita e descritta nel report di valutazione

h. BVS – VIII Comprehensive Written Business Valuation Report

Questo standard ha come finalità quella di definire e descrivere gli elementi che devono caratterizzare il report prodotto da parte del valutatore e contenente il risultato della propria valutazione.

Il valutatore si assume la responsabilità per quello che viene riportato nel report apponendo la propria firma.

Nel report deve essere espressamente dichiarato che:

- il valutatore nel formulare il proprio parere non ha risentito di qualsiasi forma potenziale di conflitto di interessi, in maniera tale da non mettere in alcun dubbio la propria indipendenza e obiettività nello svolgimento del compito assegnato

- i dati che sono stati raccolti sono stati verificati o meno da parte del valutatore e quali siano le fonti cui egli ha fatto ricorso
- l'indicazione che la validità del proprio parere è limitata ad una determinata data e al fine per il quale il parere è stato emesso

Uno degli aspetti fondamentali del report è rappresentato dalla presenza di una chiara definizione di quello che è il contenuto della valutazione, che deve essere garantito attraverso:

- la descrizione dettagliata delle caratteristiche dell'oggetto di valutazione comprensivo della qualificazione di eventuali diritti o restrizioni vantati da terze parti su di esso
- il fine della valutazione deve essere chiaramente indicato
- lo standard di valutazione adottato e le premesse riguardanti specificità della valutazione stessa devono essere espresse chiaramente
- la data effettiva del report deve essere indicata

Per poter essere completo il quadro informativo deve contenere anche una descrizione precisa delle caratteristiche dell'azienda:

- forma dell'organizzazione
- storia
- prodotti o servizi
- mercati e clienti
- dirigenza
- principali attività, tangibili e non, più importanti passività
- descrizione dell'andamento dell'economia nazionale, del settore industriale e dell'azienda stessa
- transazioni passate che possono dare un'idea del valore dell'impresa
- sensibilità a caratteri stagionali o a fattori ciclici

- stato della concorrenza
- fonti informative utilizzate
- tutte le informazioni addizionali utili a capire l'azienda e il contesto in cui opera

Accanto a questi dati di base deve essere disponibile una analisi e una descrizione critica dello stato dei bilanci aziendali. Per questo motivo è fondamentale allegare delle sintesi dei prospetti finanziari relativi agli anni precedenti la valutazione, per una durata che sia congrua rispetto al metodo scelto e alla tipologia di valutazione effettuata. Se i dati finanziari hanno dovuto subire delle modifiche queste devono essere tutte descritte all'interno del report.

Qualora accanto ai dati storici sono state assunte delle previsioni, tutte le previsioni devono essere descritte e chiarite nel documento.

Se il valutatore ritiene appropriato può essere utile confrontare i dati dell'azienda con quelli del settore economico di appartenenza.

La motivazione della scelta di un particolare metodo di valutazione e le ragioni della selezione o meno di questo o più metodi devono essere chiaramente espressi.

La descrizione dei metodi e delle procedure seguiti devono essere tali da permettere di capire chiaramente come è stata raggiunta una determinata conclusione.

Devono essere chiaramente descritte variabili chiave come i tassi di attualizzazione o di capitalizzazione oppure i multipli utilizzati per le stime sono stati scelti e determinati. La ragione e i dati di sostegno alla determinazione del valore di sconti e premi devono essere esplicitati.

Il report deve riportare chiaramente tutte le informazioni pertinenti per la valutazione, i metodi e le conclusioni in una progressione logica e devono contenere al termine, soddisfatti tutti i requisiti, la firma del valutatore.

Copie del report possono essere fornite a terzi solo su indicazione del cliente o su richiesta di un tribunale.

i. SBVS – I Guideline Public Company Method

Si tratta del primo Statement rilasciato da parte dell'ASA all'interno del quadro degli Standard di valutazione. Funzione di uno Statement è quella di fornire chiarimenti, interpretazioni, spiegazioni o elaborazioni sugli Standards. Uno Statement ha esattamente la stessa funzione e forza di uno standard⁷⁵.

In questo caso il primo Statement ha come finalità quella di definire e precisare i requisiti necessari per l'applicazione del metodo di mercato, in particolare nel caso in cui si ricorra alla selezioni di un gruppo di imprese di riferimento.

Un tale metodo si fonda sulla convinzione che le transazioni di mercato possano effettivamente fornire dei dati oggettivi e credibili per sviluppare degli indici utili per la valutazione delle imprese.

Lo sviluppo di indici di valutazione fondato su gruppi di aziende di riferimento può essere preso in considerazione ad alcune condizioni:

- che ci sia una mole adeguata di informazioni
- che le aziende selezionate possano essere considerate tali da permettere un confronto adeguato con le imprese valutate per via di caratteristiche di partenza tali da renderle simili tra di loro
- che vengano definiti precisi e oggettivi criteri di selezione e analisi delle aziende di riferimento e che tali criteri vengano descritti nel dettaglio
- che i dati presi in considerazione per la definizione degli indici provengano da aziende che siano coinvolte in simili tipi di business e le

⁷⁵ “Statements clarify, interpret, explain, or elaborate on Standards. Statements have the full weight of Standards.” ASA, BV Standards.

cui azioni o quote siano trattate su mercati aperti e liberi da condizionamenti

- che siano analizzati, essendo disponibili, tutti i dati finanziari e operativi relativi alle aziende del campione
- che vengano effettuate rettifiche sui dati finanziari del campione solo qualora si vogliano minimizzare differenze significative di natura contabile generate da diverse modalità di contabilizzazione; nel caso ci si trovi di fronte a poste eccezionali può essere rilevata la stessa necessità

Il confronto viene effettuato ricorrendo a indici utilizzati come moltiplicatori, ovviamente il ricorso ad un tale sistema richiede che gli indici selezionati siano caratterizzati da un certa significatività, che deve essere garantita attraverso:

- la qualità della selezione dei dati utilizzati
- la selezioni di periodi di tempo e metodi di calcolo della media dei valori adeguati
- la modalità di calcolo degli indici
- la scelta dei tempi in cui calcolare i prezzi delle transazioni
- la selezione degli indici adeguati

I termini in base ai quali vengono definiti gli indici devono essere ragionevolmente compatibili tra di loro e devono partire da dati in grado di rappresentare l'andamento dell'azienda compatibilmente con il principio della continuità aziendale.

Quando il valutatore ricorre a più di un indice di riferimento, scelta che appare più adeguata, diventa sua responsabilità assegnare ad ogni singolo indice un differente peso in maniera tale da arrivare ad una stima finale del valore

dell'azienda che sia in grado di tenere conto di tutte le informazioni emerse. La scelta nell'assegnazione è responsabilità solo del valutatore.

Qualora siano presenti all'interno del campione e verso l'azienda da valutare: differenti gradi di controllo, differenti gradi di liquidabilità, differenti condizioni strategiche e di sviluppo, diversità in termini di grandezza, management, livello di diversificazione di mercati, prodotti e servizi, diversità di possibilità di crescita e di rischio, sarà sempre e comunque necessario operare delle rettifiche ai dati presi in considerazione per la determinazione degli indici.

j. SBVS – II Merger & Acquisition Method

Il secondo Statement approvato da parte dell'ASA riguarda le indicazioni da seguire per garantire una corretta applicabilità del metodo dei multipli fondato sulle transazioni.

Tale metodo, come il precedente fondato sugli indici, ricorre ad un gruppo di imprese in situazioni simili a quella dell'impresa valutata e arriva alla stima del suo valore quantificando quale valore assumerebbe l'impresa oggetto della valutazione se venissero applicati ad essa gli stessi criteri di formazione del prezzo utilizzati in aziende simili all'interno di operazioni di M&A.

Le società che possono essere scelte, secondo lo Statement in questione, per costituire il campione di partenza devono essere in grado di fornire una ragionevole somiglianza con l'impresa valutata, devono essere quindi nel suo stesso settore. Solo qualora i dati raccolti non fossero sufficienti si può fare ricorso ad aziende di settori differenti, purchè presentino somiglianze in termini di struttura degli investimenti, mercati, prodotti, crescita, andamento ciclico e riguardo qualsiasi altro fattore che possa essere considerato rilevante.

La robustezza della procedura da seguire per applicare questo metodo è garantita da una serie di elementi:

- l'indicazione dei metodi di selezione e valutazione delle imprese da prendere in considerazione per il campione, metodi che devono essere specificati e chiariti da parte del valutatore stesso
- i dati sulle transazioni devono riguardare cessioni ed acquisizioni di quote di aziende o di aziende
- che siano analizzati, essendo disponibili, tutti i dati finanziari e operativi relativi alle aziende del campione
- che vengano effettuate rettifiche sui dati finanziari del campione solo qualora si vogliano minimizzare differenze significative di natura contabile generate da diverse modalità di contabilizzazione; nel caso ci si trovi di fronte a poste eccezionali può essere rilevata la stessa necessità

I multipli a cui si ricorre al momento della valutazione devono essere rappresentati da un rapporto indice tra: i prezzi formati durante le transazioni prese in considerazione e i dati finanziari e operazionali relativi alle società oggetto di operazioni di M&A. I termini del rapporto devono essere corretti ogni qual volta ci si trovi di fronte a differenze sostanziali qualitative o quantitative tra le aziende del campione e l'azienda oggetto della valutazione.

Quando il valutatore ricorre a più di un indice di riferimento, come appare più adeguato, diventa sua responsabilità assegnare ad ogni singolo indice un differente peso in maniera tale da arrivare ad una stima finale del valore dell'azienda che sia in grado di tenere conto di tutte le informazioni emerse. La scelta nell'assegnazione è responsabilità solo del valutatore.

Qualora siano presenti all'interno del campione e verso l'azienda da valutare: differenti gradi di controllo, differenti gradi di liquidabilità, differenti condizioni strategiche e di sviluppo, diversità in termini di grandezza, management, livello di

diversificazione di mercati, prodotti e servizi, diversità di possibilità di crescita e di rischio, sarà sempre e comunque necessario operare delle rettifiche ai dati presi in considerazione per la determinazione degli indici.

k. AO – 1 Financial Consultation and Advisory Services

Scopo della Advisory Opinion è di indicare e circoscrivere esattamente l'ambito di applicazione degli standard di valutazione. Per l'unica Advisory Opinion esistente come per qualsiasi altra futura la finalità non è tanto quella di fornire una norma più o meno cogente ai valutatori, ma facilitare con un parere la loro comprensione dell'ambito di applicabilità di quanto descritto negli Standard.

L'AO – 1 rileva che è parere sia relativamente agli Standard per la valutazione delle aziende dell'ASA sia relativamente agli USPAP della Appraisal Foundation che tutti gli standard emessi dai due enti si possano riferire solo e solamente alle valutazioni intese come attività che abbiano nella valutazione l'oggetto primario e prioritario, qualsiasi altra attività di consulenza o assistenza finanziaria che non esprima prioritariamente un parere riguardo il valore di una società. Tra tali attività non comprese vengono considerate: fairness opinion, solvency opinion, fissazione di prezzi di titoli per collocamenti studi di fattibilità, studi su transfer pricing, studi di durata di beni immateriali, servizi di calcolo relativi a proprietà immobiliari, analisi e quantificazione del danno, consulenza per contenziosi, valutazione del prezzo di royalties e per ogni attività simile senza escludere qualsiasi attività che possa essere associata a quelle indicate⁷⁶.

⁷⁶ “It is the opinion of the Business Valuation Committee that the American Society of Appraisers Business Valuation Standards and the Uniform Standards of Professional Appraisal Practice of The Appraisal Foundation, as they apply to business valuation issues, are intended to apply to appraisals that are formally developed and presented opinions of value performed as the primary or ultimate objective of an appraisal engagement. These standards are not intended to apply to financial consultation or advisory services where there is no expression of value opinion or the primary or the ultimate objective is not to express an opinion of value, including but not limited to,

1. PG – 1 Litigation Support: Role of The Independent Financial Expert

Le Linee Guida procedurali hanno la finalità di garantire che i valutatori di aziende, chiamati da parte di vari professionisti del settore legale e finanziario e dai tribunali sempre più spesso a dare pareri legati al valore di aziende di vario tipo e in situazioni le più diversificate, seguano procedure sufficientemente dettagliate ed adeguate nello svolgimento del proprio incarico in maniera da fornire una valutazione che soddisfi le esigenze del cliente e sia realistica.

Le procedure suggerite sono buone prassi che vengono consigliate agli operatori, ma che non sono obbligatorie, sono consigliate da parte dell'ASA ai propri membri in modo da aiutarli nello svolgimento delle proprie funzioni di assistenza durante contenzioni giudiziali o extra-giudiziali. La loro violazione, però, non deve essere considerata né un reato né può essere considerata una violazione degli obblighi professionali dovuta a dolo, negligenza o imperizia, né può essere usata come tale.

Per servizi di supporto al contenzioso si intendono tutti i servizi forniti dai valutatori per supportare il cliente durante un contenzioso o in vista di un contenzioso o per prevenire un contenzioso.

Compito del valutatore è fornire un parere sugli effetti finanziari di fatti o ipotesi. Nel farlo deve valutare il business, fornire proiezioni di risultati futuri, analizzare le performance di un operazione di business, interpretare dati finanziari, fornire opinioni su flussi finanziari stimati o altri servizi professionali simili.

Il ruolo che può essere svolto da un professionista nell'attività di supporto per il contenzioso può consistere nel ruolo di:

fairness opinions, solvency opinions, pricing of securities for public offerings, feasibility studies, transfer pricing studies, lifing studies of intangibles, estate planning or estate tax services, economic damage analysis and quantification, litigation consulting, royalty rate studies for intangibles, and similar engagements.” ASA, BV Standards.

- esperto ovvero di professionista titolato a fornire pareri in termini di valutazione delle aziende
- testimone
- arbitro
- esperto nominato dal Tribunale
- consulente o advisor in quanto incaricato di rivedere e valutare il parere fornito da un altro

L'esperto nello svolgere il proprio ruolo deve:

- capire in maniera chiara quale è il fine del proprio incarico
- capire la precisa natura del contenzioso, gli eventi che hanno originato la causa, il contesto e le condizioni del settore in cui viene svolta la valutazione
- ottenere sufficienti dati per raggiungere su basi ragionevoli un parere
- i metodi di raccolta della documentazione e delle informazioni devono essere raccolti con mezzi adeguati ed è responsabilità del valutatore stesso garantire la qualità di questo lavoro

Il testimone esperto, arbitro, o esperto nominato dal Tribunale deve mantenere integrità, obiettività o indipendenza.

A seconda delle situazioni in cui viene chiamato il valutatore cambiano i compiti svolti da parte del valutatore nel suo ruolo di testimone, arbitro o perito nominato dal Tribunale:

- nel caso si tratti di una valutazione di azienda ciò sarà dovuto al fatto che il valutatore è stato chiamato per: definire il fair value nel caso di azioni da parte di azionisti di minoranza per oppressione da parte dell'azionista di maggioranza o dissenso nei suoi confronti; definizione di importi dovuti per tasse su proprietà, donazioni, redditi; valutazione

delle azioni nel caso di piani di partecipazione azionaria per i lavoratori; casi di separazione e divorzio; cause tra soci; accordi di vendita con riacquisto; valutazioni di aziende;

- nel caso si tratti di quantificare perdite finanziarie e/o danni si tratterà di interventi per: rottura di contratti o infedeltà contrattuale con la misurazione del danno emergente e del lucro cessante, determinando variazioni nelle quote di mercato e ricostruendo il quadro contabile ed economico dell'azienda; casi di danno fisici personali dolosi o colposi con conseguenti danni relativi alla sfera economica del danneggiato; casi legati a rischi assicurati come per interruzioni di attività economiche dovute a terzi; casi di espropriazione; casi di violazione della proprietà; casi di imperizia professionale; casi di violazione della concorrenza o della buona fede; casi di danni alla proprietà; casi di bancarotta e ristrutturazioni aziendali in presenza di procedure concorsuali;

All'interno delle Linee Guida per il supporto al contenzioso vengono dettagliatamente fornite anche indicazioni inerenti la modalità di svolgimento dell'incarico. Secondo tali indicazioni il valutatore deve con accuratezza scegliere il metodo e l'approccio più appropriati alla situazione e nella scelta di assunzioni di fondo e nella formulazione di ipotesi sull'oggetto della valutazione deve ricorrere a rappresentazioni realistiche e fondate.

Qualora il valutatore necessiti nel proprio operato della collaborazione di altri specialisti tali specialisti dovrebbero essere scelti seguendo criteri di competenza ed indipendenza. Le conclusioni fornite da specialisti devono avere forma scritta e devono essere conservate da parte del valutatore in maniera tale da permetterne la consultazione da parte di chiunque vi possa essere interessato.

Lo stesso lavoro svolto da parte del valutatore deve essere documentato e conservato in modo ordinato. La forma, la modalità di redazione e la lunghezza dei lavori scritti devono essere adatti alle circostanze e alle necessità di impegno proprie dell'attività per cui il valutatore è stato chiamato.

Al valutatore è anche data la possibilità di scegliere se farsi fornire da parte dell'azienda e da parte del management una lettera di rappresentanza, anche essa da conservare agli atti, come tutti i documenti relativi all'attività svolta. Lo stesso vale per una eventuale lettera di incarico.

Tutte le informazioni relative alla scelta del metodo di valutazione e alle relative procedure devono essere rese disponibili in maniera esplicita e in forma consultabile. Il valutatore deve anche fornire documentazione inerente tutte le attività o tutti i punti dell'incarico considerati a rischio e chiarire e documentare tutte le decisioni assunte riguardo le ipotesi a cui è stato fatto ricorso. Deve essere conservata anche una copia di tutti i calcoli, le spiegazioni e la documentazione che hanno permesso di giungere alla conclusione del lavoro.

Resta in capo sempre al valutatore, nel suo ruolo di esperto, l'obbligo di rispettare tutto ciò che viene previsto dalla legislazione vigente come suo obbligo.

Anche per la preparazione del report finale contenente l'esito dell'attività svolta da parte del valutatore vengono fornite delle specifiche indicazioni.

Come report viene considerata qualsiasi comunicazione scritta o orale definitiva e non in bozza nella quale il valutatore presenti la propria conclusione riguardante la valutazione del valore di un'azienda oppure di danni o perdite determinati all'interno di un caso giudiziale⁷⁷.

⁷⁷ “An expert report is often considered to constitute any communication, written or oral (and not in draft or preliminary form) that is prepared by an expert and that contains a conclusion pertaining to a review, analysis, or quantification of business value, damages, or economic loss and that is to be used in litigation or arbitration proceedings.” ASA, BV Standards.

La persona che ha redatto il report deve essere chiaramente identificata. Per garantire la qualità del report, negli standard, viene anche indicato un suo contenuto minimo che corrisponde alle seguenti informazioni:

- identificazione del cliente
- descrizione dell'incarico
- indicazione della data o del periodo effettivi di valutazione delle grandezze considerate
- uso a cui la valutazione è finalizzata, escludendo qualsiasi altro uso
- elenco delle definizioni dei termini utilizzati
- identificazione dei documenti e delle informazioni prese in considerazione e utilizzate per la valutazione e citazione di quelle consultate, ma non utilizzate
- indicazione di ogni eventuale limitazione nella raccolta dei dati a cui il valutatore ha dovuto sottostare ed indicazione delle relative cause
- indicazione della cronologia degli eventi legati alla causa
- descrizione, se rilevante, di tutti i fattori che possono essere rilevanti per l'effettuazione della stima
- descrizione della metodologia adottata
- descrizione analitica di come il valutatore è arrivato alla definizione di determinate grandezze e del valore indicato
- definizione precisa della conclusione a cui è arrivato il valutatore
- data di completamento o di rilascio del report
- al report possono essere aggiunte rappresentazioni di varia natura (grafici, cartografie, tabelle, note di spiegazione...) purchè oggettive e non erronee

Sempre in capo al valutatore resta la responsabilità di trattenere presso di sé una o più copie del report di valutazione e di tutta la documentazione utilizzata per la redazione del report comprendendo anche appunti e note relativi alle interviste effettuate. Anche tutti i documenti di lavoro redatti in preparazione del report devono essere trattenuti per almeno 5 anni dopo la formulazione del parere (2 anni nel caso il parere sia stato una consulenza tecnica disposta in un giudizio). Gli stessi tempi sono fissati per la conservazione del report di valutazione.

d. Gli standard Institute of Business Appraisers

Finalità degli standard stabiliti da parte dell'Institute of Business Appraisers (IBA) è quella di stabilire alla luce dell'esperienza concreta dei valutatori professionali una serie di indicazioni che possano essere utili nel lavoro di tutti i valutatori e nella loro formazione. Il ricorso ad un simile strumento è quanto mai importante nel momento nel quale si diffonde sempre di più il ricorso a valutazioni professionali e contemporaneamente continuano ad esistere numerosi valutatori che non sono in grado in nessun modo di garantire il livello della propria professionalità perché privi di una adeguata formazione. Gli standard in tal modo fornirebbero un adeguato supporto a tutti coloro che svolgono un'attività di valutazione aiutandoli a operare alla luce di principi chiari e condivisi. Allo stesso modo la pubblicità degli standard è, invece finalizzata a permettere ai clienti dei valutatori di conoscere le modalità operative delle valutazioni in maniera tale da valutare il servizio ricevuto.

L'IBA distingue tra differenti tipi di standard: standard che possono non essere seguiti senza alcuna giustificazione, standard che possono non essere

seguiti, ma per i quali è necessario da parte del valutatore fornire un chiarimento sullo scostamento dalla previsione e standard che devono essere seguiti obbligatoriamente.

Resta chiaro il fatto che scostarsi dagli standard non può dar luogo a conseguenze civili o penali.

Accanto agli standard ha anche emesso un Codice Etico in cui viene sottolineata l'importanza dell'imparzialità e dell'assenza di interessi propri da parte del valutatore e della loro esplicitazione, del controllo che deve essere effettuato anche sui collaboratori, dell'assenza di compensi agganciati al risultato della valutazione.

a. Standard One – Professional Conduct & Ethics

Gli standard partono prima dalla descrizione delle norme etiche di riferimento seguite da note metodologiche e da una descrizione della modalità di redazione dei report.

Per quello che concerne la parte relativa alle norme di condotta etiche viene innanzitutto stabilita la necessità per il valutatore di avere un solido background formativo e professionale e qualora egli venisse a mancare della necessaria esperienza per effettuare una valutazione questo deve essere reso noto al cliente.

La modalità procedurale seguita dal valutatore deve essere nota al cliente in maniera chiara e precisa.

In capo al valutatore vengono posti i seguenti obblighi:

- riservatezza a tutela delle informazioni raccolte nell'attività di valutazione
- disinteresse, inteso come assenza di interesse nel risultato della valutazione, qualora si ponesse un simile problema tale situazione deve essere dichiarata espressamente
- imparzialità, per cui il valutatore deve avere come obiettivo la tutela dell'interesse generale e non del cliente solo
- cooperazione e rispetto per i colleghi, se si lavora con altri valutatori
- professionalità nella condotta

Sono vietati compensi a procacciatori per trovare clienti e richieste di compensi commisurate al valore della valutazione effettuata.

Per poter effettuare la valutazione il valutatore deve necessariamente operare alla luce di un contratto.

Le procedure adottate devono risultare replicabili ad altre valutazioni e i criteri e le premesse adottate devono risultare coerenti con l'oggetto della valutazione. Il report che viene realizzato in seguito deve essere caratterizzato da una sostanziale coerenza che permetta di fornire un parere che sia effettivamente suffragato dai dati e dall'analisi effettuata e da una chiarezza tale da permettere la sua comprensione da parte del cliente sia dal punto di vista terminologico sia dal punto di vista dei calcoli effettuati. Tutto ciò è indipendente dalla forma del report finale.

Qualora gli standard contrastino con norme di livello superiore sono queste a dover essere seguite.

I dati utilizzati nella valutazione devono essere: affidabili, pertinenti e essenziali, qualora una delle condizioni mancasse ciò deve essere esplicitamente chiarito.

Possono essere distinte due tipologie di report: formale e non formale o orale, mentre nel primo deve essere fornito un approfondito dettaglio delle fonti utilizzate nel secondo è sufficiente farvi riferimento.

Strumenti principali della raccolta dei dati sono considerate le visite sul campo e le interviste a soggetti selezionati, tutte le informazioni disponibili per una persona ragionevolmente informata sono ritenute utili per fornire una valutazione, ma devono essere le informazioni disponibili al momento della valutazione e non informazioni relative a eventi futuri resi noti successivamente.

Nella selezione degli assunti ipotetici e di eventuali campioni di imprese simili utilizzate per effettuare una valutazione devono essere escluse tutte le informazioni improbabili e non ancora note.

Ogni valutazione deve poi contenere una certificazione da parte del valutatore del rispetto del suo impegno di imparzialità e delle norme etiche e della qualità del lavoro svolto⁷⁸. Il report inoltre deve riportare sempre la firma del valutatore.

⁷⁸ “Certification. Each written report must contain a certification signed by the appraiser. Additional appraisers signing the report must accept responsibility for the full contents of the report. [In the event of a dissenting opinion, see Standard 1.23(a).] The certificate must be similar in content to the following:

1. That to the best of the appraiser's knowledge, the statements of fact contained in the report are true and correct.
2. That the reported analyses, opinions, and conclusions are limited only by the reported assumptions and limiting conditions, and are the appraiser's personal, unbiased professional analyses, opinions and conclusions.

Accanto a queste norme vengono specificati per il valutatore obblighi relativi alla certificazione e all'istruzione avuti e vengono dettagliate le modalità di erogazione dell'una e dell'altra.

b. Standard Two – Oral appraisal report

In generale devono essere preferiti i report in forma scritta a quelli in forma orale. Il contenuto minimo di un report consiste in:

- introduzione
- assunti e condizioni limitative
- espressione dell'imparzialità del valutatore
- conclusione (valore singolo, intervallo di valori oppure opinione generica)⁷⁹

3. That the appraisal was performed on a basis of nonadvocacy, including a statement that the appraiser has no present or contemplated interest in the property appraised and has no personal bias with respect to the parties involved, or a complete disclosure of any such interest or bias.

4. That the appraiser's compensation is not contingent on an action or event resulting from the analyses, opinions, or conclusions in, or the use of, the report.

5. That the appraiser's analyses, opinions, and conclusions were developed and that the report has been prepared in conformity with the Business Appraisal Standards of The Institute of Business Appraisers.

6. That no one provided significant professional assistance to the person signing the report. However, if there are exceptions to this, then the name of each individual providing significant professional assistance must be disclosed." IBA Standards, Standard 1.

⁷⁹ Mandatory Content. When presenting an oral report, the business appraiser shall in a manner that is clear and not misleading communicate the following:

1. Introduction. Identify the client, and set forth the property being appraised, the purpose and function of the appraisal, the definition of the standard of value, and the effective date of the appraisal.

2. Assumptions and Limiting Conditions. Disclose any extraordinary assumptions or limiting conditions that in the appraiser's judgment affected the value.

3. Disinterestedness. That the appraisal was performed on a basis of nonadvocacy, including a statement that the appraiser has no present or contemplated interest in the property appraised and has no personal bias with respect to the parties involved, or a complete disclosure of any such interest or bias. [See Standard 1.3]

4. Valuation Conclusion. Represents a concluding opinion of value expressed as:

1. a statement of a specific opinion of value; or
2. a range of values; or
3. a preliminary estimate which must include a statement that an opinion of value resulting from a formal report might be different and that difference might be material. (See also Standard Six, Preliminary Reports). IBA Standards, Standard Two.

Un report orale deve necessariamente contenere, inoltre, una sintesi degli assunti e della procedura seguita e la certificazione prevista dallo Standard One, standard che deve essere integralmente rispettato.

Vengono previste anche norme per la conservazione del report e dei relativi dati e semilavorati.

c. Standard Three – Expert testimony

Si parla di testimonianza come consulente tecnico ogni qual volta il valutatore sia chiamato a fornire il proprio parere in tribunale.

Dal punto di vista dei contenuti devono essere garantiti gli stessi contenuti minimali dello Standard Two, ma si sottolinea maggiormente l'importanza da dare all'imparzialità del giudizio e la necessità di formularlo in maniera tale da non generare confusione negli utilizzatori.

d. Standard Four – Letter from written appraisal report

Un rapporto scritto può avere la forma di lettera di rapporto che rappresenta la forma di fatto abbreviata di un report vero e proprio. Un report in forma di lettera deve avere un contenuto minimo che consiste in:

- identificazione del cliente
- descrizione del tipo di azienda
- scopo della valutazione
- uso della valutazione
- definizione dei metodi adottati
- data della valutazione

- assunti della valutazione
- indicazione di altri fattori che hanno influenzato la valutazione
- indicazione di sconti e premi
- certificazione⁸⁰

Nella lettera dovrà essere indicato il valore o l'intervallo di valori determinato e dovrà essere richiamato il contenuto della lettera di incarico.

Anche in questo caso vengono previste specifiche norme di conservazione delle informazioni.

e. Standard Five – Formal written appraisal report

Il report formale è la forma più completa di report di valutazione e deve rispettare gli standard precedentemente fissati. Il suo contenuto minimo è stabilito dagli standard e consiste in:

- identificazione del cliente
- descrizione del tipo di azienda

⁸⁰ “Mandatory Content. All letter form written appraisal reports shall minimally set forth in a manner that is clear and not misleading:

1. Identify the client, and set forth a description of the business enterprise, security or other tangible and/or intangible property being appraised.
2. Form of the organization and if incorporated, the state of incorporation, together with a description, adequate to the assignment, of all classes of securities outstanding and a list of shareholders whose interest should, in the appraiser's judgment be specified. If a partnership, the type and the state of filing, together with a list of those partners, whether general or limited, whose interest should, in the appraiser's judgment, be specified.
3. The purpose (standard of value) of the appraisal.
4. The function (use) of the appraisal.
5. The definition of the standard of value that is the purpose of the appraisal.
6. The effective ("as of") date of the appraisal.
7. The date the appraisal report was prepared.
8. The report's assumptions and limiting conditions.
9. Any special factors that affected the opinion of value. Such factors include, but are not limited to, buy-sell agreements, restrictive stock agreements, corporate articles, bylaws and resolutions, partnership agreements, litigation, regulatory compliance, or environmental hazards.
10. Applicable discounts and premiums such as minority interest, control, marketability or lack thereof.
11. A certification consistent with the intent of section 1.25.” IBA Standards, Standard Four.

- scopo della valutazione
- uso della valutazione
- definizione dei metodi adottati
- data della valutazione
- data della formulazione del report
- assunti della valutazione
- principali informazioni e fonti
- indicazione di tutti i dati rilevanti utilizzati per formulare la valutazione
- indicazione di sconti e premi
- certificazione⁸¹

⁸¹ “Mandatory Content. All formal appraisal reports shall minimally set forth the following items in a manner that is clear and not misleading, including detail sufficient to permit the reader to reasonably replicate the appraiser's procedures:

1. Identify the client, and set forth a description of the business enterprise, security, or other tangible and/or intangible property being appraised.
2. Form of the organization and if incorporated, the state of incorporation, together with a description, adequate to the assignment, of all classes of securities outstanding and a list of shareholders whose interest should, in the appraiser's judgment be specified. If a partnership, the type and the state of filing, together with a list of those partners, whether general or limited, whose interest should, in the appraiser's judgment, be specified.
3. The purpose (standard of value) of the appraisal.
4. The function (use) of the appraisal.
5. The definition of the standard of value that is the purpose of the appraisal.
6. The effective ("as of") date of the appraisal.
7. The date the appraisal report was prepared.
8. The report's assumptions and limiting conditions.
9. The principal sources and references used by the appraiser.
10. The consideration of relevant data regarding:
 1. The nature and history of the business.
 2. The present economic conditions and the outlook affecting the business, its industry, and the general economy.
 3. Past results, current operations, and future prospects of the business.
 4. Past sales of interests in the business enterprise being appraised.
 5. Sales of similar businesses or interests therein, whether closely-held or publicly-held.
 6. The valuation approaches/methods considered and rejected, the approaches/methods utilized, and the research, sources, computations, and reasoning that supports the appraiser's analyses, opinions and conclusions.

Nel report dovrà essere indicato il valore o l'intervallo di valori determinato e dovrà essere richiamato il contenuto della lettera di incarico.

Anche in questo caso vengono previste specifiche norme di conservazione delle informazioni.

f. Standard Six – Preliminary reports

Anche eventuali pareri intermedi formulati oralmente o per iscritto da parte del valutatore devono rispettare le norme sinora indicate e norme relative alla loro archiviazione.

e. *Gli standard National Association of Certified Valuation Analysts*

La National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA), una delle associazioni professionali di valutatori americane, a sua volta a proposto degli standard di valutazione che possano assistere i propri soci nello svolgimento delle proprie attività.

Gli standard NACVA ripropongono una struttura simile a quella degli standard USPAP e ASA e sono obbligatori per tutti i membri dell'associazione.

Innanzitutto vengono proposte delle norme etiche riguardanti:

- l'integrità e l'obiettività del proprio lavoro

7. Any special factors that affected the opinion of value. Such factors include, but are not limited to, buy-sell agreements, restrictive stock agreements, corporate articles, bylaws and resolutions, partnership agreements, litigation, regulatory compliance, or environmental hazards.

8. Applicable discounts and premiums such as minority interest, control, marketability or lack thereof.

9. When valuing a majority interest in a business on a "going concern" basis, consider whether the business' highest value may be achieved on a liquidation basis.

11. A Certification consistent with the intent of section 1.25." IBA Standard, Standard Five.

- la competenza professionale
- la diligenza professionale dovuta
- la modalità delle comunicazioni coi clienti
- la necessità di pianificare la propria attività
- l'obbligo di ricercare dati sufficienti e rilevanti per la stima
- l'obbligo di riservatezza
- l'obbligo di non compiere atti che compromettano la propria onorabilità
- l'obbligo di operare nell'interesse del cliente
- l'obbligo di non essere condizionato da interessi finanziari personali nella valutazione

I servizi forniti vengono sostanzialmente distinti tra due tipologie: valuation engagement per i quali viene prevista come attività una vera e propria valutazione, calculation engagement per i quali viene previsto solo l'impegno a produrre il parere su un valore economico.

Sia per ciò che concerne l'identificazione dell'oggetto e dell'ambito della valutazione⁸² sia per ciò che concerne le indicazioni da seguire nella determinazione del valore⁸³.

⁸² Identification. A member must define the assignment and determine the scope of work necessary by identifying the following:

- a. Subject to be valued;
- b. Interest to be valued;
- c. Valuation date;
- d. Purpose and use of the valuation;
- e. Standard of value;
- f. Premise of value;
- g. Intended users;
- h. Valuation approaches or methods;
- i. Assumptions, limiting conditions and scope limitations;
- j. Ownership size, nature, restrictions and agreements;
- k. Other factors that may influence value when appropriate in the opinion of the member; and

Viene autorizzato il ricorso all'ausilio di specialisti qualora necessario.

Per quello che riguarda la scelta dei metodi di valutazione si rimanda alla discrezionalità del valutatore stesso che deve scegliere il metodo più adeguato alla situazione che è chiamato a valutare.

Differentemente che negli altri casi vengono fornite anche indicazioni specifiche di massima inerenti i metodi applicati:

- se vengono usati indici devono essere chiariti e spiegati
- devono essere analizzati con attenzione i documenti finanziari
- il flusso di valori utilizzato nella stima deve essere coerente con il metodo selezionato
- i tassi utilizzati per le stime devono essere calcolati tenendo in considerazione: la natura del business, la sua stabilità, la natura del management e altri fattori
- devono essere considerati gli sconti per mancanza di controllo e di liquidabilità

La tipologia di report da utilizzare deve essere stabilita con l'incarico, ma i report devono avere un contenuto minimo. A seconda del tipo di report utilizzato

1. The sources of information.

NACVA Standards

⁸³ Fundamental Analysis. For a Conclusion of Value, the member must obtain and analyze information, as available and applicable, necessary to accomplish the assignment, including:

- a. The nature of the business and the history of the enterprise;
- b. The economic outlook in general and the condition and outlook of the specific industry in particular;
- c. The book value of the interest to be valued and the financial condition of the business;
- d. The earning capacity of the enterprise;
- e. The dividend paying capacity of the enterprise;
- f. Whether or not the enterprise has goodwill or other intangible value;
- g. Sales of interests and the size of the block of interest to be valued;
- h. The market price of interests of enterprises engaged in the same or a similar line of business having interests actively traded in a free and open market; and
- i. All other information deemed by the member to be relevant.

NACVA Standards 2007

cambiano gli elementi minimi⁸⁴. Anche in questo caso il report si deve concludere con una dichiarazione del valutatore che riconosce di aver seguito come previsto gli standard NACVA.

⁸⁴ **Summary Reports.** Summary Reports should set forth the Conclusion of Value and the following minimum information concerning the Valuation Engagement and its results:

- 1) Identification of the subject being valued;
- 2) Description of the interest being valued;
- 3) Ownership size, nature, restrictions and agreements;
- 4) Valuation date;
- 5) Report date;
- 6) Purpose and use of the valuation;
- 7) Definition of the standard of value;
- 8) Identification of the premise of value;
- 9) Valuation approaches and method(s) utilized by the member;
- 10) Historical financial statement summaries, when applicable;
- 11) Identification of the assumptions, limiting conditions and scope limitations;
- 12) Reliance on a specialist;
- 13) Jurisdictional exceptions and requirements;
- 14) Limitations on use of the report—all valuation services vary as to specific assumptions, limiting conditions and scope, therefore, the member must identify material matters considered;
- 15) Sources of information;
- 16) A statement of Financial Interest;
- 17) Whether or not member is obligated to update the report;
- 18) Disclosure of any contingency fee;
- 19) Qualifications of member; and
- 20) Responsible member signature—the member who has primary responsibility for the determination of value must sign or be identified in the report;

Detailed Reports. Detailed Reports may include the following additional information in addition to that identified in paragraph 4.3 a:

- 1) Non-operating assets and liabilities;
- 2) Adjustments to historical financial statements, when applicable;
- 3) Adjusted financial statement summaries, when applicable;
- 4) Projected/forecasted financial statements including the underlying assumptions, when applicable;
- 5) Valuation approaches and method(s) considered by the member;
- 6) A description of the fundamental analysis; and
- 7) Other items that influence the valuation.

Calculation Reports. A Calculation Report should set forth the Calculated Value and should include the following information in addition to that identified in paragraphs 4.3 a 1 through 4.3 a 20:

- 1) Purpose of the calculation procedures;
- 2) State that the expression of value is a Calculated Value; and
- 3) A general description of the calculation, including a statement similar to the following:

"This Calculation Engagement did not include all the procedures required for a Conclusion of Value. Had a Conclusion of Value been determined, the results may have been different."

Statement that the Report is in Accordance with □ACVA Standards. A statement similar to the following should be included in the member's report:
"This analysis and report were completed in accordance with the □ational Association of Certified Valuation Analysts Professional Standards."

Secondo le indicazioni della NACVA devono essere considerati rilevanti anche gli standard fissati da parte di altre organizzazioni come gli IRS Guide, le indicazioni del Dipartimento del Lavoro, le leggi federali e statali, le norme indicate dal FASB e gli standard USPAP.

f. Gli standard American Institute of Certified Professional Accountants

Anche l'American Institute for Certified Professional Accountants (AICPA) con lo Statement on Standards for Valuation ha cercato di indicare delle norme di riferimento per le valutazioni effettuate dai propri soci limitatamente alle valutazioni messe in atto all'interno della loro attività professionale⁸⁵.

Vengono fornite una serie di indicazioni generali ai soci tali da permettere loro di individuare con chiarezza l'oggetto e l'ambito specifico delle valutazioni che possono essere chiamati ad effettuare. Accanto ad esse vengono fornite altre indicazioni relative alla modalità di svolgimento della valutazione, all'uso dei differenti metodi di valutazione, alle caratteristiche del report finale e alla modalità di archiviazione delle informazioni.

I contenuti nel dettaglio delle indicazioni fornite dalla AICPA differiscono in maniera minimale rispetto a quanto già contenuto all'interno degli standard USPAP

⁸⁵ Il dettaglio delle tipologie di valutazioni che vengono prese in considerazione in questo caso viene espressamente esplicitato da parte dello stesso standard: "Valuations of businesses, business ownership interests, securities, or intangible assets (hereinafter collectively referred to in this foreword as business valuations) may be performed for a wide variety of purposes including the following:

1. Transactions (or potential transactions), such as acquisitions, mergers, leveraged buyouts, initial public offerings, employee stock ownership plans and other share based plans, partner and shareholder buy-ins or buyouts, and stock redemptions.
2. Litigation (or pending litigation) relating to matters such as marital dissolution, bankruptcy, contractual disputes, owner disputes, dissenting shareholder and minority ownership oppression cases, and employment and intellectual property disputes.
3. Compliance-oriented engagements, including (a) financial reporting and (b) tax matters such as corporate reorganizations; S corporation conversions; income, estate, and gift tax compliance; purchase price allocations; and charitable contributions.
4. Planning oriented engagements for income tax, estate tax, gift tax, mergers and acquisitions, and personal financial planning."

e ASA⁸⁶, standard di cui viene chiesta per altro la conoscenza e che devono essere presi in considerazione dal valutatore stesso.

Lo standard stabilisce che in quanto valutatore il professionista contabile può fornire due tipologie differenti di pareri: conclusioni sul valore e calcoli sul valore, i primi sono delle vere e proprie valutazioni, i secondi semplicemente dei calcoli destinati ad uso delle rilevazioni contabili.

Come negli altri standard di valutazione viene ricordato che il contabile effettua la propria attività come valutatore solo quando esiste un preciso incarico di procedere alla valutazione e viene confermata l'esistenza di una eccezione qualora gli standard configgessero con norme di livello superiore.

Viene stabilito in capo al valutatore l'obbligo di effettuare solo le valutazioni per le quali a sufficienti competenze.

Deve garantire dal punto di vista professionale:

- oggettività e assenza di conflitto di interessi
- indipendenza di valutazione
- presenza di un accordo scritto con il cliente⁸⁷
- dichiarazione dei limiti delle basi dati e del lavoro effettuato compreso un eventuale ricorso a specialisti esterni

Nell'effettuare l'attività di valutazione deve avere presenti le seguenti informazioni:

- ente soggetto delle valutazione
- tipo di proprietà valutato
- data di valutazione

⁸⁶ Viene probabilmente fornito un maggiore dettaglio relativamente ai contenuti minimi delle varie tipologie di report, che, però, al di là appunto di un maggiore dettaglio rispetto ad alcuni dati, non aggiunge sostanzialmente informazioni rispetto al quadro precedente.

⁸⁷ Le caratteristiche stesse dell'accordo di valutazione vengono specificate nello standard.

- ambito della valutazione: fine, assunti, standard e premesse concettuali della valutazione (per esempio continuità aziendale), tipo di valutazione
- norme di varia natura che regolano la valutazione⁸⁸

Accanto a queste informazioni di base viene previsto che venga raccolta una vasta serie di informazioni aggiuntive inerenti: i beni prodotti, il management, la posizione di mercato, i rischi, la situazione finanziaria dell'impresa...⁸⁹

⁸⁸“In determining whether he or she can reasonably expect to complete the valuation engagement with professional competence, the valuation analyst should consider, at a minimum, the following:

- a. Subject entity and its industry
- b. Subject interest
- c. Valuation date
- d. Scope of the valuation engagement
 - i. Purpose of the valuation engagement
 - ii. Assumptions and limiting conditions expected to apply to the valuation engagement (paragraph 18)
 - iii. Applicable standard of value (for example, fair value or fair market value), and the applicable premise of value (for example, going concern)
 - iv. Type of valuation report to be issued (paragraph 48), intended use and users of the report, and restrictions on the use of the report
- e. Governmental regulations or other professional standards that apply to the subject interest or to the valuation engagement”

⁸⁹ **“The valuation analyst should, as available and applicable to the valuation engagement, obtain sufficient nonfinancial information to enable him or her to understand the subject entity, including its:**

- Nature, background, and history
- Facilities
- Organizational structure
- Management team (which may include officers, directors, and key employees)
- Classes of equity ownership interests and rights attached thereto
- Products or services, or both
- Economic environment
- Geographical markets
- Industry markets
- Key customers and suppliers
- Competition
- Business risks
- Strategy and future plans
- Governmental or regulatory environment

Ownership Information

The valuation analyst should obtain, where applicable and available, ownership information regarding the subject interest to enable him or her to:

- Determine the type of ownership interest being valued and ascertain whether that interest exhibits control characteristics
- Analyze the different ownership interests of other owners and assess the potential effect on the value of the subject interest
- Understand the classes of equity ownership interests and rights attached thereto
- Understand the rights included in, or excluded from, each intangible asset
- Understand other matters that may affect the value of the subject interest, such as:

Dal punto di vista dei metodi di valutazione vengono ammessi tutti quelli comunemente utilizzati (finanziario, reddituale, patrimoniale, misti, multipli) di cui viene fornita una descrizione nel dettaglio che cerca di precisarne le differenziazioni metodologiche e i punti critici.

A seconda del tipo di attività di valutazione si distingue la tipologia di report realizzata per il la valutazione vera e propria si parla di report dettagliato o sintetico, mentre per il semplice calcolo si parla di report di calcolo, viene inoltra ammessa la possibilità di un report in forma orale.

Nel caso del report dettagliato il contenuto minimo deve consistere di:

- lettera di invio
- indice
- introduzione
- fonti
- analisi dell'azienda

— For a business, business ownership interest, or security: shareholder agreements, partnership agreements, operating agreements, voting trust agreements, buy-sell agreements, loan covenants, restrictions, and other contractual obligations or restrictions affecting the owners and the subject interest
— For an intangible asset: legal rights, licensing agreements, sublicense agreements, nondisclosure agreements, development rights, commercialization or exploitation rights, and other contractual obligations

The valuation analyst should obtain, where applicable and available, financial information on the subject entity such as:

- Historical financial information (including annual and interim financial statements and key financial statement ratios and statistics) for an appropriate number of years
- Prospective financial information (for example, budgets, forecasts, and projections)
- Comparative summaries of financial statements or information covering a relevant time period
- Comparative common size financial statements for the subject entity for an appropriate number of years
- Comparative common size industry financial information for a relevant time period
- Income tax returns for an appropriate number of years
- Information on compensation for owners including benefits and personal expenses
- Information on key man or officers' life insurance
- Management's response to inquiry regarding:
 - Advantageous or disadvantageous contracts
 - Contingent or off-balance-sheet assets or liabilities
 - Information on prior sales of company stock"

- analisi finanziaria
- indicazione dei metodi selezionati
- indicazione dei metodi utilizzati
- revisioni dei dati
- indicazione degli asset non operativi
- valutazione
- identificazione del valutatore
- appendice

Per ognuno di questi punti viene fornito un ulteriore dettaglio analitico che permette di approfondire effettivamente il contenuto che deve essere descritto.

Il report di sintesi dovrà contenere sostanzialmente le informazioni del report dettagliato, ma ad un minore livello di approfondimento specifico, mentre il report di calcolo dovrà limitarsi ad esplicitare il calcolo e a chiarirne i contenuti. Simile sarà il contenuto del report orale. In ciascuno dei casi viene fornita una lista dettagliata dai punti da affrontare.

3. Analisi dell'esperienza canadese: gli standard Canadian Institute of Chartered Business Valuators.

Anche la Canadian Institute of Chartered Business Valuators (CICBV), pur partecipando all'iniziativa degli USPAP, ha cercato di definire propri standard di dettaglio per la valutazione delle aziende.

Tali standard, indicativi per i soci del CICBV, riprendono i punti già precedentemente accennati nella descrizione dei precedenti. In particolare negli standard CICBV vengono definiti i seguenti elementi:

- vengono definite le caratteristiche di una valutazione
- vengono definiti i requisiti professionali che il valutatore deve possedere per svolgere la valutazione
- vengono definiti gli elementi da analizzare nella valutazione e le criticità di cui tenere conto nell'utilizzo dei diversi metodi di valutazione (anche in questo caso non discostandosi troppo dalle indicazioni precedentemente fornite)
- viene autorizzato il valutatore a ricorrere al contributo di esterni
- tutta la documentazione relativa alle indagini, ai dati e alle analisi effettuate deve essere conservata
- vengono definiti i contenuti minimi dei report, che possono avere forme differenti
- vengono fornite alcune indicazioni specifiche sulla modalità di utilizzo dei differenti metodi di determinazione del valore
- vengono fornite specifiche indicazioni per ciò che concerne Labour Sponsored o Venture Capital Fund, per le Fairness Opinion e per le

valutazioni finalizzate all'uso all'interno di bilanci e prospetti finanziari⁹⁰

Tranne che per alcune differenze terminologiche o di approccio, anche nel caso di questi standard non si segnala un contenuto particolarmente differente rispetto a quello espresso negli standard USPAP o ASA.

⁹⁰ Una specificità rispetto a standard USPAP e ASA, ma non rispetto agli standardn AICPA, che contengono un numero più ampio di casi specifici.

CAPITOLO 3.

LIMITI E POSSIBILITA' DI SVILUPPO DEGLI STANDARD DI VALUTAZIONE.

1. Le problematiche della qualità e dell'uniformità di giudizio

La finalità della fissazione degli standard da parte delle varie associazioni professionali nordamericane consiste nel garantire e migliorare, attraverso la fissazione di alcune norme di riferimento generali, la qualità delle prestazioni professionali dei propri associati in maniera tale di permettere loro di soddisfare i bisogni del cliente e quindi di ottenere migliori risultati nella propria attività professionale. A questa prima finalità è connessa la seconda finalità perseguita che consiste nel fornire a tutti i valutatori definizioni e modalità operative comuni, tali da garantire al cliente, al mercato e alla società in generale una omogeneità che permetta un più facile utilizzo e interpretazione delle valutazioni⁹¹.

⁹¹ Si vedano al riguardo le seguenti affermazioni:

1. "The purpose of the Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) is to promote and maintain a high level of public trust in appraisal practice by establishing requirements for appraisers. It is essential that appraisers develop and communicate their analyses, opinions, and conclusions to intended users of their services in a manner that is meaningful and not misleading. The Appraisal Standards Board promulgates USPAP for both appraisers and users of appraisal services. The appraiser's responsibility is to protect the overall public trust and it is the importance of the role of the appraiser that places ethical obligations on those who serve in this capacity. USPAP reflects the current standards of the appraisal profession." USPAP, Preamble.
2. "The American Society of Appraisers, through its Business Valuation Committee, has adopted these Business Valuation Standards and Definitions ("the Standards") in order to maintain and enhance the quality of business valuations for the benefit of the business valuation profession and users of business valuations.", ASA Business Valuation Standards, General Preamble.
3. Se nel preambolo ai propri standard la NACVA si limita ad affermare che: "All members of the National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA), an association of Certified Public Accountants and other valuation professionals who perform valuation services, shall comply with the standards and definitions herein. NACVA will adopt changes to and interpretations of the standards when necessary.", NACVA Professional Standards, Preamble. La successiva elencazione di norme etiche appare chiaramente orientate a determinare un insieme di indicazioni tese a garantire la fiducia del cliente nei confronti del valutatore e, non casualmente, nel momento nel quale viene introdotto il glossario di riferimento per l'interpretazione delle norme descritte viene specificato che il

fine di tale glossario consiste proprio nel miglioramento e sostegno alla professionalità delle valutazioni: “to enhance and sustain the quality of business valuations for the benefit of the profession and its clientele... The performance of business valuation services requires a high degree of skill and imposes upon the valuation professional a duty to communicate the valuation process and conclusion in a manner that is clear and not misleading. This duty is advanced through the use of terms whose meanings are clearly established and consistently applied throughout the profession.”. NACVA Professional Standards, International Glossary of Business Valuation Terms.

4. Nello stabilire che i propri aderenti devono seguire quanto indicato nelle proprie indicazioni operative anche la AICPA presenta la stessa preoccupazione degli altri enti analizzati: “Given the increasing number of members of the AICPA who are performing business valuation engagements or some aspect thereof, the AICPA Consulting Services Executive Committee has written this standard to improve the consistency and quality of practice among AICPA members performing business valuations. AICPA members will be required to follow this standard when they perform engagements to estimate value that culminate in the expression of a conclusion of value or a calculated value.” Statement on Standards for Valuation Services, Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset.
5. Scopo dichiarato dell’introduzione degli IVS è pubblicare e formulare nell’interesse pubblico degli standard e delle guide procedurali per le valutazioni tali da poter essere condivisi a livello mondiale e successivamente garantire l’ “The principal IVSC objective is to formulate and publish, in the public interest, valuation Standards and procedural guidance for the valuation of assets for use in financial statements, and to promote their worldwide acceptance and observance. The second objective is to harmonize Standards among the world’s states, and to make disclosures of differences in standards statements and/or applications of Standards as they occur. It is a particular goal of IVSC that international valuation Standards be recognised in statements of international accounting and other reporting standards, and that Valuers recognise what is needed from them under the standards of other professional disciplines.” IVSC Standards, Foreword.
6. Il CICBV nello stabilire i propri standard specifica che: “The need for competent and frequent valuations, and the growing sophistication among managers and business owners of all sizes, has increased the complexity of business valuations. Factors leading to the need for more in-depth business valuations include: increasingly complex laws, more sophisticated lawsuits, and greater attention to fiduciary responsibilities. The Institute established Practice Standards, as well as a Code of Ethics, in order to set out the minimum requirements that all Members must follow. The Institute's stature in the business community and the credibility of the CBV/EEE designation is a reflection of the Institute's commitment to professionalism, as demonstrated by its adoption of these guiding principles. Failure to comply with the Practice Standards is a breach of a Member's ethical obligation and can result in disciplinary action by the CICBV.” CICBV Standards, Practice Standard Presentation.
7. Anche nella Guida pubblicata dall’Internal Revenue Service viene effettivamente specificato come finalità della Guida sia fornire delle linee guida ai valutatori: “The purpose of this document is to provide guidelines applicable to IRS Valuation Engineers, Appraisers, Valuation Specialists and others engaged in valuation practice (hereinafter referred to as Valuators) relating to the development, resolution and reporting of issues involving business valuations and similar valuation issues.” IRS Guide, Introduction. Al termine della Guida viene ulteriormente ripresa la definizione del glossario comune già citata per gli standard NACVA.
8. Il concetto dell’importanza e della delicatezza dell’uso degli standard viene ulteriormente ripreso da parte degli standard IBA che sottolineano il beneficio sociale degli standard e la delicatezza dell’opera di valutazione: “1. Certain professions, by their nature, and by the way they are perceived by the public, are capable of exerting substantial influence on the public welfare. It is our firm conviction that the practice of business appraisal falls in a similar category. 2. The performance of business appraisal/valuation requires a high degree of skill, imposes upon the appraiser a duty of non-advocacy to the client and an

Per quanto concerne la prima finalità essa dipenderà sostanzialmente da tre elementi: un primo elemento rappresentato dalla definizione di norme etiche e comportamentali chiare, verificabili e vincolanti, quindi dotate di effettività cioè capacità di sanzionare in qualche modo il trasgressore da parte dell'associazione professionale di appartenenza, un secondo elemento rappresentato dalla capacità di fornire un grado di dettaglio e di profondità nella definizione delle migliori modalità operative in termini di dottrina e prassi valutativa tale da orientare chiaramente i valutatori e da evitare che vengano commessi errori nella valutazione e un terzo rappresentato dalla definizione dei contenuti e delle modalità di presentazione dei report finali, da cui larga parte del giudizio del cliente dipende⁹².

obligation to the general public as a third party beneficiary of the work. It is our purpose here to articulate standards by which those who aspire to participation, and those already established in business appraisal practice may be guided in the ethical and skillful execution of their tasks, and report the results and conclusions of their work in the most effective manner. 3. It is also our purpose to state these standards in such a clear and unequivocal way that the world at large, and especially those who may engage the services of a business appraiser, will know the parameters by which professional competence is to be measured, and by which its professional practitioners wish to be judged...5. These standards have been developed to provide guidance to appraisers who are members of the Institute of Business Appraisers (IBA) and others performing appraisals of closely held businesses, business ownership interests or securities. They have also been developed to assist in the evaluation and regulation of members of the IBA through creating uniform practices and procedures. Departures from the standards are not intended to provide a basis for civil liability, and should not be presumed to create evidence that any legal duty has been breached, or to imply the creation of any additional relationships or duties other than those specified herein.” IBA Standards, Preamble.

9. Anche nel caso tedesco si afferma che la finalità dello standard è presentare i principi in base ai quali i revisori contabili effettuano valutazioni aziendali, per tale ragione i principi costituiscono una cornice di riferimento all'interno della quale individuare la via da percorrere nella valutazione.

⁹² L'importanza della qualità delle valutazioni è fortemente ravvisata anche in ambito italiano si veda, per esempio, il recente volume di Luigi Guatri, *La Qualità delle valutazioni*, Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.269, dove il decano degli studiosi di valutazione aziendale osserva: “il fatto che, fino ad oggi, la metodologia di misura dell'errore nelle valutazioni aziendali sia stata una pagina interamente bianca non può che ripercuotersi con pesanti conseguenze anche sui giudizi d'errore in sede giurisdizionale. In questo ambito (che ha anche proprie specificità), l'“esperto” non dispone infatti di alcuna metodologia condivisa, cosicché, in tutti i casi, o sa improvvisarne una propria (il che è raro e comunque genera sempre opinabilità), oppure non è in grado di operare, se non a rischio frequente (o molto frequente) di superficialità e di altri errori (come troppo spesso accade nel nostro Paese). La giustizia deve con urgenza munirsi di un proprio apparato metodologico: essa, infatti, “misura il livello di civiltà di un Paese”.” Allo stesso modo si esprime Mauro Bini nell'editoriale del n.44 de “La Valutazione delle Aziende”, “Gli ampi margini di discrezionalità a disposizione dell'esperto finiscono per valere come un generico lasciapassare per valutazioni comunque effettuate, purchè formalmente rigorose e rispondenti a un principio di terzietà...Altrettanto nota è la circostanza per cui due soggetti chiamati a stimare il valore di una

2. Il rispetto delle norme etiche e comportamentali per gli “esperti di valutazione”

Tutti gli standard presi in esame presentano al loro interno una parte relativa alle norme etiche che devono essere seguite e rispettate da parte degli aderenti all'associazione che ha emesso quegli standard oppure rimandano a codici etici definiti con la stessa modalità seguita per la definizione degli standard.

Tutte le norme etiche contenute in questi documenti hanno come finalità quella di fornire effettive indicazioni ai valutatori riguardo il comportamento da mantenere nello svolgimento della propria attività professionale e nel contempo sono finalizzati a garantire i clienti dei valutatori riguardo l'effettiva integrità, imparzialità, obiettività ed indipendenza dei valutatori.

In tutte le norme etiche viene fornito un richiamo concettuale al contenuto delle attività di valutazione, al significato di competenza e professionalità del valutatore e all'obbligo per il valutatore di soddisfare le richieste formulate dal cliente.

Per questo motivo, anche se facendo ricorso a terminologie differenti ed in modi diversi, tutti gli standard o codici etici richiamano all'interno del loro contenuto questi principi di fondo. Tutti i valutatori sono invitati a operare secondo le proprie capacità e con professionalità e vengono obbligati a rifiutare forme di compensi

stessa attività possono giungere a risultati anche significativamente diversi fra loro. Ciò in relazione ai criteri di valutazione prescelti...e alla sensibilità dei diversi criteri agli stessi input. Di qui la scarsa attenzione alla sostanza della stima, ai criteri seguiti nella definizione degli input rilevanti, alla identificazione dei modelli di valutazione appropriati, al processo in grado di assicurare la completezza della base informativa e la ragionevolezza dei risultati raggiunti.” Mauro Bini, editoriale, ..., in “La Valutazione delle Aziende”, n.44 ... 2004, Finanza e Valore, Milano. E ancora, secondo altri: la valutazione “...è, di fatto, un'operazione estremamente complessa che richiede logiche e metodologie sempre più razionali, quindi funzionali, per effettuare la valutazione. Le logiche e le metodologie di valutazione variano in relazione alle finalità preposte alla stima, alle caratteristiche dell'oggetto sottoposto ad analisi e alla prospettiva di osservazione assunta dal soggetto valutatore...” da cui l'importanza di indicazioni che permettano una condotta corretta del valutatore e una stima efficace, Enrico Gonnella, “Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone”, PLUS, Pisa, 2008, p. 15.

che possano invitarli a violare il proprio ruolo di soggetti terzi garanti di un interesse pubblico.

A tutela del cliente viene posto in capo ai valutatori l'obbligo della riservatezza e l'obbligo di conservare tutti i documenti relativi alla valutazione e esplicitare chiaramente le procedure seguite nei report di valutazione per garantire la massima trasparenza nei confronti del cliente.

Le stesse norme che vengono proposte relativamente alle modalità di redazione dei report sono norme vincolanti per i valutatori perché destinate proprio a garantire questo massimo livello di trasparenza.

Vengono inoltre specificati sia nei codici etici sia negli standard quali sono gli ulteriori obblighi in capo al valutatore come consulente di parte o di ufficio nei contenziosi giudiziari e dettagliate in profondità tutte le situazioni problematiche, soprattutto nel caso del codice etico pubblicato da parte dell'ASA, nelle quali il valutatore potrebbe venirsi a trovare e nelle quali potrebbe essere chiamato a prendere decisioni contrastanti rispetto a quelle che sono le indicazioni degli standard stessi (presenza di limitazione per lo svolgimento del proprio lavoro, valutazione fondata su condizioni ipotetiche, negazione dell'accesso a dati specifici...). Vengono fornite indicazioni su come svolgere le visite presso l'azienda e intrattenere rapporti con i clienti e i fornitori di altri servizi professionali specifici.

Larga parte degli obblighi in alcuni casi prevedono che vengano fornite specifiche dichiarazioni firmate da parte del valutatore stesso.

Il punto debole delle varie statuizioni etiche previste sia a livello di codici sia a livello di standard è rappresentato dal fatto che, ad eccezione di eventuali sanzioni comminate da parte della associazione di appartenenza in forza di un comportamento dannoso per l'intera categoria, essi non hanno nessuna effettività dal punto di vista legale, ovvero prevedono sempre esplicitamente che la loro

eventuale violazione non possa essere fatta valere dal cliente all'interno di un contenzioso legale nei confronti del valutatore. In tal modo viene di fatto svuotato il significato di queste stesse norme che da strumento dedicato alla tutela del cliente si trasformano semplicemente in strumento dedicato alla tutela dell'associazione professionale nei confronti dei propri membri.

A rendere proficuo il ricorso a questi strumenti, è, invece, la giurisprudenza che ricorrendo ad essi nella definizione di eventuali responsabilità dirette o indirette da parte dei valutatori in sede di contenzioso ha di fatto dotato queste norme di una forte valenza giuridica, valenza che, però, resta a disposizione della discrezionalità del singolo giudice.

In conclusione le norme etiche che più dovrebbero essere utili per il rafforzamento di uno strumento come gli standard sono in realtà una sorta di arma spuntata che, al di fuori dell'uso che ne può essere fatto dai giudici e sebbene dettagliate, analitiche e precise, produce effetti limitati e non completamente soddisfacenti.

3. La capacità di risposta degli standard ai problemi emergenti nelle valutazioni

Per valutare la capacità degli standard di valutazione di fornire un adeguato dettaglio e profondità nella definizione delle migliori modalità operative e di permettere di evitare che vengano commessi errori nella valutazione da parte dei valutatori stessi, è necessario operare due diverse analisi: per operare la prima verifica è necessario confrontare tra di loro il contenuto degli standard con il contenuto finora definito da parte della dottrina e della prassi, di cui si è cercato di fornire un quadro all'interno del primo capitolo della tesi, mentre per operare la seconda verifica uno strumento concreto può essere fornito dagli studi effettuati sia

negli Stati Uniti sia in Italia sul tema della qualità della valutazione e sulle sue caratteristiche.

Nello svolgimento di ambedue le verifiche si è fatto ricorso ai numerosi tentativi di fornire di indicazioni della qualità delle valutazioni sia dal punto di vista della completezza sia dal punto di vista della minimizzazione dell'errore, anche attraverso la definizione di tassonomie degli errori effettuate da numerosi studiosi.

3.1. Possibilità e limiti degli standard nel ridurre gli errori di valutazione

Un primo punto di attenzione al riguardo deve essere posto nel fatto che tutti i metodi di valutazione adottati partono comunque da ipotesi e teorie di partenza⁹³ che possono essere in contrasto tra di loro e che devono essere verificate non solo dal punto di vista teorico, ma anche dal punto di vista della effettiva applicabilità delle stesse alla concreta situazione dell'azienda valutanda.

Gli standard al riguardo dovranno fare attenzione a prendere in considerazione ipotesi condivise e verificate da parte della dottrina e considerate anche comunemente dalla prassi. Se ovviamente il riferimento alla prassi nelle ipotesi e nei metodi adottati appare indubitabile, appare da verificare se esista sempre una sufficiente corrispondenza nella dottrina esistente.

⁹³ Nel suo articolo *Principi fondamentali e regole "forzate" per giudicare della validità delle ipotesi/teorie*, in *"La Valutazione delle Aziende"*, n.43 Dicembre 2006, Finanza e Valore, Milano, p.3 Luigi Guatri individua 7 ipotesi fondamentali: "...Sono rette da differenti ipotesi/teorie le valutazioni assolute, con 7 gruppi di ipotesi fondamentali:

- le ipotesi che reggono i modelli finanziari (DCF, DDM e altri minori);
- le ipotesi che reggono i modelli reddituali (con valore di capitale economico, valori potenziali puri, valori potenziali controllabili);
- le ipotesi che reggono i modelli del reddito residuale (modello misto patrimoniale-reddituale, modello del reddito differenziale, EVA);
- le ipotesi che reggono il modello patrimoniale;
- le ipotesi che reggono la stima dei vari tassi di attualizzazione (c.o.e., WACC, ecc.), impiegati nei modelli precedenti (salvo quello patrimoniale);
- le ipotesi che reggono i "premi" e gli "sconti" applicati ai valori fondamentali o ai prezzi di mercato.

Sono pure costruite su ipotesi/teorie le valutazioni relative (a mezzo di moltiplicatori, sia di società comparabili, sia di transazioni comparabili)."

Tutti gli standard presi in considerazione affermano di affrontare il problema della presenza all'interno delle valutazioni di ipotesi vincolanti sia relativamente alla selezione dell'approccio/metodo da utilizzare nella valutazione sia relativamente alla scelta di determinate ipotesi in sede di svolgimento della valutazione stessa.

Alcune ipotesi di fondo che vengono prese in considerazione nella letteratura possono essere individuate:

- nella contrapposizione tra valutazioni assolute, basate su formule e modelli, e valutazioni relative, basate sui multipli, in particolare specifiche criticità si presentano per quanto concerne i multipli garantire la qualità della loro determinazione e cioè la connessione di causalità tra il denominatore e il numeratore del multiplo stesso appare fondamentale⁹⁴, a questo problema si affianca la necessità di scegliere accuratamente il campione di riferimento e il problema costituito dalle modificazioni arbitrarie che possono essere ottenute cercando di correggere le caratteristiche del campione per rendere omogenee le aziende oggetto della stima⁹⁵;

⁹⁴ Guatri identifica quattro elementi chiave per garantire la qualità dei multipli come stimatori del valore dell'azienda: "La normalità intesa come controllo che il multiplo non esca da un range di grandezze giudicate ragionevoli...La normalità garantisce che la base fondamentale...non abbia un peso troppo limitato. L'ordinabilità dei multipli ci si definisce partendo dall'osservazione che, a parità di risultati contabili del passato, le aziende presentano multipli tanto più elevati quanto maggiori sono le opportunità future di generare nuovo valore. Tali opportunità dipendono da dei principali fattori: l'attrattività del mercato di riferimento e il posizionamento competitivo...La proprietà mean reverting (convergenza verso la media) si basa sull'osservazione che quando il nesso di causalità tra la variabile al denominatore e il prezzo è molto stretto, il multiplo tende a stabilizzarsi nel tempo...Nel lungo termine la volatilità del multiplo tende a ridursi...La convergenza verso la relazione fondamentale per via dell'aggiustamento del prezzo. Quando le variazioni di prezzo non si accompagnano a variazioni dei fondamentali, si determina uno scostamento tra prezzo e valore, e perciò i multipli variano." Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007, pp.124-125.

⁹⁵ E' il caso dei cosiddetti multipli adjusted e dei multipli clean, ma anche il caso dell'utilizzo di multipli che fanno riferimento a dati temporali come i multipli current, trailing, leading e forward. Osserva Gonnella al riguardo dei multipli: "Il metodo dei multipli si fonda sul presupposto che i prezzi negoziati sul mercato per società comparabili siano validi per stimare il valore di un'azienda... Si tratta a ben vedere di un assunto forte che chiama in causa il concetto di efficienza

- nell'accettazione stessa dei vari metodi di valutazione che vengono astrattamente ricondotti alla formula generale $W = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{d_n}{v^n} + \frac{P_n}{v^n}$ ⁹⁶ rappresentativa del valore aziendale come risultato del flusso dei proventi nel tempo, ma solo attraverso forzature teoriche⁹⁷, tali da originare una serie di problemi:
 - per quello che concerne le valutazioni fondate sui flussi di cassa si tratta della natura aleatoria nella determinazione del valore dei flussi di cassa nel dettaglio per ogni singolo⁹⁸ anno oppure della altrettanto aleatoria natura del valore terminale⁹⁹ dell'azienda nel caso non si ricorra ad una valutazione puntuale

dei mercati.” Enrico Gonnella, “Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone”, PLUS, Pisa, 2008, p.239.

Soprattutto in relazione alle cosiddette “Rules of thumb”, ma in generale con riferimento ai multipli si osserva come le formule siano caratterizzate da due specifici problemi: la generalità, a volte eccessiva, l'inesistenza di formule adatte per tutti. “Formulas are general in nature. Adjustments must be made to account for variations in revenue and cash-flow trends...There is non single formula that will work for every business. Formula multipliers offer ease of calculation, but they also obscure details.” Shannon P. Pratt, Alina Niculita, “Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Company”, Fifth Edition, McGraw-Hill, New York, 2008, p.275.

⁹⁶ La formula nella sua completezza viene descritta nel primo capitolo nel paragrafo “I metodi valutativi” p.36.

⁹⁷ Si tratta del contrasto tra razionalità e dimostrabilità della stima già descritto nel primo capitolo.

⁹⁸ “Una questione di particolare importanza è rappresentata dall'estensione che deve avere il periodo delle previsioni analitiche, anche detto periodo di previsione esplicita.” Enrico Gonnella, “Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone”, PLUS, Pisa, 2008, p.132. Sempre per quello che riguarda i flussi Gonnella nello stesso volume a p.138-139 osserva che: “Va precisato che, quando si parla di orizzonte temporale, sono due i problemi che il valutatore deve risolvere definire l'orizzonte temporale storico e quello prospettico... In particolare, i problemi specifici che si presentano in riferimento all'orizzonte temporale storico sono due. Il primo attiene le aziende cicliche e il secondo a quelle in cui sono messe in atto operazioni di finanza straordinaria...Con riferimento alla determinazione dell'orizzonte temporale prospettico si pongono due ordini di questioni: definire l'orizzonte di vita dell'azienda e, nel caso, in cui si applichino metodi di valutazione basati su processi di attualizzazione, definire il periodo delle previsioni analitiche.” Sempre lo stesso autore per facilitare il ricorso ai metodi fondati sui flussi indica sia la procedura con cui effettuare la valutazione sia le basi dati a cui ricorrere.

⁹⁹ “ Il terminal value è un valore espressivo della capacità reddituale aziendale successiva a quella del periodo delle previsioni analitiche. Non è escluso, tuttavia, che tale grandezza sia stimata anche qualora alla fine di suddetto periodo, l'azienda venga messa in liquidazione. In tal caso, il valore terminale non sarebbe più un valore di reddito, ma di liquidazione” Enrico Gonnella, “Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone”, PLUS, Pisa, 2008, p.133, a cui si aggiunge il problema collegato alle valutazioni che non si limitano a prendere in considerazione due stadi, ma più stadi.

a cui si collega poi sistematicamente il problema della determinazione dei tassi¹⁰⁰

- per quello che concerne il ricorso al metodo patrimoniale appare chiaro come ricondurre il contenuto di questo metodo alla formula fondamentale richieda sostanzialmente un elevato grado di astrazione da cui deriva tutta una serie di attenzioni nell'applicazione del metodo stesso¹⁰¹
- per il metodo reddituale si applicano sostanzialmente gli stessi problemi che esistono per il metodo fondato sui flussi di cassa¹⁰²;

¹⁰⁰ Alcuni autori addirittura sono giunti a mettere in dubbio l'affidabilità del ricorso a metodi fondati sui flussi di cassa come il metodo dei flussi di cassa scontati fondati su dati incerti sia nel breve sia nel lungo termine e spesso eccessivamente influenzati dal peso del valore terminale, in particolare Penman, relativamente al free cash flow afferma che "è un indicatore inaffidabile del valore non qualcosa a cui possa essere ragionevolmente ancorato", S.H. Penman, *Handling Valuation Models*, in "Applied Corporate Finance", n.3, 2006, fonte <http://www.ssrn.com>, p.50. Lo stesso Luigi Guatri è molto critico nei confronti del metodo dei DCF, discount cash flow, flussi di cassa scontati che nel caso degli eccessi avvenuti durante il boom della new economy per la sua profonda dipendenza dalle previsioni future ebbe un effetto disorientante nelle valutazioni effettuate all'epoca: "il DCF fu spinto alle manifestazioni estreme...la mera potenzialità dei valori (venne) esasperata sul piano tecnico da alcune circostanze precise..." riassumibili in: un'eccessiva dipendenza sul lungo e lunghissimo termine e la difficoltà a stimare i rischi futuri all'interno dei tassi di attualizzazione, Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.187. Da ciò per il Guatri parrebbe derivare un notevole scetticismo sull'uso di questo metodo, almeno se non accompagnato da verifiche adeguate attraverso altri metodi di valutazione.

¹⁰¹ "Una criticità da considerare in sede di stima del capitale netto rettificato è costituita dalla cosiddetta "fiscalità latente. Una volta determinate le rettifiche da apportare alle poste patrimoniali contabili, si rende necessario stimare l'effetto prodotto dalla fiscalità latente..." Enrico Gonnella, "Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone", PLUS, Pisa, 2008, p.188.

¹⁰² Nel caso specifico del valore terminale la situazione si complica nel momento nel quale esso sia determinato ricorrendo a multipli, situazione che, peraltro, fa rientrare il caso specifico nel caso più generale della gestione dei multipli. Sul metodo reddituale, osserva Pratt: "The discounted economic income method is practical only to the extent that the projections used are reasonable to the decision-maker for whom the valuation is being prepared. Without supportable projections, the discounted economic income method can convey an aura of precision that is not justified." Shannon P. Pratt, Alina Niculita, "Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Company", Fifth Edition, McGraw-Hill, New York, 2008, p.154. Sempre Pratt identifica una serie di errori comuni nel ricorso a questo metodo: incongruenze tra il tasso di sconto e la misura del flusso, casi di confusione tra i tassi di sconto e quelli di capitalizzazione, proiezioni di redditività che vanno ben oltre il termine temporale per cui esiste una sufficiente capacità produttiva, confusione tra dati storici e proiezioni future dei flussi, errori nell'applicazione degli sconti al valore terminale, applicazione di una struttura di capitale inadeguata, erronee premesse del valore, tutti errori che traggono origine dalle ipotesi e dagli assunti di partenza del metodo stesso.

- per i metodi misti si ripropongono i problemi relativi ai metodi precedenti a cui si aggiunge il problema della definizione dei rapporti tra i metodi utilizzati e della definizione di eventuali indici di rapporti a cui ricorrere¹⁰³;
- nel caso specifico della stima del valore degli intangibili specifici viene fatto un importante ricorso a ipotesi e assunti di varia natura:
 - nel caso del ricorso a valutazioni fondate sul valore differenziale creato dall'intangibile specifico rispetto ad altri assimilabili, dovuti alla definizione del premio differenziale;
 - nel caso della determinazione fondata sul calcolo del costo della perdita del bene, dovuti alla misura del danno stesso;
 - nel caso della valutazione delle transazioni comparabili, dovuti alla selezione delle transazioni in questione;
 - nel caso del metodo delle royalty, dovuto alla definizione del tasso di royalty, della forza del marchio e dei flussi futuri da prendere in considerazione;
 - nel caso della valutazione basta sul ricorso a multipli si tratta ancora una volta di Rules of Thumb oppure ancora di calcoli effettuati sulla base di assunti collegati ai driver da cui è

Shannon P. Pratt, Alina Niculita, "Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Company", Fifth Edition, McGraw-Hill, New York, 2008, p.196-197.

¹⁰³ Al riguardo si vedano le seguenti osservazioni di Pratt tese ad evidenziare come i metodi misti, soprattutto per la presenza degli intangibili il cui valore è collegato all'utilità generabile in futuro, siano metodi che richiedono una particolare attenzione per il loro utilizzo: "...this method requires the valuation of all of the company assets – the intangible assets as well as tangible assets. Many intangible asset values depend, in good measure on the income valuation approach. Therefore, the value indication of the asset accumulation method may ultimately depend as much on the economic income capitalization variable as it does on the values of tangible assets. This is especially true for larger and more complex businesses. Of course. Ultimately, the value of all assets, properties, or business interests depends on their income-generating capacity." Shannon P. Pratt, Alina Niculita, "Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Company", Fifth Edition, McGraw-Hill, New York, 2008, p.319. Altri punti che vengono evidenziati dall'autore come crittici sono quelli relativi: alla scelta della concezione di valore di partenza, alla modalità di identificazione degli asset stessi, alla ricostruzione dei dati contabili.

ricavabile un'indicazione del valore, lo stesso collegamento proposto;

- nel caso della stima dei tassi secondo le varie metodologie utilizzate¹⁰⁴:
 - per quello che riguarda il diffusissimo modello CAPM presentano punti critici legati al coefficiente beta che può essere influenzato da elementi collegati alla frequenza della misurazione, all'effetto collegato alle dimensioni, alla scelta delle imprese comparabili e alla determinazione del premio per il rischio che viene spesso fissato sulla base dei precedenti storici e che viene identificato in un valore fisso sino a revisione¹⁰⁵;
 - per quello che riguarda la determinazione del WACC sono oggetto di assunti non provati sia la definizione del costo del debito per cui si ricorre a spread rispetto al tasso base che possono rivelarsi sostanzialmente arbitrari sia la stessa determinazione della struttura finanziaria che è sostanzialmente una rappresentazione teorica¹⁰⁶;

¹⁰⁴ Sempre nel suo volume Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.108, il Guatri osserva che "I tassi, per diffusa opinione, sono considerati una variabile largamente discrezionale, da ciò la presenza di assunti, anche "pesanti", che li contraddistinguono. Cui va aggiunto il pericolo che, sul fondamento illusorio di una presunta esattezza matematica, gli assunti non vengano adeguatamente esplicitati dagli esperti."

¹⁰⁵ Si veda quanto afferma Aswat Damodaran nel suo "Manuale di valutazione finanziaria", McGraw-Hill, Milano, 1996.

Per quello che concerne il CAPM gli assunti di partenza per la validità del sistema sono molto forti: presenza di investitori avversi al rischio, esistenza di portafogli di investimenti efficienti, presenza di orizzonti temporali identici tra investitori, presenza di identiche aspettative sugli investimenti, assenza di costi di transazione, assenza di distorsioni nella tassazione, identici tassi creditori e debitori, mercati sempre liquidi e titoli sempre liquidabili.

¹⁰⁶ In loro articolo Luigi Guatri, Mauro Bini (editoriale, in "La Valutazione delle Aziende", n.30, novembre 2003, Finanza e Valore, Milano), cercano, seppure sinteticamente di dare una serie di riferimenti al riguardo, al fine di evitare duplicazioni ed errori nella determinazione dei tassi occorre, a loro giudizio: "innanzitutto che la scelta del tasso sia compiuta a valle rispetto all'analisi fondamentale finalizzata a stimare i flussi attesi...vanno resi espliciti i rischi rispetto ai quali i flussi di risultato sono stati già "aggiustati". Ciò evita di incorrere in problemi di duplicazione degli "aggiustamenti" per il rischio...è necessario decidere quando si rende opportuno adottare

Accanto alle ipotesi che sottendono elaborazioni teoriche adatte a giustificare le metodologie adottate per la valutazione deve essere riconosciuto il rilevante ruolo giocato dagli assunti, ovvero da quelle “assunzioni” a priori utilizzate per risolvere un problema complesso contenuto in un approccio o in un metodo di valutazione che altrimenti risulterebbe essere troppo dispendioso in termini di lavoro¹⁰⁷. Chiaramente l’introduzione di semplificazioni allontana le metodologie adottate dal contenuto delle elaborazioni teoriche che le spiegano e aumenta il rischio dell’introduzione di errori da parte del valutatore.

Per questo motivo in tutti i casi in cui venga fatto ricorso a metodi supportati da assunti a priori il valutatore deve porre molta attenzione al rischio di errore insito nell’utilizzo dello specifico assunto.

A titolo esemplificativo indichiamo alcuni tra gli assunti che, sempre più, per via del rafforzamento di ipotesi valutative molto forti, si possono ritrovare all’interno delle valutazioni d’azienda:

- la stima dei flussi attesi sia nel breve sia nel medio-lungo termine sia nella determinazione del valore terminale (è un assunto il valore costante o crescente dei flussi nei primi anni di stima, come lo è il

diversi tassi per i singoli periodi di riferimento...occorre individuare tassi di attualizzazione coerenti con i flussi di risultato in relazione alla loro natura di risultati operativi...o di risultati netti...è necessario che l’identificazione del tasso di attualizzazione non sia “inquinata” da considerazioni di merito a rischi estranei alla natura dei flussi quali l’illiquidità dell’investimento, conflitti di interesse fra maggioranze e minoranze...”.

¹⁰⁷ Sempre Luigi Guatri nell’articolo Ipotesi, assunti, errori, approssimazioni: alle origini della “qualità” delle valutazioni, in “La Valutazione delle Aziende”, n.43 Dicembre 2006, Finanza e Valore, Milano, p.12, osserva che: “Il motivo dell’assunto, va detto con chiarezza da subito, consiste essenzialmente nel rendere la soluzione di un certo problema possibile o meno complessa. Gli assunti, pertanto, in tutte le scienze, introducono nei problemi degli errori e delle approssimazioni, per consentire di renderli relativamente più semplici e di più agevole soluzione...E tanto più i problemi si presentano complessi...quanto più numerosi in pratica sono gli assunti ai quali debbono fare ricorso”.

calcolo del valore terminale basato su flussi sconosciuti e che a seconda dello stadio di vita aziendale tendono a cambiare valore¹⁰⁸...);

- l'assunto per via del quale nel caso del metodo dei flussi di cassa scontati si ritiene che gli ammortamenti corrispondano agli investimenti in immobilizzazioni tecniche, ragion per cui successivamente si tende a prolungare la stima puntuale dei flussi di cassa oltre i primi 5 anni sino a 10 mantenendo la stessa previsione effettuata al quinto anno per i successivi aumentata di un tasso "g" di sviluppo. In tal modo si riduce il ricorso al terminal value, ma si introducono due assunti molto forti¹⁰⁹;
- il fatto che nel determinare il Beta relativo al calcolo del CAPM si dia per scontata l'esistenza contemporaneamente di rischio sistematico e di rischio specifico per l'azienda valutata e che questo sia determinato da una serie di variabili, che, però, essendo prevalentemente qualitative possono difficilmente essere ricostruite¹¹⁰.
- nel caso delle sinergie e più in generale per le acquisizioni per le quali, trattandosi di una stima di interventi da operare in futuro si tratta di per sé di assunzioni astratte¹¹¹;

¹⁰⁸ Al riguardo per approfondire questo aspetto delle varie modalità di valutazione del valore terminale e delle diverse prospettive attraverso le quali prevedere l'evoluzione della redditività aziendale si veda in particolare quanto esemplificato in

¹⁰⁹ Si veda anche Richard S. Ruback, *Know your worth: critical valuation errors to avoid*, 2004, Harvard Business School, Cambridge (MA).

¹¹⁰ Situazione che si aggrava nel caso in cui ci si trovi di fronte alla determinazione di Beta prospettici per il calcolo dei quali vengono messi in atto assunti forse ancora più astratti e forti. Sempre sul tema della determinazione del CAPM così si esprime Cattaneo: "Le assunzioni alla base del CAPM, possono essere qualificate in due gruppi; nel primo vi sono le assunzioni riguardanti il comportamento degli investitori, cioè le modalità con le quali effettuano le proprie decisioni d'investimento; nel secondo gruppo le assunzioni riguardanti alcune condizioni di operatività dei mercati finanziari, le quali sostanzialmente configurano un grado estremamente elevato di efficienza operativa dei mercati." Mario Cattaneo (a cura di), *Manuale di finanza aziendale*, 1999, Il Mulino, Bologna, pp.257-258.

¹¹¹ A solo titolo esemplificativo riportiamo quanto affermato dal Guatri sempre in Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.131, il valore del premio relativo all'acquisizione di un'azienda deve essere riferito a: "1. il premio puro di

- nel caso della determinazione di premi/sconti di controllo o di liquidità si assume che il valore di un premio di qualsiasi natura sia influenzato da una serie di valutazioni qualitative la cui determinazione è, però, lasciata abbondantemente alla discrezione del valutatore e che in alcuni casi rischiano di sovrapporsi nella considerazione di quanto affermato nei piani aziendali alle stime di evoluzione future dell'azienda, qualora si ricorra a confronti con altre transazioni comparabili o con valori teorici del premio il problema della determinazione delle transazioni da prendere in considerazione e del valore teorico di premio è altrettanto sottoposto ad un ampio livello di discrezionalità¹¹².

Quelli formulati sono solo alcuni esempi di assunti a cui seguono molti altri presenti nei vari metodi e tecniche di valutazione¹¹³.

Nel caso del primo tipo di ipotesi che contrappone valutazioni assolute e valutazioni relative le posizioni assunte da parte della dottrina e della prassi, come abbiamo già visto, sono diverse, alcuni autori, soprattutto in anni remoti, affermano

controllo...2. le sinergie previste con l'acquisizione..."(di cui si è già detto)"...3. gli eventuali miglioramenti delle performance dell'azienda-target che l'acquirente si attende di realizzare...4. la maggiorazione (eventuale) del prezzo giudicata necessaria per evitare che un concorrente si aggiudichi l'azienda-target: essa non ha nessuna obbiettiva spiegazione in termini di vantaggi quantificabili, ma vuole evitare che un concorrente si rafforzi (maggiorazione di difesa); 5. la maggiorazione ulteriore (pure eventuale) del prezzo-senza obbiettiva spiegazione in termini quantitativi-nei settori in fase di concentrazione, dove le occasioni di acquisizione di concorrenti stanno per esaurirsi;e dunque si paga la rarità dell'asset, legata al timore che altre occasioni non possano più presentarsi (maggiorazione di rarità)." Al riguardo lo stesso Guatri osserva che "Gli addendi 4 e 5 -è ovvio-possano in parte sovrapporsi" e afferma che, relativamente agli ultimi tre addendi "più o meno "latenti" (essi) vengano confusi con gli altri." Peraltro, si pensi solamente agli addendi 2 e 3 appare evidente il rischio di confondere le sinergie realizzabili con interventi di miglioramento che potrebbero essere effettuati anche in una situazione stand-alone, il rischio di commistione è elevato e lo è ancor di più se tenendo conto del pericolo di sovrapposizione con le dinamiche di sviluppo aziendale che possono sottendere la determinazione del valore di flussi reddituali/di cassa o del valore terminale.

¹¹² Questo problema viene ripreso in ambito americano da Richard S. Ruback, Know your worth: critical valuation errors to avoid, 2004, Harvard Business School, Cambridge (MA).

¹¹³ Sempre Luigi Guatri nell'articolo Ipotesi, assunti, errori, approssimazioni: alle origini della "qualità" delle valutazioni, in "La Valutazione delle Aziende", n.43 Dicembre 2006, Finanza e Valore, Milano, p.13, da cui sono tratti gli esempi indicati osserva che: "Gli esempi potrebbero continuare a lungo: gli assunti che si inseriscono nei modelli, nei metodi, negli algoritmi, ecc. sono centinaia. Tutti essi, al fine di semplificare e di rendere possibile la soluzione di problemi complessi, introducono nei calcoli errori o approssimazioni. Tanto più numerosi quanto più i modelli, gli algoritmi, ecc. sono sofisticati e complessi."

la centralità delle valutazioni assolute ritenendole l'unica modalità di determinazione del valore e che al massimo possa essere considerato un metodo di verifica empirica, altri autori hanno cercato di far rilevare come il ruolo delle valutazioni relative sia comunque fondamentale in quanto non si può fare a meno di tenere conto del giudizio del mercato nell'effettuazione di cessioni-acquisizioni societarie¹¹⁴, altri autori ancora propongono soluzioni che siano in grado di valorizzare complessivamente tutti i metodi di valutazione¹¹⁵.

Su questo punto gli standard di valutazione non prendono una posizione esplicita, ma precisano come il valutatore debba prima di operare la valutazione verificare quale sia il contenuto, il fine e l'ambito della propria attività e identificare alla luce di questi elementi quale sia il metodo migliore da usare. In particolare nel caso degli standard ASA, NACVA e AICPA viene specificato come nel caso di adozione delle cosiddette "Rules of thumb" utilizzate nell'ambito delle valutazioni relative sia necessario ricorrere ad altri metodi di valutazione che affianchino la valutazione relativa e permettano di giungere ad una valutazione affidabile dell'azienda¹¹⁶.

¹¹⁴ In tal caso va considerato come una tale posizione abbia in alcuni casi poi condotto ad una sopravvalutazione nella prassi del ricorso ai multipli.

¹¹⁵ Un esempio è fornito dalla già descritta teoria del Giudizio Integrato di Valutazione proposta da Luigi Guatri in Luigi Guatri, Mauro Bini, "Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende", Università Bocconi Editore, Milano, 2005, e ribadita sempre dallo stesso Guatri in Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.65, dove commentando il tormentato rapporto tra le due modalità di valutazione osserva che nell'ottica "espressa dal Giudizio Integrato di Valutazione ... è rappresentata ... (la) posizione equivalente assunta dai pilastri valutativi, cioè dalle stime assolute e relative, che si scambiano mutuo appoggio: in una condizione di apporti reciproci e di "ibridazione" che significa anche parità di importanza e di dignità. A ... seconda degli oggetti e degli scopi della stima, l'una o l'altra ipotesi possono prendere il sopravvento; ma ciò non significa più né una graduatoria di importanza, né che un'ipotesi possa applicarsi senza l'integrazione dell'altra. Esse diventano complementari". Quest'ottica, sebbene priva dell'elemento fondamentale dell'integrazione che caratterizza la visione del Guatri, ritorna, sotto forma di selezione delle modalità di valutazione ottimali in differenti contesti anche in un volume dedicato alla finanza pura come Aswat Damodaran, "Manuale di valutazione finanziaria", McGraw-Hill, Milano, 1996.

¹¹⁶ "Rules of thumb may provide insight on the value of a business, business ownership interest, or security. However, value indications derived from the use of rules of thumb should not be given substantial weight unless they are supported by other valuation methods and it can be established that knowledgeable buyers and sellers place substantial reliance on them." ASA, Business Valuation Standards, BVS-V, mentre "Typically, a rule of thumb or benchmark indicator

Nel caso del conflitto tra razionalità e dimostrabilità dei metodi, tale dato non viene mai espressamente affrontato dagli standard che rilevano tale complessità nella forma di definizione di procedure in alcuni casi (ASA, AICPA, USPAP), ma senza mai andare nel profondo, oppure non si interessano affatto del problema (NACVA, CICBV).

Il problema della valutazione degli intangibili viene affrontato a livello di accenno generale solo da parte degli standard AICPA, mentre in tutti gli altri casi si tace al riguardo.

Nel caso dell'ultima ipotesi di partenza relativa ai tassi si può osservare che dei tassi e della loro necessaria corrispondenza rispetto ai flussi ci si occupa nel dettaglio, e neanche troppo, solo negli standard ASA, mentre il problema è solo accennato negli standard NACVA, in tutti gli altri casi il problema non viene minimamente affrontato.

Per quanto concerne il riferimento ad assunti nelle valutazioni, nel primo caso relativo alla definizione delle stime sui flussi attesi ci troviamo di fronte a posizioni sostanzialmente differenti tra loro: gli standard ASA specificano le informazioni e le procedure, ma non entrano nel dettaglio, gli standard AICPA si orientano ad indicare i dati da assumere a riferimento, gli standard USPAP affrontano il problema nel dettaglio, ma prevalentemente orientati alle valutazioni immobiliari, i restanti standard non toccano il punto.

Alla presunzione di corrispondenza tra ammortamenti e tasso di rinnovo degli impianti accennano solo gli standard ASA.

is used as a reasonableness check against the values determined by the use of other valuation approaches. For Valuation Engagements, it should not be used as the only method to determine the value of the subject interest. The source of rule of thumb data should be documented.”, NACVA, Professional Standards, p.6 e negli stessi termini “Although technically not a valuation method, some valuation analysts use rules of thumb or industry benchmark indicators (hereinafter, collectively referred to as rules of thumb) in a valuation engagement. A rule of thumb is typically a reasonableness check against other methods used and should generally not be used as the only method to estimate the value of the subject interest.”, AICPA, SSVS1 Valuation of A Business Ownership, Interest, Security or Intangible Asset, p. 19.

Nessuno standard si occupa dettagliatamente di come vengono determinati i tassi e di come viene calcolato il WACC o il Beta relativo al metodo CAPM.

Al problema della rilevanza della valutazione di eventuali sinergie accennano solo gli standard ASA e NACVA. Lo stesso accade per la determinazione di premi e sconti, ma mentre gli standard NACVA continuano a fornire solo un accenno, gli standard ASA entrano nel dettaglio e chiariscono alcuni punti importanti della stima di premi e sconti.

Tabella 11 – Tavola riassuntiva del quadro delle ipotesi valutative prese in considerazione dai diversi autori, di fronte alle indicazioni della dottrina, della prassi e alla posizione degli standard.

<i>Ipotesi proposta</i>	<i>Parere della dottrina o della prassi</i>	<i>Posizione degli standard</i>
Contrapposizione tra valutazioni assolute e valutazioni relative	<p>Le valutazioni assolute se non confrontate con le valutazioni relative rischiano di poter fornire informazioni che non collimano con l'effettivo valore di mercato dell'azienda.</p> <p>Le valutazioni relative devono essere effettuate con accuratezza relativamente sia alla scelta dei campioni sia alla scelta degli indici e alle valutazioni che ne derivano.</p>	Non viene segnalata in nessuno degli standard una particolare preferenza per una modalità di valutazione anche se emerge chiaramente una particolare attenzione soprattutto per l'utilizzo dei metodi relativi.
Contrapposizione tra razionalità e dimostrabilità nelle valutazioni assolute	<p>Le valutazioni assolute al momento dell'applicazione dei metodi di valutazione si allontanano dalla rappresentazione razionale per motivi di praticità applicativa e dimostrabilità, ne deriva che per poter ricorrere a questi metodi è necessario formulare delle ipotesi interpretative a cui seguono degli assunti applicativi che rendono in certi casi aleatoria la stima.</p>	<p>ASA: propone una serie di procedure, ma non affronta espressamente molti dei problemi rilevati</p> <p>NAVA: non affronta il problema</p> <p>AICPA: indica delle direttive, ma non affronta espressamente i problemi</p> <p>CICBV: nessun riferimento</p> <p>USPAP: viene chiarito per il metodo dei flussi come può essere utilizzato nelle valutazioni ed approfondita la</p>

<p align="center">Stima del valore degli intangibili</p>	<p>E' necessario ricorrere a procedure rigorose che permettano di verificare l'accettabilità delle ipotesi e limitino le possibilità di errore dovuto all'allontanamento dal modello razionale assoluto. La determinazione del valore degli intangibili è di per sé complessa per via della loro stessa natura. Per questa ragione nel proporre metodi di valutazione relativi si ricorre a diverse ipotesi di partenza, che, però, per ogni singolo caso richiedono l'applicazione di criteri rigorosi di metodo.</p>	<p>procedura, le indicazioni sono, però accentrate sui giudizi relativi alla valutazione immobiliare.</p> <p>ASA: il problema non viene affrontato NACVA: il problema non viene affrontato AICPA: il problema viene accennato, ma non approfondito CICBV: nessun riferimento USPAP: non approfondito</p>
<p align="center">Stima dei tassi</p>	<p>Anche per quello che riguarda i metodi di determinazione del valore del tasso, indipendentemente da quello scelto, si pone il problema dell'esistenza delle ipotesi interpretative che li sostengono (mercato perfetto, modalità di identificazione del tasso risk free...). Anche in questo caso l'invito della dottrina prevalente è di rispettare la coerenza tra modalità della valutazione e tasso.</p>	<p>ASA: viene accennato al ruolo dei tassi e all'importanza di una rispondenza tassi-flussi, ma non vengono dettagliati problemi e metodi specifici NACVA: il problema non viene preso in considerazione, ma solo accennato AICPA: non affrontato CICBV: nessun riferimento USPAP: non approfondito</p>

Tabella 12 - Tavola riassuntiva del quadro degli assunti valutativi presi in considerazione dai diversi autori, di fronte alle indicazioni della dottrina, della prassi e alla posizione degli standard.

<i>Assunti</i>	<i>Parere della dottrina o della prassi</i>	<i>Posizione degli standard</i>
Stime sui flussi attesi di cassa o di reddito	<p>Per poter effettuare delle stime puntuali su quelli che sono i valori di flusso esistenti durante il periodo di valutazione è necessario ricorrere ad una serie di assunti sull'andamento finanziario ed economico dell'azienda nel tempo. Qualora si faccia ricorso al valore terminale, anche in questo specifico caso è necessario ricorrere a degli assunti.</p> <p>Tutto ciò richiede da parte del valutatore una esplicita indicazione degli assunti e una verifica della loro credibilità, che deve essere fondata su metodi certi e non falsificabili.</p>	<p>ASA: specifica le operazioni da effettuare ma non specifica nel dettaglio</p> <p>IBA: nessun riferimento</p> <p>AICPA: si limita ad indicare i dati a cui ricorrere</p> <p>CICBV: nessun riferimento</p> <p>USPAP: dettaglia le informazioni relativamente all'uso dei flussi di cassa</p>
Presunzione della corrispondenza tra ammortamenti e rinnovo degli impianti e della stabilità della crescita	<p>Tutte le previsioni relative al tasso di rimpiazzo e di sviluppo della capacità produttiva sono sottoposte allo stesso rischio di aleatorietà di quelle relative alla previsione sui flussi.</p> <p>Tutto ciò richiede da parte del valutatore una esplicita indicazione degli assunti e una verifica della loro credibilità, che deve essere fondata su metodi certi e non falsificabili.</p>	<p>ASA: tranne che in un accenno non lascia alcuna indicazione</p> <p>NACVA: nessun riferimento</p> <p>IBA: nessun riferimento</p> <p>CICBV: nessun riferimento</p> <p>USPAP: nessun riferimento</p>
Assunzione di determinati elementi nella determinazione del valore dei tassi	<p>La definizione del tasso risk free, del rischio di mercato e del rischio specifico è non solo influenzata dal ricorso a ipotesi molto forti, ma è anche soggetta al ricorso a variabili qualitative nelle quali assume un ruolo predominante il ricorso ad assunti.</p> <p>Tutto ciò richiede da parte</p>	<p>ASA: nessun riferimento</p> <p>NACVA: solo accennato</p> <p>IBA: nessun riferimento</p> <p>CICBV: nessun riferimento</p> <p>USPAP: nessun riferimento</p>

<p>Assunzioni relative ai risultati delle sinergie</p>	<p>del valutatore una esplicita indicazione degli assunti e una verifica della loro credibilità, che deve essere fondata su metodi certi e non falsificabili.</p> <p>La determinazione del valore di eventuali sinergie al momento della valutazione dipende dagli assunti che le parti formulano sulle possibili integrazioni e sull'andamento della futura nuova azienda.</p> <p>Tutto ciò richiede da parte del valutatore una esplicita indicazione degli assunti e una verifica della loro credibilità, che deve essere fondata su metodi certi e non falsificabili.</p>	<p>ASA: viene semplicemente rilevato il problema NACVA: solo accennato IBA: nessun riferimento CICBV: nessun riferimento USPAP: nessun riferimento</p>
<p>Assunzioni relative a premi e sconti</p>	<p>Anche nel caso di premi e sconti, sebbene si possa fare riferimenti a medie di settore, stime di mercato, valutazioni relative alla possibilità di godere in certi termini dei benefici del controllo o meno, in realtà larga parte delle deduzione che vengono operate non possono non ricorrere ad assunti a priori sul valore del premio o dello sconto considerato.</p> <p>Anche in questo caso si richiede da parte del valutatore una esplicita indicazione degli assunti e una verifica della loro credibilità, che deve essere fondata su metodi certi e non falsificabili.</p>	<p>ASA: si invita ad evitare di ricorrere a valori assoluti, ma si invita a ricorrere a valori percentuali, vengono fornite indicazioni procedurali e l'invito alla pubblicazione delle procedure seguite NACVA: si sottolinea il ruolo di premi e sconti, ma non si esprime il dettaglio IBA: nessun riferimento CICBV: nessun riferimento USPAP: nessun riferimento</p>

Gli errori nella valutazione possono quindi provenire da ipotesi o assunti erronei, ma anche da dati presi in considerazione per formulare il parere del valutatore che non sono corretti. La definizione della modalità di raccolta dei dati diventa quindi determinante per garantire la qualità della valutazione.

Gli errori che possono essere operati in sede di valutazione vanno oltre gli errori di principio riguardanti la erronea applicazione di ipotesi e assunti, ma riguardano anche la possibilità da parte del valutatore di incorrere in errori di applicazioni dei metodi scelti a seguito della definizione di ipotesi e assunti.

Alla luce di quanto osservato e quindi del notevolissimo rischio di incorrere in errori di valutazione numerosi autori hanno deciso di fare ricorso alla definizione di tassonomie di errori, ottenute dall'analisi empirica e deduttiva, che permettano di orientare i valutatori nella conoscenza di quelle che sono le criticità da affrontare al momento dell'effettuazione di una valutazione e di definire successivamente quali siano le origini degli errori dal punto di vista metodologico¹¹⁷.

Come riferimento per la ricostruzione di indagini empiriche e alla definizione di tassonomie degli errori, sempre il Guatri¹¹⁸, giunge a individuare una serie di possibili raggruppamenti omogenei di errori:

¹¹⁷Luigi Guatri, sempre nell'articolo Ipotesi, assunti, errori, approssimazioni: alle origini della "qualità" delle valutazioni, in "La Valutazione delle Aziende", n.43 Dicembre 2006, Finanza e Valore, Milano, p.19, affronta questo tema osservando che: "...l'analisi degli errori risultano uno dei modi più efficaci e diretti sia per comprendere come essi possano essere evitati per il futuro; sia per apprezzare la "qualità" delle valutazioni.", non essendo secondo l'autore possibili misurazioni quantitative dell'errore che richiederebbero che "l'errore possa essere inteso come la differenza tra la quantità esatta ... e la quantità che deriva dall'applicazione di ipotesi, assunti, input in tutto o in parte sbagliati o incompleti", ma si tratterebbe di scegliere tra differenti ipotesi e assunti che comunque resterebbero tali per cui "da ciò il rischio evidente che le misure di errore non sempre siano certe: in talune e forse in molte circostanze sono opinabili...".

¹¹⁸ Sempre Luigi Guatri ne "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.175-176 riporta in maniera analitica le seguenti considerazioni "...possono generare errori:

- un primo esempio deriva dall'incoerenza tra metodo di valutazione scelto e finalità della stima. Vi sono infatti modelli e formule che rispondono in modo adeguato a certi fini (sono con essi coerenti), ma non ad altri fini (rispetto ai quali perciò sono incoerenti). Un errore di questo genere è spesso all'origine di risultati "privi di significato"; eppure esso è assai diffuso, anche se di rado riconosciuto.

- incoerenze tra metodo di valutazione scelto e finalità della stima;
- presenza di combinazioni artificiose dei metodi, per esempio nel caso nel quale si ricorra a valutazioni assolute tali da permettere di ottenere ampi intervalli di valore al fine di legittimare una stima ottenuta sulla base dei valori di mercato o viceversa oppure nel caso in cui si ricorra a medie tra valori contrastanti¹¹⁹;

-
- Un secondo esempio riguarda le combinazioni artificiose o “forzate” dei metodi: dall’utilizzo artificioso di valutazioni assolute, quando sono in realtà adattate ai risultati dei multipli; all’ “avvicinamento opportunistico” dei risultati dei diversi metodi impiegati per la stessa stima, giocando in modo spregiudicato sugli input; all’uso di metodi “che si smentiscono a vicenda”, e così via.
 - Un aspetto più sfuggente sul quale viene richiamata un’attenzione particolare (a motivo dell’ampia diffusione) sono gli errori da “forchette” eccessivamente (e artificiose) ampie...La via concettuale che apparentemente lo accredita è in se ineccepibile: l’analisi di sensitività. Sennonché quest’ultima usata in modo artificioso, diventa la via diretta per allargare la “forchetta” a dismisura e senza ragioni.
 - Due errori spesso trascurati e sottovalutati, cui viene dedicata particolare attenzione...sono:
 - i “surplus asset” (cioè la deduzione delle attività “estrane alla gestione”): con le necessarie correzioni non solo per i flussi attesi, ma anche per i tassi;
 - la deducibilità degli accrescimenti del capitale: sempre necessaria quando gli accrescimenti sono intesi come aumenti di capitale nel periodo di valutazione “analitica”...:tendenzialmente da escludere quando l’accrescimento avvenga per via di “ritenzione di utili”.
 - L’applicazione dei multipli di società comparabili è pure generatrice di una lunga serie di errori:i massimi, tra questi, attengono alla casualità, alla “irragionevolezza”, alla manipolazione di campioni, all’inconfrontabilità assoluta dell’azienda target; ma l’elenco è assai più ampio. E ancora più pesanti sono i rischi di applicazione dei multipli di transazioni incomparabili...
 - Una particolare attenzione è stata dedicata, infine, al più subdolo degli errori di applicazione dei metodi: cioè all’errore nelle scelte finali del processo valutativo... Nel quale si annidano i rischi dei più spregiudicati comportamenti operativi...”.

Non è solo il Guatri ad affrontare il tema degli errori nelle valutazioni in cui si cimentano molti altri autori tra cui Pablo Fernandez, secondo tale autore gli errori possono essere raggruppati secondo una differente classificazione:

- errori nella determinazione del tasso di sconto e del premio per il rischio dell’azienda
- errori di previsione dei flussi
- errori di calcolo del valore terminale
- incoerenze ed errori concettuali
- errori di interpretazione del valore
- errori operazionali

Pablo Fernandez, José María Carabias, 96 common errors in company valuations, 2006, IESE, Madrid, fonte <http://www.ssrn.com/>, p.2.

¹¹⁹ Mauro Bini scrive espressamente di “staratura” degli strumenti di valutazione: “Uno strumento di misurazione si “stara” per tre principali ragioni: quando viene usato in condizioni inadatte, quando compie approssimazioni troppo grossolane, quando è impiegato al di fuori dei limiti di tolleranza. Allo stesso modo una valutazione per il tramite dei multipli può risultare “starata” perché fondata su una media di valori troppo divaricati fra loro...oppure perché fondata su una variabile aziendale troppo grossolana...o viceversa perché le imprese comparabili non sono

- errori dovuti all'utilizzo di forchette eccessivamente ampie, che si prestano a sostenere valutazioni altrimenti difficilmente sostenibili per via di assunti poco chiari o ambigui e che nel caso del controllo effettuato attraverso il riferimento ai multipli di mercato finiscono per svuotare il significato stesso di questo strumento;
- esclusione della considerazione dei surplus asset sia nel momento della definizione del valore dei flussi sia nel momento della determinazione del loro valore autonomo;
- errori dovuti alla mancata deduzione degli accrescimenti di capitale, ovvero mancata esclusione degli aumenti di capitale a pagamento durante la fase di valutazione analitica e mancata inclusione degli aumenti per ritenzione degli utili sempre nella fase analitica della valutazione;
- errori dovuti ad una erronea applicazione del metodo dei multipli di società comparabili¹²⁰;

effettivamente tali. E' evidente che tutte e tre le tipologie di errori di misurazione sono riconducibili all'uso dello strumento da parte dell'analista e non allo strumento in sé; più in particolare: è sbagliato fare ricorso al multiplo medio, è sbagliato utilizzare a denominatore del multiplo una variabile aziendale che non costituisce un vero driver di valore, è sbagliata la selezione dei comparabili." Mauro Bini, Quanto vale una buona valutazione, in "La Valutazione delle Aziende", n.26, ..., 2002, Finanza e Valore, Milano. Un caso tipico di deviazione nell'uso dei metodi valutativi esemplificato sia da Bini sia da Guatri è quello rappresentato dal ricorso al metodo dei flussi di cassa come metodo verificato da parte dei multipli di mercato. Accanto ai due autori italiani anche Richard Ruback in Stuart C. Gilson, Edith S. Hotchkiss, Richard S. Ruback, Valuation of bankrupt firms, 1998, <http://www.ssrn.com/>, rileva sperimentalmente, su un campione di aziende in amministrazione controllata, come i due metodi tendano a non permettere una stima del valore priva di errore e generino escursioni di valori che possono andare dal 20% al 250% anche se in questo caso larga parte del problema viene fatta derivare dalla mancanza di informazioni sufficienti ("...large differences cannot be wholly attributed to potential errors in our model assumptions,...errors are associated with the lack of information..."), p.31.

¹²⁰ Dei possibili errori nell'uso dei multipli di società comparabili Guatri fornisce una tassonomia che distingue tra errori di massima gravità ed errori tipici:

Massimi errori nell'applicazione dei multipli da società comparabili

- **Casualità dei multipli**
- **"Irragionevolezza dei multipli"**
- **Inconfrontabilità assoluta dell'azienda target**
- **Manipolazione dei campioni**

- errori dovuti ad una erronea applicazione del metodo dei multipli di transazioni comparabili¹²¹;
- errori nella definizione finale dell'esito della valutazione, tra cui per esempio la definizione di un intervallo di valori di sintesi riassuntivo di tutti i vari intervalli di valori ottenuti con differenti metodi valutativi, privo di un qualsiasi riferimento all'effettivo peso di ogni singolo metodo di valutazione preso in considerazione e al di fuori di qualsiasi metodo formalizzato.

Fonte: Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007.

Errori tipici nell'applicazione dei multipli da società comparabili

- Multiplo standard di settore
- Mancato, scorretto o incompleto "aggiustamento" dei multipli grezzi
- Inspiegabilità dei multipli in termini di variabili residue
- Performance (denominatore del multiplo) non standardizzata
- Eccessiva "dispersione" del campione
- Eterogeneità del campione
- Eccessiva limitatezza del campione (che perciò non è rappresentativo)

Fonte: Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007.

¹²¹ Dei possibili errori nell'uso dei multipli di transazioni comparabili Guatri fornisce una tassonomia:

Errori nell'applicazione dei multipli da transazioni comparabili

- Errori da prezzi non significativi o non ripetibili
- Errori da eterogeneità dei core assets
- Errori da eterogeneità delle modalità di pagamento
- Errori di difficoltà di stima degli "earn out"
- Errori da "aggiustamento" del multiplo per la diversa misura dei pacchetti azionari erogati
- Errori da insufficiente numerosità/rappresentatività e da "disgiunzione" del campione

Fonte: Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007.

Sempre nel caso delle transazioni comparabili Pratt osserva che elementi critici per la valutazione delle transazioni sono la natura delle stesse, se per cassa o per scambio di azioni, la conoscenza esatta dell'oggetto della transazione e quindi la possibilità di definirlo e di avvicinarlo a quanto valutato, la mancata rilevazione di accordi di limitazione dei diritti/poteri di una delle parti nella realizzazione dell'accordo. Shannon P. Pratt, Alina Niculita, "Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Company", Fifth Edition, McGraw-Hill, New York, 2008, p.265-266.

L'errore nella valutazione, però, può derivare non solo da l'utilizzo di metodi scorretti per vie di ipotesi o assunti di partenza erronei, oppure per via di un uso erroneo del metodo stesso, ma può derivare anche dal ricorso a dati o insiemi di dati di partenza non corretti¹²².

Tra i possibili errori nella definizione dei dati di input i seguenti si presentano come i principali:¹²³

- Errori nei piani, quando questi vengono presi a riferimento nella definizione dei flussi utilizzati per le valutazioni assolute, i problemi in questione sono collegati sia all'affidabilità dei piani stessi sia alla tendenza ad estrapolare da essi delle proiezioni temporali che vanno oltre la loro scadenza naturale o che vengono applicate a grandezze differenti rispetto a quelle per le quali sono state determinate, questi

¹²² Sempre secondo il Guatri: "La crescente complessità delle teorie e dei modelli, pervasi da una miriade di assunti, ha accresciuto a dismisura la necessità che in essi vengano immessi informazioni e dati molteplici, complicati, di difficoltoso reperimento, che esigono lunghe e spesso difficoltose ricerche, in crescente misura soggetti ad arbitrio. Queste immissioni (o input) esigono perciò il massimo dell'impegno per non risultare di "povera qualità" (cioè condizionati, o lacunosi, o difettosi, o scadenti, o inaffidabili), in tali modi divenendo a loro volta generatori di errori (cioè appunto degli errori di input)." Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.216.

¹²³ La presente tassonomia di errori da input viene fornita sempre da parte del Guatri, esistono per altro altre tassonomie fornite da altri autori come osservato in seguito. Lo stesso Guatri propone alternativamente anche la seguente tassonomia:

Errori di input nelle valutazioni

- Errori nel periodo di previsione esplicita
- Errori da inadeguatezza dell'analisi fondamentale e dei piani
- Errori da incompletezze e carenze dei risultati
- Errori nella previsione di "sinergie"
- Errori nel valore terminale
- Errori riguardanti il valore dei debiti e la struttura finanziaria
- Errori nei tassi
- Errori di incoerenza tra flussi e tassi
- Errori nei multipli
- Errori nei "premi" e "sconti"

Fonte: Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.53, presente anche in Luigi Guatri, Ipotesi, assunti, errori, approssimazioni: alle origini della "qualità" delle valutazioni, in "La Valutazione delle Aziende", n.43 Dicembre 2006, Finanza e Valore, Milano, p. 53.

problemi si acquisiscono quando i piani vengono redatti per un'azienda priva di una serie storica precedente¹²⁴

- Errori originati da confusione tra i risultati “contabili” e i risultati “economici”, ovvero dovuti ad una mancata revisione o ad una erronea revisione delle informazioni contabili disponibili in termini di grandezze flusso reddituali o finanziarie per cui il dato contabile non viene adeguatamente riformulato nella nuova grandezza (ne è esempio il fenomeno del cosiddetto earning lending-earning borrowing)
- Errori generati dal contesto inflazionistico, in quanto distorsore del valore dei flussi, per cui un forte trend inflazionistico nel passato crea un trend storico dei dati utilizzati sostanzialmente falsato¹²⁵
- Errori generati dal “fattore crescita” (o fattore “g”), la cui difficoltà di determinazione può facilmente condurre a stime errate per colpa o dolo,

¹²⁴ La redazione del piano, osserva Gonnella, “...richiede la realizzazione di previsioni, operazione molto delicata all'interno del processo di stima. Tale attività necessita della formulazione di un insieme (o set) di ipotesi su cui fondare il procedimento di valutazione...E' evidente come sia particolarmente importante, in questa fase, il supporto offerto al perito valutatore dal management dell'azienda...Le assumption si possono classificare in tre gruppi:

- assumption sulla dinamica economico-generale
- assumption sulla dinamica settoriale
- assumption sulla dinamica specifica d'impresa.

... La verifica delle assumption, da parte del soggetto valutatore, richiede di prestare attenzione a diversi aspetti, in primo luogo alla compatibilità con l'evoluzione ambientale, alla sostenibilità tecnico-finanziaria, alla coerenza e alla dimostrabilità...Il primo aspetto attiene alla compatibilità delle ipotesi formulate con l'evoluzione dell'ambiente, in modo che le prime risultino coerenti con lo scenario evolutivo di riferimento. In caso contrario, ovvero di disallineamento delle dinamiche settoriali con quelle generali, è fondamentale procedere ad una attenta analisi delle cause di divergenza, poiché è molto probabile che si debba procedere alla revisione delle assumption. Il secondo aspetto, la sostenibilità tecnico-finanziaria, implica che l'esperto si accerti che l'azienda abbia risorse sufficienti per sostenere le ipotesi formulate nel delineare le strategie future. Il terzo aspetto riguarda la coerenza che deve sussistere tra tutti i parametri della valutazione. La mancanza di congruenza tra tali elementi, infatti, inficierebbe, l'intero processo valutativo e, con esso, il valore finale. L'ultimo aspetto, la dimostrabilità, richiede che ogni scelta relativa ai parametri da impiegare sia adeguatamente motivata. Occorre, infatti, dar conto delle soluzioni valutative adottate, per consentire di ripercorrere i passaggi logici fondamentali seguiti dal perito.” Enrico Gonnella, “Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone”, PLUS, Pisa, 2008, p.77-78.

¹²⁵ Osserva Enrico Gonnella come “il fenomeno dell'inflazione possa lasciare inalterata la capacità dell'azienda di produrre reddito...oppure possa diminuirlo...E' possibile, tuttavia, rintracciare una terza ipotesi. E' il caso in cui l'unità aziendale, facendo leva sull'aumento dei prezzi di acquisto, incrementa in misura maggiore i prezzi di vendita dei prodotti offerti”, Enrico Gonnella, “Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone”, PLUS, Pisa, 2008, p.54.

per cui è bene evitare soluzioni che sovra o sottostimino il valore dei flussi nel tempo cercando di tenere conto del fattore crescita o, preferenzialmente, nella determinazione dei flussi o nella riduzione del tasso di sconto, evitando duplicazioni, non è comunque possibile eliminare i rischi collegati alla determinazione del valore di “g” che è sempre potenziale fonte di errore

- Errori nelle previsioni ex-ante delle sinergie, che trattandosi di eventi futuri sono completamente lasciate all’arbitrarietà del valutatore o di coloro che elaborano le relative previsioni, originate frequentemente dalla scarsità di informazioni
- Errori nei tassi, ovvero uso di dati di partenza per la determinazione dei tassi sbagliati ed errori nei relativi aggiustamenti¹²⁶, che possono essere originati da duplicazioni rispetto a correzioni già effettuate sui flussi o da mancata considerazione del rapporto da tenere con la natura dei flussi analizzati; in particolare per il WACC¹²⁷ si pone il problema della mancata considerazione della struttura finanziaria obiettivo dell’azienda e della corretta determinazione del valore del CAPM¹²⁸

¹²⁶ Al riguardo il Guatri afferma: “...la scelta dei tassi deve rispettare alcune precise regole, tra le quali: la scelta dei tassi va compiuta “a valle” rispetto ai flussi di risultato; vanno resi espliciti i rischi rispetto ai quali i flussi sono stati previamente “aggiustati”; flussi e tassi devono essere “coerenti”; il WACC deve fare riferimento alla struttura finanziaria-obiettivo; per il CAPM vanno evitati input errati con riguardo ai tassi “senza rischio”, ai “beta”, all’ERP,...”. Luigi Guatri, “La Qualità delle valutazioni”, Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.216.

¹²⁷ Al riguardo si presenta una lista dei possibili errori nel caso di determinazione del valore del WACC:

- usare un rapporto debito/equity fondato sui dati storici, ma non ottimale
- usare un WACC inferiore al tasso risk free
- usare un costo del debito non ottimale
- non verificare la corrispondenza o meno tra valore nominale del debito e valore reale
- usare lo stesso WACC per situazioni differenti
- ricorre nella stima ai valori contabili di debito ed equity

Per approfondire si veda Luigi Guatri, “La Qualità delle valutazioni”, Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.254-255.

¹²⁸ Al riguardo si presenta una lista dei possibili errori nel caso di determinazione del valore del CAPM:

- usare i titoli di breve durata

- Errori nei multipli, ovvero uso di dati di partenza sbagliati per la selezione dei multipli, fatto che va ad inficiare tutta la stima¹²⁹

Traendo ispirazione da quanto affermato sulla metodologia di utilizzo dei metodi misti da parte di Pratt, possiamo aggiungere un ulteriore tipo di errori collegati all'utilizzo di metodi misti:

- errori legati ad una erronea identificazione e determinazione delle informazioni relative alle variabili coinvolte nell'applicazione del metodo¹³⁰

La classificazione indicata è sostanzialmente tratta da quella fatta propria da Guatri, ma ciò non toglie che altri autori proponano classificazioni alternative, che, però, individuano sostanzialmente, le stesse tipologie di errore, per questo

-
- sottrarre il tasso di inflazione corrente
 - usare i beta storici di settore o quelli di società simili, non coerenti con quella oggetto della stima
 - usare beta privi di senso
 - usare formule inappropriate per la determinazione del beta leverdged e unleverdged
 - usare formule errate per la valutazione del rischio Paese
 - usare il beta dell'acquirente nel caso di un'acquisizione
 - dimenticare il premio-sconto dimensionale
 - usare lo stesso premio per il rischio per più società oggetto della valutazione
 - usare per la determinazione dell'ERP grandezze al di fuori della realtà storica del Paese

Per approfondire si veda Luigi Guatri, "La Qualità delle valutazioni", Editore Università Bocconi, Milano, 2007, p.254-255.

Un caso specifico di rischio di errore viene così rilevato da parte di Gonnella riguardo il tasso risk free: "...appare evidente come, al mutare delle condizioni spaziali, vari anche il tasso in questione. Quest'ultimo, infatti, potrà essere diverso, ad esempio, in relazione al Paese di riferimento. Quanto detto induce a riflettere sul problema della stima del tasso nelle aziende multi divisionali...", mentre osserva "Le modalità di stima del beta cambiano in relazione al tipo di società, ossia al fatto che la stessa sia quotata o meno.", Enrico Gonnella, "Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone", PLUS, Pisa, 2008, pp. 87-88 e p.98.

¹²⁹ "La scelta del multiplo più appropriato di norma viene fatta dall'esperto in base alla sua esperienza. Egli fa in pratica riferimento alle soluzioni metodologiche di generale accettazione." Enrico Gonnella, "Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone", PLUS, Pisa, 2008, p.267. Si veda anche Richard S. Ruback, Know your worth: critical valuation errors to avoid, 2004, Harvard Business School, Cambridge (MA).

¹³⁰ Il caso concreto può essere rappresentato da un utilizzo erroneo delle seguenti variabili: aggiustamenti per la normalizzazione dei flussi e dei valori, identificazione di un adeguato livello di compensazione per la proprietà, ROE, tasso di capitalizzazione, aggiustamenti dei valori delle attività, si veda Shannon P. Pratt, Alina Niculita, "Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Company", Fifth Edition, McGraw-Hill, New York, 2008, pp. 297-301.

motivo di seguito nella tabella si presenta la classificazione proposta da Pablo Fernandez¹³¹.

Tabella 13 – Presentazione dell’elenco degli errori tipici di valutazione rilevati da Pablo Fernandez.

<i>Gli errori di valutazione secondo Pablo Fernandez</i>
<ol style="list-style-type: none">1. Errors in the discount rate calculation and concerning the riskiness of the company<ol style="list-style-type: none">A. Wrong risk-free rate used for the valuation<ol style="list-style-type: none">1. Using the historical average of the risk-free rate.2. Using the short-term Government rate.3. Wrong calculation of the real risk-free rate.B. Wrong beta used for the valuation<ol style="list-style-type: none">1. Using the historical industry beta, or the average of the betas of similar companies, when the result goes against common sense.2. Using the historical beta of the company when the result goes against common sense3. Assuming that the beta calculated from historical data captures the country risk.4. Using the wrong formulae for levering and unlevering the beta.5. Arguing that the best estimation of the beta of a company from an emerging market is the beta of the company with respect to the S&P 500.6. When valuing an acquisition, using the beta of the acquiring company.C. Wrong market risk premium used for the valuation<ol style="list-style-type: none">1. The required market risk premium is equal to the historical equity premium.2. The required market risk premium is equal to zero.3. Assume that the required market risk premium is the expected risk premium.D. Wrong calculation of WACC<ol style="list-style-type: none">1. Wrong definition of WACC.2. Debt to equity ratio used to calculate the WACC is different than the debt to equity ratio resulting from the valuation.3. Using discount rates lower than the risk free rate.4. Using the statutory tax rate, instead of the effective tax rate of the levered company.5. Valuing all the different businesses of a diversified company using the same

¹³¹ Si veda al riguardo Pablo Fernandez, Josè Maria Carabias, 96 common errors in company valuations, 2006, IESE, Madrid, fonte <http://www.ssrn.com/>, pp.24-25 e Pablo Fernandez, Company valuation methods. The most common errors in valuations, 2007, IESE Working Paper n.449, Madrid, fonte <http://www.ssrn.com/> e ancora Pablo Fernandez, 100 Tipos de errores, 201 errores, <http://web.iese.edu/PabloFernandez/>, dove l’autore fornisce una differente classificazione di errori, comunque, nella logica, simile a quella del Guatri.

Secondo Pablo Fernandez gli errori possono essere raggruppati secondo una differente classificazione:

- errori nella determinazione del tasso di sconto e del premio per il rischio dell’azienda
- errori di previsione dei flussi
- errori di calcolo del valore terminale
- incoerenze ed errori concettuali
- errori di interpretazione del valore
- errori operazionali

Pablo Fernandez, Josè Maria Carabias, 96 common errors in company valuations, 2006, IESE, Madrid, fonte <http://www.ssrn.com/>, p.2.

- WACC (same leverage and same K_e).
6. Considering that $WACC / (1-T)$ is a reasonable return for the stakeholders of the company.
 7. Using the wrong formula for the WACC when the value of debt is not equal to its book value.
 8. Calculating the WACC assuming a certain capital structure and deducting the outstanding debt from the enterprise value.
 9. Calculating the WACC using book values of debt and equity.
 10. Calculating the WACC using strange formulae.
- E. Wrong calculation of the value of tax shields
1. Discounting the tax shield using the cost of debt or the required return to unlevered equity.
 2. Odd or ad-hoc formulae.
- F. Wrong treatment of country risk
1. Not considering the country risk, arguing that it is diversifiable.
 2. Assuming that a disaster in an emerging market will increase the beta of the country's companies calculated with respect to the S&P 500.
 3. Assuming that an agreement with a government agency eliminates country risk.
 4. Assuming that the beta provided by Market Guide with the Bloomberg adjustment incorporates the illiquidity risk and the small cap premium.
 5. Odd calculations of the country risk premium.
- G. Including an illiquidity, small-cap, or specific premium when it is not appropriate
1. Including an odd small-cap premium.
 2. Including an odd illiquidity premium.
 3. Including a small-cap premium equal for all companies.
2. Errors when calculating or forecasting the expected cash flows
- A. Wrong definition of the cash flows
1. Forgetting the increase in Working Capital Requirements when calculating Cash Flows.
 2. Considering the increase in the company's cash position or financial investments as an equity cash flow.
 3. Errors in the calculation of the taxes that affect the FCF.
 4. Expected Equity Cash Flows are not equal to expected dividends plus other payments to shareholders (share repurchases, ...)
 5. Considering net income as a cash flow.
 6. Considering net income plus depreciation as a cash flow.
- B. Errors when valuing seasonal companies
1. Wrong treatment of seasonal working capital requirements.
 2. Wrong treatment of stocks that are cash equivalent.
 3. Wrong treatment of seasonal debt.
- C. Errors due to not projecting the balance sheets
1. Forgetting balance sheet accounts that affect the cash flows.
 2. Considering an asset revaluation as a cash flow.
 3. Interest expenses not equal to $D K_d$.
- D. Exaggerated optimism when forecasting cash flows.
3. Errors in the calculation of the residual value
- A. Inconsistent Cash Flow used to calculate perpetuity.
 - B. Debt to equity ratio used to calculate the WACC to discount the perpetuity is different to the Debt to equity ratio resulting from the valuation.
 - C. Using ad hoc formulas that have no economic meaning.
 - D. Using arithmetic averages instead of geometric averages to assess growth.
 - E. Calculating the residual value using the wrong formula.
 - F. Assume that a perpetuity starts a year before it really starts
4. Inconsistencies and conceptual errors
- A. Conceptual errors about the free cash flow and the equity cash flow

1. Considering the cash in the company as an equity cash flow when the company has no plans to distribute it.
 2. Using real cash flows and nominal discount rates or viceversa.
 3. The free cash flow and the equity cash flow do not satisfy $ECF = FCF + ?D \text{ Int} (1-T)$.
- B. Errors when using multiples
1. Using the average of multiples extracted from transactions executed over a very long period of time.
 2. Using the average of transactions multiples that have a wide dispersion.
 3. Using multiples in a way that is different to their definition.
 4. Using a multiple from an extraordinary transaction.
 5. Using ad hoc valuation multiples that conflict with common sense.
 6. Using multiples without using the common sense.
- C. Time inconsistencies
1. Assuming that the equity value will be constant for the next five years.
 2. The Equity value or the Enterprise value do not satisfy the time consistency .
- D. Other conceptual errors
1. Not considering cash flows resulting from future investments.
 2. Considering that a change in economic conditions invalidates signed contracts.
 3. Considering that the value of debt is equal to its book value when they are different.
 4. Not using the correct formulae when the value of debt is not equal to its book value.
 5. Including the value of real options that have no economic meaning.”
 6. Forgetting to include the value of non-operating assets .
 7. Inconsistencies between discount rates and expected inflation.
 8. Valuing a holding company assuming permanent losses (without tax savings) in some companies and permanent profits in others.
 9. Wrong concept of the optimal capital structure.
 10. In mature companies, assuming projected cash flows that are much higher than historical cash flows without any good reason.
 11. Assumptions about future sales, margins,etc. that are inconsistent with the economic environment, the industry outlook, or competitive analysis.
 12. Considering that the ROE is the return to the shareholders.
 13. Considering that the ROA is the return of the debt and equityholders .
 14. Using different and inconsistent discount rates for cash flows of different years or for different components of the Free cash flow.
 15. Using past market returns as a proxy for required return to equity.
 16. Adding the liquidation value and the present value of cash flows.
 17. Using ad hoc formulas to value intangibles .
 18. Arguing that different discounted cash flow methods provide different valuations.
 19. Wrong notion of the meaning of the efficient markets.
 20. Apply a discount when valuing diversified companies.
 21. Wrong arbitrage arguments.
 22. Add a control premium when it is not appropriate.
5. Errors when interpreting the valuation
- A. Confusing Value with Price.
 - B. Asserting that “the valuation is a scientific fact, not an opinion.”
 - C. A valuation is valid for everybody.
 - D. A company has the same value for all buyers.
 - E. Confusing strategic value for a buyer with fair market value.
 - F. Considering that the goodwill includes the brand value and the intellectual capital.
 - G. Forgetting that a valuation is contingent on a set of expectations about cash flows that will be generated and about their riskiness.
 - H. Affirm that "a valuation is the starting point of a negotiation"
 - I. Affirm that "a valuation is 50% art and 50% science".

6. Organizational errors

- A. Making a valuation without checking the forecasts made by the client.
- B. Commissioning a valuation from an investment bank without having any involvement in it.
- C. Involving only the finance department in valuing a target company.

Fonte: Pablo Fernandez, José Maria Carabias, 96 common errors in company valuations, 2006, IESE, Madrid, fonte <http://www.ssrn.com/>, pp.24-25

In realtà, anche in questo caso, come nel caso precedente di ipotesi e assunti, gli standard pur fornendo indicazioni, soprattutto formali, non affrontano sufficientemente questi problemi:

- nel caso delle incoerenze tra metodo scelto e natura dell'azienda e dell'utilizzo di combinazioni di metodi artificiosi larga parte dei problemi viene risolta ricorrendo a rigidi criteri per la determinazione dell'ambito di valutazione, la trasparenza e la definizione di procedure, ma non vengono indicate specifiche correlazioni tra metodi da adottare e condizioni dell'azienda valutata;
- solo gli standard AICPA accennano limitatamente al problema dei surplus assets;
- per quello che concerne l'uso dei multipli, a cui pure gli standard danno molta attenzione e certamente di più che nel caso dei metodi basati sui flussi, IBA, USPAP e CICV ne accennano appena l'esistenza, mentre NACVA e AICPA riferiscono indicazioni specifiche alle Rules of Thumb, solo gli standard ASA dettagliano in maniera sufficiente il problema entrando nello specifico e indicando delle procedure;
- gli errori relativi alla presenza dell'inflazione non sono presi in considerazione da nessuno standard;

- gli errori relativi alla determinazione dei tassi sono solamente accennati negli standard ASA, mentre tutti i restanti standard non specificano nulla al riguardo;
- gli errori relativi ai piani sono solamente accennati negli standard ASA, mentre tutti i restanti standard non specificano nulla al riguardo;
- per quello che riguarda gli errori dovuti all'erronea valorizzazione delle variabili considerate e gli errori nella definizione finale del valore e/o organizzativi, questi errori sono quelli che gli standard, fornendo una informazione di dettaglio molto minuziosa su modalità operative, processi di valutazione, modalità di scelta dei metodi, livello di chiarezza e trasparenza sembrerebbero essere i più facili da evitare, ma in realtà il fatto che dipendano quasi tutti da errori umani per colpa o dolo, non li rende affatto scongiurabili.

In base a quanto emerso dal confronto tra i diversi autori e osservato alla luce degli standard si può cercare di riassumere la posizione degli standard di fronte alle diverse tipologie di errore nella tabella presentata di seguito.

Tabella 14- Tavola riassuntiva del quadro degli errori valutativi presi in considerazione dai diversi autori, di fronte alle indicazioni della dottrina, della prassi e alla posizione degli standard.

<i>Errori</i>	<i>Parere della dottrina o della prassi</i>	<i>Posizione degli standard</i>
<p>Incoerenze tra metodo di valutazione scelto e finalità della stima, utilizzo di combinazioni di metodi artificiose</p>	<p>Inadeguatezza del metodo alla natura e alle caratteristiche dell'azienda valutata, uso di combinazioni di metodi non conformi tra loro, uso di formule non corrette o ricorso a forchette di valori troppo ampie e inaffidabili</p>	<p>ASA: precisa esattamente le modalità per la scelta dei metodi, ma non definisce i metodi NACVA: prevede che i termini dell'attività da svolgere vengano chiaramente definiti al momento dell'accettazione dell'incarico AICPA: dettaglia le modalità di scelta del metodo, ma non i metodi IBA: nessun riferimento CICBV: nessun riferimento USPAP: dettaglia le modalità di scelta del metodo, ma non i metodi</p>
<p>Esclusione di dati relativi ai surplus asset e alla erronea valutazione degli aumenti di capitale</p>	<p>L'esclusione o la mancata considerazione di questi dati nel primo caso falsa i risultati finali in quanto esclude un ulteriore valore ottenibile dall'azienda, nel secondo falsa l'analisi dei flussi.</p>	<p>ASA: : nessun riferimento NACVA: : nessun riferimento AICPA: considera il problema nella trattazione generale delle valutazioni IBA: : nessun riferimento CICBV: nessun riferimento USPAP: nessun riferimento</p>
<p>Errori nell'applicazione del metodo dei multipli di comparabili o di transazioni</p>	<p>Si tratta di ricorrere a multipli che presentano valori troppo lontani nel tempo o troppo dispersi statisticamente,...</p>	<p>ASA: vengono richiamati gli specifici problemi delineati e proposte procedure tese a risolverli e li dettaglia ulteriormente negli statement NACVA: riferimenti solo alle Rules of Thumb IBA: nessun riferimento CICBV: nessun riferimento AICPA: riferimenti non dettagliati e prevalentemente alle Rules of Thumb USPAP: nessun riferimento</p>

<p>Errori generati dal contesto inflazionistico</p>	<p>Mancata considerazione degli effetti passati e futuri legati all'inflazione.</p>	<p>ASA: nessun riferimento NACVA: nessun riferimento IBA: nessun riferimento CICBV: nessun riferimento USPAP: nessun riferimento</p>
<p>Errori nella determinazione dei tassi</p>	<p>Si tratta di errori legati alla determinazione del tasso risk free (viene fatto ricorso a grandezze non adeguate), errori nella determinazione del Beta (viene usato un Beta non corretto), nella determinazione del valore del premio per il rischio, nel calcolo del WACC (definizione erronea, formula erronea...), del rischio Paese, dello scudo fiscale.</p>	<p>ASA: accennati nei metodi, ma non affrontati nel dettaglio NACVA: nessun riferimento IBA: nessun riferimento CICBV: nessun riferimento USPAP: nessun riferimento</p>
<p>Errori nei piani e nel calcolo del valore terminale</p>	<p>Generati dalla confusione tra dati contabili ed economici, dalla mancata considerazione della ciclicità dell'azienda valutata, da un uso erroneo dei fattori di crescita</p>	<p>ASA: non rileva il problema approfonditamente accenna solo alla sua esistenza NACVA: nessun riferimento IBA: nessun riferimento CICBV: nessun riferimento USPAP: nessun riferimento</p>
<p>Errori dovuti all'erronea valorizzazione delle variabili considerate</p>	<p>E' l'errore umano più frequente e consiste nella possibilità di rilevare o inserire nel processo di determinazione del valore un dato erroneo per motivi banali o errori di definizione delle variabili da considerare nel calcolo.</p>	<p>ASA: non chiarisce nel dettaglio i problemi se non superficialmente NACVA: nessun riferimento IBA: dettaglia le procedure, ma non problemi specifici AICPA: dettaglia soltanto le modalità di svolgimento della valutazione CICBV: dettaglia le procedure di analisi e la loro presentazione USPAP: dettaglia meticolosamente procedure ed errori da evitare</p>
<p>Errori nella definizione finale del valore e organizzativi</p>	<p>Si tratta di errori commessi al termine della procedura di valutazione e consistenti nella erronea interpretazione dei dati di sintesi cui si è giunti o di errori di organizzazione dovuti al fatto che si è trascurata una qualche accortezza elementare nella gestione complessiva del processo di valutazione (mancata collaborazione, delega di parti chiave del lavoro a terzi non affidabili).</p>	<p>ASA: viene scelto e descritto dal valutatore, alla luce delle indicazioni degli standard, un preciso metodo di valutazione NACVA: dettaglia le procedure di analisi, ma non va oltre IBA: dettaglia le procedure di analisi e la loro presentazione AICPA: dettaglia le procedure di analisi e la loro presentazione CICBV: dettaglia le procedure di analisi e la loro presentazione USPAP: dettaglia le procedure di analisi e la loro presentazione</p>

3.2. Il grado di approfondimento degli standard

In conclusione, a seguito di questa analisi, sembrerebbe che gli standard di valutazione siano molto più efficaci nel momento in cui definiscono delle procedure di lavoro e degli standard di trasparenza e chiarezza dei documenti, in alcuni casi anche accuratissimi, ma non quando potrebbero o dovrebbero cercare di definire nel dettaglio le procedure e i metodi e tantomeno approfondiscono quelli che possono essere i problemi valutativi che emergono nella dottrina e nella prassi.

Nel caso degli standard AICPA nella parte conclusiva, rappresentata da una sorta di elenco di domande e risposte si cerca di andare incontro a queste esigenze della valutazione, ma la forma presentata è ancora caotica e non sistematica, quindi può essere solo limitatamente di aiuto.

4. Il grado di analisi delle relazioni di stima

Oltre a tutte queste osservazioni è bene notare come debba essere prevista a garanzia del cliente la definizione di procedure di stima formalizzate e precise nonché la possibilità di identificare con chiarezza nel report finale della valutazione quali siano le ipotesi e gli assunti presi in considerazione e prevedere opportune verifiche tese a determinarne la validità o meno.

Da questo punto di vista gli standard si presentano come particolarmente efficaci sia nel primo sia nel secondo.

Infatti per quello che concerne l'operatività dei valutatori vengono fornite ben precise indicazioni in tutti gli standard o nel corpo degli standard stessi o in

documenti addizionali ad essi collegati e le stesse norme etiche rimandano all'obbligo di rispettare quanto viene rilevato nelle indicazioni operative.

Vengono definite regole precise per quello che concerne la definizione dell'incarico, per la quale vengono indicati sia il contenuto sia gli elementi obbligatori che devono essere contenuti in essa.

Il fatto, poi, che nello svolgimento del proprio incarico il valutatore debba fare riferimento ai contenuti di quanto affermato nella lettera di incarico e partire da essa per arrivare ad una chiara definizione dell'ambito dell'approccio, del punto di vista e dei metodi di valutazione che verranno utilizzati genera non solo un forte vincolo in capo ad esso, ma permette anche di ottenere una migliore qualità della prestazione del valutatore stesso nei confronti del cliente.

A rinforzare la qualità della valutazione sono anche gli elementi che vengono indicati in relazione allo svolgimento dell'analisi fondamentale ciò permette al valutatore di avere un chiaro riferimento a quelli che sono gli aspetti da considerare sempre e necessariamente nello svolgimento dell'analisi fondamentale, garantendone così la qualità. Un simile livello di approfondimento viene mostrato anche a livello di indicazioni relative all'analisi dei documenti finanziari-contabili. Resta, ovviamente, come analizzato in precedenza, il fatto che non vengono, invece, approfonditi sistematicamente i metodi da seguire né nell'analisi fondamentale né nell'analisi dei flussi e dei tassi creando, così, un vulnus sostanziale nella capacità di indirizzo degli standard.

Molto dettagliate sono, invece, le indicazioni che concernono il contenuto del report di valutazione e il livello di trasparenza sulle procedure seguite che questo deve contenere. Vengono fornite indicazioni sia per quello che riguarda la modalità di espressione del giudizio sul valore a cui si è giunti a seguito dell'analisi svolta, la modalità di presentazioni di cambiamenti accorsi durante lo svolgimento dell'analisi e di applicazioni di eventuali eccezioni giuridiche o condizioni

ipotetiche. Il grado di profondità delle indicazioni si dimostra abbastanza variabile, però, tra i differenti standard.

In generale le indicazioni formali relative ai vari tipi di report occupano larga parte di tutti standard, tranne che per gli standard ASA, dimostrando un elevatissimo grado di dettaglio e un interesse prevalente da parte degli standard-setter.

Tutte queste indicazioni dimostrano come per quello che concerne il problema della metodologia di analisi e della presentazione della reportistica gli standard considerati si presentino come particolarmente adeguati a garantire la qualità della valutazione.

5. Eventuali “incoerenze” tra gli standard statuiti tra le varie associazioni

Per verificare la capacità degli standard di soddisfare la necessità di una maggiore qualità nelle valutazioni di azienda può rivelarsi utile anche andare ad analizzare quelle che sono le coerenze e le non coerenze tra di essi.

In particolare ci si concentra sull'aspetto delle potenziali incoerenze che metterebbero in evidenza due aspetti: il fatto che gli standard non siano arrivati a conclusioni comuni su alcuni aspetti relativi alle valutazioni di azienda e quindi non possano ancora presentare un quadro definito e chiaro al riguardo e il fatto che la presenza di più standard di valutazione, invece, di aiutare a definire un quadro chiaro di conoscenze sulle valutazioni contribuisce alla creazione di un quadro confuso.

Per svolgere questa analisi ci si riferisce a recenti studi comparativi sugli standard nordamericani.

Un primo quadro riassuntivo può essere rappresentato dal confronto sui tipi di report di valutazione presentati nei diversi standard, confronto che viene presentato qui di seguito:

Tabella 15-Tipi di report di valutazione.

<i>Organizzazione</i>	<i>Previsione di report orale</i>	<i>Nome del report completo</i>	<i>Nome di altri report</i>
NACVA	No	Written Report	<i>Nessuno</i>
USPAP	Si	Appraisal Report	<i>Restricted Use Appraisal Report</i>
ASA	Si	Comprehensive Written Business Valuation Report	<i>Expert Report</i>
IBA	Si	Formal Written Appraisal Report	<i>Letter from Written Appraisal Report Preliminary Report (Limited)</i>
AICPA	Si	Detailed Report	<i>Summary Report Calculation Report</i>

Tratto da Michael J. Mard, James, R. Hitchner, and Steven D. Hyden, “Valuation for Financial Reporting”, Second Edition, Wiley, Hoboken (NJ), 2007.

Attraverso questo primo confronto è possibile osservare come i diversi standard sostanzialmente presentino, anche se con nomi differenti, sempre due tipi di report formale, un primo report maggiormente ricco di informazioni e più completo definito di volta in volta “dettagliato”, “formale”, “comprensivo”, “scritto”, “di valutazione, e un secondo tipo di report più sintetico definito “ristretto”, “esperto”,

“lettera”, “sintesi”. Accanto a queste due tipologie di report si aggiunge una seconda tipologia rappresentata da singoli calcoli effettuati per valutazioni rapide e da utilizzare per necessità interne dell’azienda, in questo caso solo gli standard IBA e AICPA prevedono l’esistenza di un simile report.

Se osserviamo quindi il quadro delle tipologie di report presentate dagli standard si tratta di un quadro condiviso tra i vari standard-setter e se approfondiamo la lettura delle indicazioni relative ai report possiamo osservare che anche esse sono sostanzialmente condivise tra i vari standard salvo distinzioni di terminologia infatti i contenuti presentati sono molto simili.

Per verificare nel dettaglio il livello di omogeneità e coerenza degli standard, resta, comunque, necessario effettuare un confronto sui contenuti, almeno a grandi linee degli stessi¹³².

Una proposta di confronto viene presentata di seguito.

¹³² Sono esclusi, tra quelli affrontati, solo gli standard CICBV.

Tabella 16 – Tabella di comparazione delle indicazioni previste negli standard relativamente ai report di valutazione tratta da Michael J. Mard, James, R. Hitchner, and Steven D. Hyden, “Valuation for Financial Reporting”, Second Edition, Wiley, Hoboken (NJ), 2007 e presentata anche da Stephen H. Penman, Handling valuation models, 2006, fonte <http://www.ssrn.com/>.

Standard	NACVA	ASA (Completo)	AICPA (Completo)	AICPA (Sintesi)	AICPA (Calcolo)	IBA (Completo)	IBA (Lettera)	USPAP
Definizione delle regole di incarico					X			
<i>Cliente</i>		USPAP	X	X		X	X	X
<i>Soggetto della valutazione</i>	X	X	X	X	X	X	X	X
<i>Tipo di proprietà valutato</i>	X	X	X	X		X	X	X
<i>Data effettiva di valutazione</i>	X	X	X	X	X	X	X	X
<i>Data del report</i>	X	X	X	X	X	X	X	X
<i>Tipo di report</i>			X	X				
<i>Standard di valore definito</i>	X	X	X	X		X	X	X
<i>Premessa del valore</i>	X	X	X	X		X	X	X
<i>Fine e scopo della valutazione</i>	X	X	X	X		X	X	X
<i>Fonti di informazione esplicitate</i>		X	X	X		X		X
<i>Interviste</i>			X					
<i>Presenza o assenza di riferimenti alla necessità di una visita all'azienda</i>			X			X		
<u>Analisi e sviluppo dei requisiti del valore</u>								
<i>Natura e storia del business</i>	X	X	X			X		X
<i>Condizioni economiche presenti e visione futura</i>	X	X	X			X		X

<i>Opportunità passate, presenti e future del business</i>	X	X	X			X		X
<i>Analisi finanziaria del reddito e dei flussi di cassa</i>			X					
<i>Transazioni avvenute in passato che riguardano l'azienda</i>	X	X	X			X		X
<i>Prezzi di mercato di aziende simili</i>	X	X	X					X
<i>Transazioni su aziende simili</i>	X	X	X			X	X	X
<i>Caratteristiche della quota valutata (grandezza, diritti...)</i>	X	X	X			X	X	X
<i>Quota di controllo dell'azienda valutata</i>	X	X	X	X	X	X	X	X
<i>Presenza o assenza di possibilità di cessione</i>	X	X	X	X	X	X	X	X
<i>Approcci e metodi di valutazione usati</i>		X	X	X	X	X		X
<i>Approcci e metodi di valutazione considerati</i>	X	X	X			X		X
<i>Approcci e metodi di valutazione rigettati</i>		X				X		X
<u>Conclusioni sul valore raggiunte e firma</u>		X	X	X	X	X	X	X
<i>Enunciazione della stima o dell'opinione sul valore</i>	X		X	X	X			
<i>Firma del primo valutatore</i>	X	X	X	X	X	X	X	X
<i>Possibilità di firma da parte dell'azienda</i>	X	X	X	X	X	X	X	

<u>Esplicitazione delle</u>							
<u>informazioni</u>	X	X	X			X	X
<u>finanziarie</u>							
<i>Sintesi dei bilanci storici</i>	X	X	X				X
<i>Revisione dei bilanci storici</i>	X	X	X				X
<i>Disponibilità di bilanci revisionati</i>	X	X	X				X
<i>Previsioni di bilancio e relativi assunti</i>	X	X	X				X
<i>Informazioni relative alla fiscalità</i>				X			
<i>Confronto con altre aziende del settore</i>		X	X				
<u>Condizioni limitative e assunti</u>	X	USPAP	X	X		X	X
<i>Ampiezza del lavoro del valutatore</i>	X	USPAP	X	X			X
<i>Uso di limitazioni nella redazione del report</i>	X	USPAP	X	X			X
<i>Identificazione degli utilizzatori a cui è destinato il report</i>		USPAP	X	X		X	X
<u>Rappresentazioni, dimostrazioni e certificazioni</u>	X	USPAP	X	X			X
<i>Eventi successivi al report in certe circostanze</i>				X	X		
<i>Applicazione di eccezioni in presenza di norme superiori</i>		USPAP	X	X			X
<i>Dimostrazione dell'attestato di</i>				X			

<i>incarico del cliente</i>								
<i>Relazione sulla fiscalità fornita dal cliente</i>			X					
<i>Condizioni ipotetiche se esistenti</i>		USPAP	X	X	X	X	X	X
<i>Assunti straordinari</i>		USPAP						X
<i>Attestazione relativa ai controlli non effettuati</i>			X					
<i>Limitazioni all'ampiezza del report</i>	X	USPAP	X	X	X			X
<i>Dichiarazione di indipendenza</i>	X	X			X			X
<i>Attestazione relativa all'affidabilità di un eventuale parere fornito da uno specialista</i>		X		X	X			X
<i>Rappresentazioni formulate dal valutatore</i>				X				
<i>Certificazione firmata da un valutatore</i>		USPAP		X				X
<i>Assenza di un obbligo all'aggiornamento delle dichiarazioni</i>						X	X	
<i>Conformità agli standard della propria organizzazione</i>	X	X	X			X	X	
<i>Qualificazione del valutatore</i>								

Dall'analisi presentata è possibile trarre una serie di conclusioni:

- in generale gli standard nell'affrontare e fornire risposte alle varie attività collegate alla valutazione di azienda presentano un forte grado di omogeneità sia nelle aree affrontate sia nei contenuti;
- mentre per alcune aree oggetto delle norme degli standard si presenta una forte omogeneità negli elementi affrontati da parte degli standard stessi come per esempio il caso della definizione delle regole di incarico, dell'analisi e sviluppo dei requisiti del valore, nell'esplicitazione delle informazioni finanziarie e nella definizione delle condizioni limitative e degli assunti nel caso della presentazione di eventi successivi, di dimostrazioni e certificazioni gli standard presentano un più elevato grado di disomogeneità;
- in generale, tranne che per l'area nella quale gli standard presentano maggiore disomogeneità, solo due tipi di report presentano un significativo scostamento rispetto agli altri: il report di sintesi proposto dalla AICPA e il report di calcolo sempre proposto dalla stessa AICPA.

In conclusione si potrebbe affermare che, perlomeno per quanto riguarda i contenuti trattati, i vari tipi di standard, almeno in relazione ai report completi presentano sostanziali similitudini. Questa impressione viene peraltro confermata dalla lettura degli standard stessi che, tolte alcune eccezioni, presentano, a grandi linee, contenuti anche effettivamente simili.

Tutto ciò confermerebbe, con le dovute eccezioni, un quadro abbastanza omogeneo e coerente degli standard, che, però, fa sorgere delle perplessità, di fronte a contenuti simili, sulla necessità della presenza di più standard e non di un framework e di specifiche unitarie.

6. Riflessioni sulle prospettive di sviluppo degli standard di valutazione

In base a quanto è stato osservato sinora è possibile individuare una serie di punti che costituiscono aree di possibile intervento da parte degli standard-setter per effettuare un miglioramento effettivo del contenuto degli standard di valutazione di azienda presentati.

Innanzitutto è apparso chiaramente come a tutt'oggi gli standard non si presentino come un corpus unico e condiviso tra i vari standard-setter e ciò, invece, di rafforzare le loro possibilità di utilizzo ne diminuisce l'effettività. Il fatto poi, che in alcuni casi, essi presentino anche posizioni lievemente differenti complica ulteriormente il quadro. Come primo punto sarebbe utile quindi che i diversi standard-setter trovasse il modo di arrivare a definire un comune framework e successivamente una normativa di dettaglio, per evitare casi di "concorrenza" nella fissazione degli standard che finiscono solo per andare a loro detrimento.

In secondo luogo gli standard, se appaiono adeguatamente approfonditi nel momento nel quale affrontano il problema della qualità della valutazione come problema collegato semplicemente alla qualità delle procedure e alla realizzazione del report di valutazione, non sono, invece, sufficientemente approfonditi nel momento nel quale garanzia di qualità nella valutazione diventa la capacità di indicare con precisione metodi operativi utili per evitare che il valutatore cada in errore. Attualmente su questo punto il grado di approfondimento appare eccessivamente limitato ed è questa probabilmente l'area nella quale ci si può attendere in futuro i più sostanziali miglioramenti.

Al riguardo è difficile dire se il livello di approfondimento necessario sia un livello simile a quello degli standard IAS-IFRS, per la contabilità, dato il ben maggiore e più largo spazio che la valutazione d'azienda lascia al valutatore, ma

ciò non esclude che partendo, per esempio, da tentativi come quello dell'appendice agli standard AICPA dove vengono affrontati alcuni problemi specifici che si pongono in alcune valutazioni, sia successivamente possibile individuare per i vari metodi e per i singoli problemi di valutazione delle indicazioni molto più dettagliate e specifiche che tengano conto anche dei vari tentativi di approfondimento relativi allo studio degli errori nelle valutazioni.

In ultimo resta aperto il problema della effettività delle norme dei codici etici, è chiaro come simili norme difficilmente possano avere forza giuridica se non nell'orientare la giurisprudenza, ma è altrettanto chiaro che, fatta eccezione per il codice ASA, forse il più stringente, è necessario rafforzare gli effetti sanzionatori, almeno all'interno delle associazioni, della violazione delle norme etiche.

CONCLUSIONE

Alla luce dell'analisi effettuata partendo dallo stato dell'arte degli studi relativi al tema del valore d'azienda nel contesto italiano e quindi dalla definizione dei problemi salienti ad esso collegati e alla luce dell'analisi dei contenuti degli standard di valutazione d'azienda esistenti nel contesto nordamericano è stata effettuata una verifica finalizzata a valutare i limiti e i possibili sviluppi di questi standard nell'ambito delle valutazioni d'azienda.

Per presentare lo stato dell'arte degli studi nel primo capitolo della tesi è stato descritto il lungo percorso svolto da parte della dottrina per arrivare, partendo dal concetto di avviamento, a definire il concetto di capitale economico e quindi di valore d'azienda.

Il concetto di avviamento è noto sino dall'antichità, ma è stato approfondito negli studi ragioneristici in maniera particolare solo nell'800. I primi studiosi che affrontano questo tema arrivano ad intuire la particolare dimensione dell'avviamento che non rappresenta semplicemente un patrimonio tangibile, ma diventa la modalità tramite la quale, partendo dal prezzo di cessione dell'azienda si può arrivare ad intuire l'esistenza di un valore intrinseco di essa che va oltre le semplici valutazioni del patrimonio. Una tale intuizione arriva a chiarire l'identità del concetto di avviamento, ma non potendo arrivare a definire la dignità autonoma del "capitale economico" di azienda come entità distinta dal generico patrimonio aziendale, non è in grado di permettere alla dottrina di fare un sostanziale passo avanti che permetta di definire il concetto di valore d'azienda.

Un passo significativo viene attuato da parte del Besta che colloca l'avviamento all'interno dei beni patrimoniali considerandolo, alla pari dei beni tangibili, fondamentale per permettere successivamente durante la vita aziendale la creazione

di reddito. Egli propone come metodo di determinazione del valore dell'avviamento il metodo fondato sulla capitalizzazione dei sovraredditi generati. All'avviamento viene riconosciuta, quindi, una natura di valore patrimoniale direttamente collegata alla generazione di reddito autonoma dagli altri beni presi in considerazione all'interno del patrimonio aziendale.

Nonostante il Besta in tal modo origini una importante svolta nella determinazione dell'avviamento, la svolta da lui impressa non si rivela quella definitiva poiché sancisce ancora che il valore di cessione corrisponde al valore contabile a cui viene aggiunto l'avviamento, quindi il valore del capitale economico resta rigidamente agganciato al valore contabile e l'avviamento viene limitato alla valutazione dei sovraredditi. Il valore economico del capitale quindi, nell'intuizione bestiana, non ha alcuna dignità di valore a se stante ne rappresenta tanto meno un valore teorico.

Il Besta, però, nella sua elaborazione segna alcuni spunti di svolta fondamentali: stabilisce definitivamente la connessione tra valore economico e reddito, prende in considerazione per definire l'avviamento la situazione della redditività futura, identifica l'avviamento come entità distinta dal solo "credito" della clientela e stabilisce quindi che non è un bene rilevabile come per esempio i marchi, ma supera la natura tangibile del bene per definirlo un bene intangibile proprio dell'azienda nel suo complesso e non separabile da essa.

La svolta definitiva verrà rappresentata dalla riflessione di Gino Zappa. L'azienda, nella concezione zappiana, si manifesta come una coordinazione di fattori produttivi tra di loro inscindibili ed indistinguibili perché necessari tutti nello stesso modo a garantirne la facoltà di generatrice di reddito e quindi di ricchezza, non è possibile distinguere al suo interno elementi patrimoniali specifici che possano essere considerati generatori di una sola parte limitata di reddito cioè di sovrareddito, ma tutti gli elementi patrimoniali nel loro insieme contribuiscono

organicamente alla creazione del reddito di impresa. Conseguentemente, se il capitale è il fondo dei valori generati da parte dell'azienda, esso non può essere distinto in parti che lo compongono se non per necessità pratiche, l'unitarietà è una sua essenziale caratteristica. Inoltre esso non solo non sarà espressione della pura combinazione contabile del valore degli elementi che sono presenti nella azienda stessa, ma sarà, invece, espressione della più complessa capacità dell'azienda di creare valore al di là del loro puro valore di utilità

In tal modo lo Zappa arriva a formulare una netta distinzione tra il capitale contabile, espressione del valore di libro di tutti i beni che costituiscono la struttura patrimoniale dell'impresa e che vengono rappresentati in bilancio, e il capitale economico della stessa che è espressione della sua identità di combinazione produttiva in grado di generare valore ulteriore e superiore al valore di questi. Il nuovo mondo scoperto dallo Zappa sancisce in tutta evidenza il passaggio dall'ottica patrimonialistica a quella reddituale, da una concezione del reddito come realtà composita al concetto di reddito come realtà unitaria, da un'ottica incentrata sulla valutazione del valore economico e dell'avviamento legata alla situazione attuale dell'azienda ad una definitiva accettazione della concezione prospettica basata sulla verifica della capacità futura di creare redditi da parte dell'azienda.

Successivamente all'opera dello Zappa la dottrina ha mosso dalle sistematizzazioni già esistenti per poi svilupparle e rielaborarle creando nuove elaborazioni concettuali.

A seguito delle ulteriori riflessioni operate dalla dottrina possiamo arrivare a definire una serie di caratteristiche che essa ha attribuito al capitale economico d'azienda e più correttamente al valore d'azienda.

Un primo passo effettuato da parte degli studiosi dopo lo Zappa è consistito nella identificazione degli scopi che caratterizzano il ricorso al concetto di

determinazione del capitale economico: la determinazione del grado di funzionalità; la determinazione del valore di cessione, accanto a questa definizione gli studiosi di economia aziendale hanno precisato altre numerose caratteristiche della valutazione d'azienda:

1. l'aspetto dello scopo in relazione al quale viene effettuata la determinazione del capitale economico in quanto questo aspetto è in grado di influenzare la differente natura del risultato a cui si giunge, permette, infatti, di arrivare a capire come la natura del valore economico del capitale d'azienda non sia in realtà, come indicato dallo Zappa, sempre unitaria. Ovvero come tale natura resti unitaria in quanto caratterizzata dall'unitarietà degli elementi costituenti l'azienda, quindi non sia soggetta alla determinazione autonoma degli elementi che la costituiscono, ma non sia unica, in quanto, pur mantenendo come riferimento il principio dell'unitarietà della sua determinazione, vari a seconda della prospettiva secondo la quale viene effettuata. In altri termini si passa da quello che era il concetto di valore economico al concetto di valori economici differenziati tra di loro, tutti altrettanto veritieri, ma caratterizzati da scopi differenti e quindi diversi tra di loro;
2. la distinzione tra due situazioni differenti nel caso di cessione: la determinazione del valore economico del capitale inteso come valore astratto utilizzato come riferimento per la determinazione del valore del prezzo di cessione e il prezzo di cessione presunto o fissato dalle parti distinto per natura e per metodologia di determinazione. Si è giunti così a riconoscere la natura astratta del valore economico del capitale dovuta sia all'estrema semplificazione della realtà contenuta nei criteri proposti da parte dello Zappa sia alla difficoltà operativa che concerne la determinazione di questo stesso valore;

3. Il capitale economico diventa uno strumento di verifica del capitale di bilancio. In altri termini se l'azienda non è in grado nel tempo di mantenere le condizioni di redditività anche un quadro positivo al momento attuale è destinato a essere messo in dubbio nel tempo e deve essere considerato con più cautela, viceversa qualora il quadro attuale appaia deteriorato, ma le potenzialità dell'azienda siano positive la situazione si dimostrerebbe meno critica;
4. La distinzione tra valore in atto e valori potenziali, fondamentale per comprendere le dinamiche di determinazione del valore. Nel primo caso si prende in considerazione la capacità già esistente di produrre reddito, nel secondo caso si prende in considerazione, in base a quella che è la pianificazione futura del reddito quella che sarà la capacità di reddito raggiungibile qualora si realizzino particolari azioni, previsioni o eventi. In base a ciò si cerca di distinguere tra valori economici di capitale e valori potenziali. I valori potenziali usualmente vengono distinti tra di loro secondo differenti categorie: valori potenziali puri, controllabili e di acquisizione. I valori potenziali puri sono rappresentati da quella che è la proiezione del valore aziendale alla luce di quelli che sono i piani formulati dall'azienda stessa e sono il risultato della somma del valore autonomo dell'azienda a cui vengono aggiunti sia quelli che sono gli incrementi di reddito attesi nel futuro in base agli investimenti già realizzati sia quelli collegati agli investimenti ancora da realizzare. Il valore potenziale controllabile cerca di individuare partendo dagli stessi elementi indicati per il valore potenziale puro quello che si presenterebbe come una stima del valore dell'attivo alla luce delle capacità reddituali degli assett che lo costituiscono, questo approccio si è rafforzato nel tempo soprattutto in relazione all'adozione a livello di

principi contabili del concetto di fair value. Il valore potenziale di acquisizione si presenta solamente in presenza di un tentativo di acquisizione e tiene conto delle eventuali sinergie applicabili all'acquisizione, della potenziale riduzione dei differenziali di rischio, delle possibili opzioni di sviluppo differenziali collegate alla realizzazione dell'acquisizione. Si tratta di un valore nettamente distinto dai precedenti.

5. la maturazione della convinzione di una complementarità tra l'aspetto reddituale e quello patrimoniale delle stime. Se infatti nella valutazione del valore di un'azienda il reddito prospettico ha un valore determinante, allo stesso modo due aziende con reddito in prospettiva simile che presentano una struttura patrimoniale profondamente dissimile presentano necessariamente anche un valore economico dissimile. Quindi pur mantenendo inalterato il dato della rilevanza dell'aspetto reddituale nella determinazione del valore economico d'azienda, non si può effettivamente rinunciare a ricorrere anche alla valutazione degli aspetti patrimoniali nel momento in cui si vada a definire il valore del prezzo di trasferimento di un bene. L'apporto delle informazioni patrimoniali alla valutazione dell'azienda non costituisce infatti un ruolo fondamentale per permettere di effettuare la valutazione, ma presenta un'utilità legata alla capacità di integrare le informazioni effettivamente disponibili;
6. la richiesta di conciliare la razionalità nella determinazione del valore economico e la sua applicabilità per cui alcuni autori, al fine di superare questi problemi, hanno cercato di proporre un modello iterativo per la determinazione del valore economico dell'impresa. Altri sono giunti a proporre una revisione della modalità attraverso la quale

viene effettuato il processo di determinazione del valore economico dell'impresa. Altri, come il Guatri con il suo Giudizio Integrato di Valutazione (G.I.V.), hanno cercato di far rilevare separatamente i vari aspetti della valutazione del capitale economico, ma evidenzia anche i punti di interazione e rischi a questi connessi che collegano tra di loro le varie aree interessate dal processo di valutazione. I metodi patrimoniale e reddituale diventano così parti dell'unico processo di determinazione del valore e tutti gli elementi che vi concorrono vengono valorizzati;

7. La definizione delle caratteristiche essenziali della valutazione aziendale che deve essere: generale, razionale, dimostrabile e possibilmente stabile.

La generalità consisterebbe nella capacità di fornire una valutazione che si situi al di fuori dell'influenza delle parti interessate alla valutazione e al di fuori dell'influenza della situazione contingente del mercato all'interno del quale la valutazione viene effettuata.

La razionalità della valutazione consisterebbe nell'utilizzo di uno schema logico, chiaro e condivisibile, rispettando così il principio di coerenza all'oggetto, linearità dimostrativa e applicativa del metodo, ma che tenga anche conto della effettiva possibilità che questo venga condiviso dal punto di vista applicativo. La razionalità non si ferma quindi ai soli schemi di flusso reddituale o eventualmente di cassa, ma si amplia a tutti quegli schemi logici soddisfacenti per effettuare una valutazione accettabile e agevole.

La dimostrabilità consiste, invece, nella possibilità che la formula adottata per la determinazione del valore economico sia credibile e obiettiva e quindi possa essere dimostrata e accettata da parte di tutti

coloro che vi ricorrano e non possa essere oggetto di contestazioni per via di un minore o maggiore grado di incertezza.

La stabilità consisterebbe, infine, nella capacità del metodo e della formula adottati di non essere influenzati dalla situazione contingente e quindi di poter essere utilizzati nel tempo devono quindi essere indipendenti dagli eventi e dai dati contingenti relativi alla vita aziendale, si tratta a giudizio del Guatri di escludere per esempio condizioni di mercato non regolari, componenti di reddito straordinari.

L'analisi dello stato dell'arte della definizione di standard professionali riguardanti le valutazioni d'azienda è stata svolta all'interno del secondo capitolo. Gli standard professionali sono inerenti sia l'applicazione delle metodologie di valutazione e quindi l'applicazione tecnica delle modalità di valutazione sia le modalità di redazione delle relazioni di valutazione e di condotta dei valutatori sia come professionisti operanti per un privato sia come periti nei tribunali.

Questo tentativo è iniziato nel 1987 con la creazione della Appraisal Foundation da parte di 9 organizzazioni costituenti il North American Council of Appraisal Organisation (NACAO) e da 6 socie della American Bankers Association.

La Fondazione ha a sua volta dato vita a due organismi:

3. l'Appraisal Standard Board (ASB), incaricato di formulare gli standards professionali del settore Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP)
4. l'Appraisal Qualifications Board, incaricato di promulgare le norme di qualificazione per i valutatori

L'iniziativa è stata subito valorizzata dal punto di vista normativo da parte del Legislatore americano che nel 1989, con il Financial Institution Reform, Recovery, and Enforcement Act (FIRREA), ha reso obbligatorio il rispetto delle USPAP per tutte le transazioni inerenti le proprietà immobiliari. Contemporaneamente la

maggioranza degli operatori economici riconosceva le norme del USPAP come norme di riferimento per le valutazioni inerenti la valutazione delle imprese e delle proprietà personali. In tal modo sia a livello pubblico sia in relazione alle transazioni fra privati le norme stabilite dall'ASB sono state comunemente riconosciute come norme di riferimento e sono diventate di uso comune.

Gli standard stabiliti nel USPAP vengono a loro volta chiariti e sviluppati attraverso la definizione di standard più specifici da parte di varie associazioni professionali quali: la American Society of Appraiser (ASA), l'Institute of Business Appraisers (IBA), la National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA), l'American Institute of Certified Public Accountants (AICPA).

Le associazioni professionali non si sono semplicemente limitate a emettere degli standard e a favorire una diffusione delle buone pratiche legate alle valutazioni di azienda, ma hanno cercato di garantire la qualità delle prestazioni dei propri associati attraverso l'introduzione di una serie di certificazioni professionali divenute necessarie per i propri associati per poter svolgere l'attività di valutatore.

Accanto alle norme indicate da parte delle associazioni professionali esistono altre norme stabilite da parte del Dipartimento del Tesoro per la determinazione del valore dell'imponibile relativo alla tassazione delle proprietà immobiliari e delle successioni in particolare per le aziende.

Accanto ai vari standard definiti da parte delle Associazioni professionali statunitensi sono stati descritti gli standard presentati da parte della Canadian Institute of Chartered Business Valuators (CICBV), che pur partecipando all'iniziativa degli USPAP, ha cercato di definire propri standard di dettaglio per la valutazione delle aziende. In tal modo è stato possibile fornire un quadro completo del quadro della situazione della definizione degli standard in tutta la realtà nordamericana.

Dall'analisi effettuata è possibile trarre una serie di conclusioni:

- in generale gli standard nell'affrontare e fornire risposte alle varie attività collegate alla valutazione di azienda presentano un forte grado di omogeneità sia nelle aree affrontate sia nei contenuti;
- negli elementi affrontati da parte degli standard stessi come il caso della definizione delle regole di incarico, dell'analisi e sviluppo dei requisiti del valore, nell'esplicitazione delle informazioni finanziari e nella definizione delle condizioni limitative e degli assunti nel caso della presentazione di eventi successivi, di dimostrazioni e certificazioni presentano un più elevato grado di disomogeneità, sebbene rimanga una sostanziale coerenza tra gli standard.

Se osserviamo quindi il quadro delle tipologie di report presentate dagli standard si tratta di un quadro condiviso tra i vari standard-setter e se approfondiamo la lettura delle indicazioni relative ai report possiamo osservare che anche esse sono sostanzialmente condivise tra i vari standard salvo distinzioni di terminologia infatti i contenuti presentati sono molto simili.

In conclusione si potrebbe affermare che, perlomeno per quanto riguarda i contenuti trattati, i vari tipi di standard e almeno in relazione ai report completi presentano sostanziali similitudini. Questa impressione viene peraltro confermata dalla lettura degli standard stessi che, tolte alcune eccezioni, presentano, a grandi linee, contenuti anche effettivamente simili.

Tutto ciò confermerebbe, con le dovute eccezioni, un quadro abbastanza omogeneo e coerente degli standard, che, però, fa sorgere delle perplessità, di fronte a contenuti simili, sulla necessità della presenza di più standard e non di un framework e di specifiche unitarie.

La finalità della fissazione degli standard da parte delle varie associazioni professionali nordamericane consiste nel migliorare, attraverso la fissazione di

alcune norme di riferimento generali, la qualità delle prestazioni professionali dei propri associati in maniera tale di permettere loro di soddisfare i bisogni del cliente e quindi di ottenere migliori risultati nella propria attività professionale. A questa prima finalità è connessa la seconda finalità perseguita che consiste nel fornire a tutti i valutatori definizioni e modalità operative comuni, tali da garantire al cliente, al mercato e alla società in generale una omogeneità che permetta un più facile utilizzo e interpretazione delle valutazioni.

Per quanto concerne la prima finalità essa dipenderà sostanzialmente da tre elementi: un primo elemento rappresentato dalla definizione di norme etiche e comportamentali chiare, verificabili e vincolanti, quindi dotate di effettività cioè capacità di sanzionare in qualche modo il trasgressore da parte dell'associazione professionale di appartenenza, un secondo elemento rappresentato dalla capacità di fornire un grado di dettaglio e di profondità nella definizione delle migliori modalità operative in termini di dottrina e prassi valutativa tale da orientare chiaramente i valutatori e da evitare che vengano commessi errori nella valutazione e un terzo rappresentato dalla definizione dei contenuti e delle modalità di presentazione dei report finali, da cui larga parte del giudizio del cliente dipende.

Tutti gli standard presi in esame presentano al loro interno una parte relativa alle norme etiche che devono essere seguite e rispettate da parte degli aderenti all'associazione che ha emesso quegli standard oppure rimandano a codici etici definiti con la stessa modalità seguita per la definizione degli standard.

Se il dettaglio e la numerosità delle norme stabilite appaiono elevati e stringenti, il punto debole delle varie statuizioni etiche previste sia a livello di codici sia a livello di standard è rappresentato dal fatto che, ad eccezione di eventuali sanzioni comminate da parte della associazione di appartenenza in forza di un comportamento dannoso per l'intera categoria, essi non hanno nessuna effettività dal punto di vista legale, ovvero prevedono sempre esplicitamente che la loro

eventuale violazione non possa essere fatta valere dal cliente all'interno di un contenzioso legale nei confronti del valutatore. In tal modo viene di fatto svuotato il significato di queste stesse norme che da strumento dedicato alla tutela del cliente si trasformano semplicemente in strumento dedicato alla tutela dell'associazione professionale nei confronti dei propri membri.

A rendere proficuo il ricorso a questi strumenti, è, invece, la giurisprudenza che ricorrendo ad essi nella definizione di eventuali responsabilità dirette o indirette da parte dei valutatori in sede di contenzioso ha di fatto dotato queste norme di una forte valenza giuridica, valenza che, però, resta a disposizione della discrezionalità del singolo giudice.

In conclusione le norme etiche che più dovrebbero essere utili per il rafforzamento di uno strumento come gli standard sono in realtà una sorta di arma spuntata che, al di fuori dell'uso che ne può essere fatto dai giudici e sebbene dettagliate, analitiche e precise, produce effetti limitati e non completamente soddisfacenti.

Per valutare la capacità degli standard di valutazione di fornire un adeguato dettaglio e profondità nella definizione delle migliori modalità operative e di permettere di evitare che vengano commessi errori nella valutazione da parte dei valutatori stessi, sono state operate due differenti analisi: sono stati confrontati tra di loro il contenuto degli standard con il contenuto finora definito da parte della dottrina e della prassi, di cui si è cercato di fornire un quadro all'interno del primo capitolo della tesi, sono stati analizzati studi effettuati sia negli Stati Uniti sia in Italia sul tema della qualità della valutazione e sulle sue caratteristiche e le implicazioni delle indicazioni da essi derivanti rispetto alle indicazioni provenienti dagli standard.

Nello svolgimento di ambedue le verifiche si è fatto ricorso ai numerosi tentativi di fornire indicazioni della qualità delle valutazioni sia dal punto di vista della

completezza sia dal punto di vista della minimizzazione dell'errore , anche attraverso la definizione di tassonomie degli errori effettuate da numerosi studiosi.

Seguendo la letteratura prevalente sono stati analizzati differenti profili di errori: errori provenienti da ipotesi, errori provenienti da assunti, errori nello svolgimento della valutazione.

Un primo punto di attenzione al riguardo deve essere posto nel fatto che tutti metodi di valutazione adottati partono comunque da ipotesi e teorie di partenza che possono essere in contrasto tra di loro e che devono essere verificate non solo dal punto di vista teorico, ma anche dal punto di vista della effettiva applicabilità delle stesse alla concreta situazione dell'azienda valutanda.

Gli standard al riguardo dovranno fare attenzione a prendere in considerazione ipotesi condivise e verificate da parte della dottrina e considerate anche comunemente dalla prassi. Se ovviamente il riferimento alla prassi nelle ipotesi e nei metodi adottati appare indubitabile, appare da verificare se esista sempre una sufficiente corrispondenza nella dottrina esistente.

Si tratta di temi come: la preferenza accordata a valutazioni assolute o relative, il conflitto tra razionalità e dimostrabilità, la valutazione degli intangibili, la scelta dei tassi.

Accanto alle ipotesi che sottendono elaborazioni teoriche adatte a giustificare le metodologie adottate per la valutazione deve essere riconosciuto il rilevante ruolo giocato dagli assunti, ovvero da quelle "assunzioni" a priori utilizzate per risolvere un problema complesso contenuto in un approccio o in un metodo di valutazione che altrimenti risulterebbe essere troppo dispendioso in termini di lavoro. Chiaramente l'introduzione di semplificazioni allontana le metodologie adottate dal contenuto delle elaborazioni teoriche che le spiegano e aumenta il rischio dell'introduzione di errori da parte del valutatore.

Per questo motivo in tutti i casi in cui venga fatto ricorso a metodi supportati da assunti a priori il valutatore deve porre molta attenzione al rischio di errore insito nell'utilizzo dello specifico assunto.

In questo caso si tratta di situazioni quali quelle legate a: la stima dei flussi attesi, la presunzione di corrispondenza tra ammortamenti e tasso di rinnovo degli impianti, la determinazione dei tassi, la valutazione delle sinergie.

Nel caso del primo tipo di ipotesi gli standard di valutazione non prendono mai una posizione esplicita, ma precisano su alcuni temi come la scelta tra valutazioni assolute e relative che il valutatore deve, prima di operare la valutazione, verificare quale sia il contenuto, il fine e l'ambito della propria attività e identificare alla luce di questi elementi quale sia il metodo migliore da usare. In particolare nel caso degli standard ASA, NACVA e AICPA viene specificato come nel caso di adozione delle cosiddette "Rules of thumb" utilizzate nell'ambito delle valutazioni relative sia necessario ricorrere ad altri metodi di valutazione che affianchino la valutazione relativa e permettano di giungere ad una valutazione affidabile dell'azienda.

Nel caso del conflitto tra razionalità e dimostrabilità dei metodi, tale dato non viene mai espressamente affrontato dagli standard che rilevano tale complessità nella forma di definizione di procedure in alcuni casi (ASA, AICPA, USPAP), ma senza mai andare nel profondo, oppure non si interessano affatto del problema (NACVA, CICBV).

Il problema della valutazione degli intangibili viene affrontato a livello di accenno generale solo da parte degli standard AICPA, mentre in tutti gli altri casi si tace al riguardo.

Nel caso dei tassi viene stabilita la loro necessaria corrispondenza rispetto ai flussi ci si occupa nel dettaglio, e neanche troppo, solo negli standard ASA, mentre

il problema è solo accennato negli standard NACVA, in tutti gli altri casi il problema non viene minimamente affrontato.

Per quanto concerne il riferimento ad assunti nelle valutazioni, nel primo caso relativo alla definizione delle stime sui flussi attesi ci troviamo di fronte a posizioni sostanzialmente differenti tra loro: gli standard ASA specificano le informazioni e le procedure, ma non entrano nel dettaglio, gli standard AICPA si orientano ad indicare i dati da assumere a riferimento, gli standard USPAP affrontano il problema nel dettaglio, ma prevalentemente orientati alle valutazioni immobiliari, i restanti standard non toccano il punto.

Alla presunzione di corrispondenza tra ammortamenti e tasso di rinnovo degli impianti accennano solo gli standard ASA.

Nessuno standard si occupa dettagliatamente di come vengono determinati i tassi e di come viene calcolato il WACC o il Beta relativo al metodo CAPM.

Al problema della rilevanza della valutazione di eventuali sinergie accennano solo gli standard ASA e NACVA. Lo stesso accade per la determinazione di premi e sconti, ma mentre gli standard NACVA continuano a fornire solo un accenno, gli standard ASA entrano nel dettaglio e chiariscono alcuni punti importanti della stima di premi e sconti.

Gli errori nella valutazione possono quindi provenire da ipotesi o assunti erronei, ma anche da dati presi in considerazione per formulare il parere del valutatore che non sono corretti. La definizione della modalità di raccolta dei dati diventa quindi determinante per garantire la qualità della valutazione.

Gli errori che possono essere operati in sede di valutazione vanno oltre gli errori di principio riguardanti la erronea applicazione di ipotesi e assunti, ma riguardano anche la possibilità da parte del valutatore di incorrere in errori di applicazioni dei metodi scelti a seguito della definizione di ipotesi e assunti.

Alla luce di quanto osservato e quindi del notevolissimo rischio di incorrere in errori di valutazione numerosi autori hanno deciso di fare ricorso alla definizione di tassonomie di errori, ottenute dall'analisi empirica e deduttiva, che permettano di orientare i valutatori nella conoscenza di quelle che sono le criticità da affrontare al momento dell'effettuazione di una valutazione e di definire successivamente quali siano le origini degli errori dal punto di vista metodologico.

L'errore nella valutazione può derivare non solo da l'utilizzo di metodi scorretti per vie di ipotesi o assunti di partenza erronei, oppure per via di un uso erroneo del metodo stesso, ma può derivare anche dal ricorso a dati o insiemi di dati di partenza non corretti.

In realtà, anche in questo caso, senza scendere nel dettaglio dei singoli errori che devono essere affrontati in sede di definizione degli standard, come nel caso precedente di ipotesi e assunti, gli standard pur fornendo indicazioni, soprattutto formali, non affrontano sufficientemente questi problemi.

Analizzando come gli standard affrontino questo rischio, sembrerebbe che siano molto più efficaci nel momento in cui definiscono delle procedure di lavoro e degli standard di trasparenza e chiarezza dei documenti, in alcuni casi anche accuratissimi, ma non quando potrebbero o dovrebbero cercare di definire nel dettaglio le procedure e i metodi e tantomeno approfondiscono quelli che possono essere i problemi valutativi che emergono nella dottrina e nella prassi.

Nel caso degli standard AICPA nella parte conclusiva, rappresentata da una sorta di elenco di domande e risposte si cerca di andare incontro a queste esigenze della valutazione, ma la forma presentata è ancora caotica e non sistematica, quindi può essere solo limitatamente di aiuto.

Oltre a tutte queste osservazioni è bene notare come debba essere prevista a garanzia del cliente la definizione di procedure di stima formalizzate e precise nonché la possibilità di identificare con chiarezza nel report finale della valutazione

quali siano le ipotesi e gli assunti presi in considerazione e prevedere opportune verifiche tese a determinarne la validità o meno.

Da questo punto di vista gli standard si presentano come particolarmente efficaci sia nel primo sia nel secondo caso.

Infatti per quello che concerne l'operatività dei valutatori vengono fornite ben precise indicazioni in tutti gli standard o nel corpo degli standard stessi o in documenti addizionali ad essi collegati e le stesse norme etiche rimandano all'obbligo di rispettare quanto viene rilevato nelle indicazioni operative.

In generale le indicazioni formali relative ai vari tipi di report occupano larga parte di tutti standard, tranne che per gli standard ASA, dimostrando un elevatissimo grado di dettaglio e un interesse prevalente da parte degli standard-setter.

Tutte queste indicazioni dimostrano come per quello che concerne il problema della metodologia di analisi e della presentazione della reportistica gli standard considerati si presentino come particolarmente adeguati a garantire la qualità della valutazione.

A seguito dell'analisi svolta si può affermare che la scelta di ricorrere a standard il più ampiamente condivisi effettuata da parte delle autorità pubbliche nordamericane, in particolare statunitensi, e da parte di numerose associazioni professionali, sempre nordamericane, e rapidamente diffusasi nel contesto anglosassone e internazionale, deve essere accolta in maniera positiva. Infatti, il fatto che questo ambito, sempre più importante per via dello sviluppo dei mercati, si ravvisi la sensibilità da parte degli stessi valutatori a favore di una autoregolamentazione del settore e di un aumento generalizzato della qualità delle valutazioni e della professionalità dei valutatori potrà avere, nel tempo solo effetti positivi.

L'analisi che è stata svolta, però, dimostra come gli standard attualmente elaborati siano ancora lontani dall'essere soddisfacenti per i fini che gli sono stati attribuiti.

Se, infatti, in termini di capacità di fornire un grado di approfondimento delle procedure e della modalità di presentazione dei risultati adeguato a prevenire comportamenti dannosi o sintesi delle valutazioni effettuate poco chiare da parte dei valutatori, in molti altri punti critici gli standard presentano evidenti limiti.

Infatti emergono le seguenti difficoltà

- le norme etiche contenute negli standard o nei relativi codici etici, sebbene molto approfondite non appaiono ancora sufficientemente vincolanti e coercitive;
- l'ampiezza degli ambiti affrontati dagli standard, rispetto a quello che è lo stato dell'arte della dottrina e della ricerca non è ancora soddisfacente poiché molti punti salienti della dottrina delle valutazioni di azienda non vengono toccati;
- la capacità delle soluzioni proposte negli standard di tenere conto delle ipotesi e degli assunti che possono originare potenziali errori è limitata e manca di un adeguato livello di approfondimento;
- la capacità degli standard di prevenire gli errori operativi è praticamente confinata nella rigida impostazione metodologica della procedura di lavoro, ma non approfondisce specificamente nessun metodo e non entra nel dettaglio delle modalità tecnico operative che devono essere seguite per ridurre le possibilità e l'impatto degli errori;
- inoltre sebbene gli standard non presentino particolari incoerenze tra di loro, visto anche il continuo richiamo a definizioni condivise e alle norme dell'USPAP, appare fonte di potenziali differenziazioni e di un

particolare disordine sistematico il fatto che esistano più tipi di standard a seconda dell'associazione emittente.

Per questo motivo sono individuabili tutta una serie di aree di miglioramento:

- attraverso la costruzione di un framework condiviso tra le varie associazioni;
- attraverso un rafforzamento delle sanzioni per la loro violazione;
- in particolare, attraverso l'ampliamento dei contenuti degli standard stessi che nel tempo dovrebbe cercare di definire in maggiore profondità gli ambiti da loro regolati e ridurre l'ampiezza delle aree dell'attività di valutazione attualmente non coperte arrivando a definire delle indicazioni molto più precise, ricche e approfondite delle attuali.

Se gli standard di valutazione di azienda sono lontani dalla completezza di altri standard internazionali, come gli IAS-IFRS per le norme contabili, e non è detto che debbano mai raggiungere il livello di profondità di queste, appare certo che nel tempo a venire l'approfondimento e l'ampliamento dei loro contenuti e ambiti sia inevitabile se veramente si ambisce a farli diventare uno strumento di lavoro per i valutatori affidabile e vincolante al pari di altri standard esistenti.

BIBLIOGRAFIA

Antonio Amaduzzi, “L’azienda nel suo sistema e nell’ordine delle sue rilevazioni”, 1953, UTET, Torino.

A. Amaduzzi (a cura di),” L’azienda nel suo sistema operante”, 2002, UTET, Torino.

D. Amodeo, “Ragioneria generale delle imprese”, 1965, Giannini, Napoli.

D. Amodeo, “Avviamento e riserva occulta: un accostamento, in Studi do Ragioneria e Tecnica Economica”, Scritto in Onore del prof. Alberto Seccherelli, Le Monnier, Firenze, 1960.

ASSI, AIAF, Best Practices nei metodi di valutazione d’impresa e di stima del costo del capitale, seconda edizione, in “Quaderno AIAF n.107”, supplemento alla rivista AIAF n.41, dicembre 2001-gennaio 2002.

M. Baker, R. S. Ruback, “Estimating Industry Multiples”, 1999, <http://www.ssrn.com/>.

M. Baker, R. S. Ruback, Jeffrey Wurgler, “Behavioural Corporate Finance: A Survey”, 2005, <http://www.ssrn.com/>.

F. Besta, “La Ragioneria”, II ed., Parte Prima, Ragioneria Generale, Vallardi, Milano, 1922

U. Bertini, “Il sistema di azienda. Schema di analisi”, 1990, Giappichelli, Torino.

U. Bertini, “Introduzione allo studio dei rischi in economia aziendale”, 1987, Giuffrè, Milano.

U. Bertini, “Scritti di politica aziendale”, 1990, Giappichelli, Torino.

F. Besta, “La Ragioneria, Volume II, Ragioneria generale, seconda edizione riveduta e ampliata col consenso dei professori Vittorio Alfieri, Carlo Ghidiglia e Pietro Rigobon”, 1920, Vallardi, Milano.

S. Bianchi Martini, “Interpretazione del concetto di avviamento. Analisi dei principali orientamenti della dottrina italiana”, Giuffrè Editore, Milano, 1996.

S. Bianchi Martini, L. Cinquini, M. Galeotti, “Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima”, Franco Angeli, Milano, 2000.

M. Bini, editoriale, in “La Valutazione delle Aziende”, n.44, novembre, 2004, Finanza e Valore, Milano.

M. Bini, Quanto vale una buona valutazione, in “La Valutazione delle Aziende”, n.26, 2002.

G. Brugger, La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia, in “Finanza Marketing e Produzione”, n.1, 1989.

C. Caramiello, “La valutazione dell’azienda, Prime riflessioni introduttive”, Giuffrè Editore, Milano, 1993.

M. Cattaneo (a cura di), “Manuale di finanza aziendale”, 1999, Il Mulino, Bologna.

E. Cavalieri, “Le riserve nell’economia delle imprese (riserve di bilancio, riserve operative, riserve di ricettività)”, Cedam, Padova, 1983.

A. Ceccherelli, Le funzioni professionali del Commercialista, Vallardi, Milano, 1967.

V. Coda, “Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d’impresa”, Giuffrè Editore, Milano, 1963.

V. Coda, G. Brunetti, M. Barbato Bergamin, “Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l’analisi della gestione”, ETAS KOMPASS, Milano, 1974.

V. Coda, “Il problema della valutazione della strategia”, in Antonio Gozzi, (a cura di), La definizione e la valutazione delle strategie aziendali, Criteri, metodi, esperienze”, 1991, ETAS libri, Milano.

A. Damodaran, “Manuale di valutazione finanziaria”, McGraw-Hill, Milano, 1996.

A. Damodaran, “Finanza aziendale”, Apogeo, Milano, 2001.

A. Damodaran, “Valutazione delle aziende” , Apogeo, Milano, 2002.

A. Damodaran, “The Dark Side of Valuation. Valuation Old Tech, New Tech, and New Economy Company”, Prentice Hall, Upper Saddle River, 2001.

L. De Minico, Una picconata all’avviamento, in “Economia Aziendale”, n. 3/4/5, 1946

G. Donna, “La valutazione economica delle strategie di impresa”, Giuffrè Editore, Milano, 1992.

E.F Fama., K.R French., “The equity Premium”, in Journal of Finance, n.57, aprile 2002.

P. Fernandez, “Valuation Method and Shareholder Value”, 2002, Academic Press, Londra-San Diego.

P. Fernandez, José Maria Carabias,” 96 common errors in company valuations”, 2006, IESE, Madrid, fonte <http://www.ssrn.com/>.

P. Fernandez, Company valuation methods. The most common errors in valuations, 2007, IESE Working Paper n.449, Madrid, fonte <http://www.ssrn.com/>.

G. Ferrero, “La valutazione economica del capitale di impresa”, 1966, Giuffrè, Milano.

S. Garzella, “I confini dell’azienda. Un approccio strategico”, Giuffrè Editore, Milano, 2000.

E. Giannessi, “Appunti di economia aziendale. Con particolare riferimento alle aziende agricole”, Pacini, Pisa, 1979.

S. C. Gilson, E. S. Hotchkiss, Richard S. Ruback, “Valuation of bankrupt firms”, 1998, <http://www.ssrn.com/>.

E. Gonnella, “Logiche e metodologie di valutazione di azienda. Valutazioni stand-alone”, PLUS, Pisa, 2008.

G. Guatri, Marco Villani, La valutazione degli intangibili secondo la guida dell’IVSC: alla vana ricerca di standards?, in “La Valutazione delle Aziende”, n.46 Settembre 2007, Finanza e Valore, Milano.

L. Guatri, Mauro Bini, editoriale, in “La Valutazione delle Aziende”, n.30 , novembre, 2003, Finanza e Valore, Milano.

L. Guatri, Mauro Bini, “Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende”, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.

L. Guatri, Principi fondamentali e regole “forzate” per giudicare della validità delle ipotesi/teorie, in “La Valutazione delle Aziende”, n.43 Dicembre 2006, Finanza e Valore, Milano.

L. Guatri, Ipotesi, assunti, errori, approssimazioni: alle origini della “qualità” delle valutazioni, in “La Valutazione delle Aziende”, n.43 Dicembre 2006, Finanza e Valore, Milano.

L. Guatri, “La Qualità delle valutazioni”, Editore Università Bocconi, Milano, 2007.

L. Guatri, Gli errori di valutazione in sede giurisdizionale. Ricerca di un apparato metodologico, in “La Valutazione delle Aziende”, n.45 Giugno 2007, Finanza e Valore, Milano.

L. Guatri, Come non si deve procedere alla determinazione dei rapporti di concambio, in “Valutazione delle Aziende”, n.11, 1998.

L. Guatri, Come si valuta un’azienda, “Milano Finanza”, 1994.

L. Guatri, Il differenziale fantasma, in “Finanza Marketing e Produzione”, n.1, 1989.

L. Guatri, “L’avviamento dell’impresa”, Giuffrè, Milano, 1957.

L. Guatri, La misura del reddito normale atteso che definisce il valore dell’impresa, in “Finanza Marketing e Produzione”, n.2, 1990.

L. Guatri, “La teoria della creazione del valore dell’impresa. Una via europea”, Egea, Milano, 1991.

L. Guatri, “La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto”, Egea, Milano, 1990.

L. Guatri, La valutazione delle aziende in perdita, in “Finanza Marketing e Produzione”, n.2, 1984.

L. Guatri, La valutazione delle aziende in periodi di inflazione, in “Finanza Marketing e Produzione”, n.2, 1984

L. Guatri, La valutazione delle aziende: alla ricerca dell’equilibrio tra formule teoriche e soluzioni pratiche, in “Finanza Marketing e Produzione”, n.2, 1987.

L. Guatri, La moderne teorie di valutazione delle aziende: diverse culture a confronto, in “Finanza Marketing e Produzione”, n.1, 1991.

L. Guatri, Nota sulla valutazione delle aziende altamente redditizie, in “Finanza Marketing e Produzione”, n.3, 1989.

L. Guatri, Nuovi orizzonti per le stime del capitale economico di impresa, in “Finanza Marketing e Produzione”, n.1, 1990.

L. Guatri, Premi di controllo e sconti di minoranza, in “Valutazione delle Aziende”, n.8, 1998.

L. Guatri, Presentazione dei lavori della Commissione mista su principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie , in “Finanza Marketing e Produzione”, n.3, 1990.

L. Guatri, Strategia di impresa e massimizzazione del valore azionario , in “Finanza Marketing e Produzione”, n.1, 1990.

L. Guatri, Valutazione delle aziende: pretese evidenze empiriche a sostegno della preminenza dei metodi finanziari in recenti opere americane, in “Finanza Marketing e Produzione”, n.1, 1994.

L. Guatri, Valutazione di aziende: premi di maggioranza, sconti di minoranza, concambi tra diversi tipi di azioni , in “Finanza Marketing e Produzione”, n.3, 1990.

L. Guatri, “50 anni di valutazioni aziendali. Dal pionierismo all'internazionalizzazione”, Editore Università Bocconi, Milano, 2007.

M. J. Mard, James, R. Hitchner, and Steven D. Hyden, “Valuation for Financial Reporting”, Second Edition, Wiley, Hoboken (NJ), 2007.

M. Massari, Il valore “di mercato” delle aziende. Approfondimenti teorici e metodi di stima, Giuffrè, Milano, 1984.

C. Masini, L'ipotesi nella dottrina e nelle determinazioni dell'economia di azienda, in Saggi di Economia Aziendale e Sociologia in memoria di Gino Zappa, Giuffrè, Milano, 1961.

L. Olivotto, La valutazione economica dell'impresa, Cedam, Padova, 1983.

P. Onida, Osservazione sulla valutazione delle aziende di produzione in esercizio, stimate come complessi oggetti di trasferimento giuridico, in Studi di Ragioneria, Organizzazione e Tecnica Economica, Scritti in memoria del Prof. Alberto Riparbelli, Cursi, Pisa, 1975.

P. Onida, Economia di Azienda, UTET, Torino, 1985.

O. Paganelli, "Valutazione delle aziende, Principi e procedimenti", UTET Libreria, Torino, 1990 .

S. P. Pratt, "Cost of Capital. Estimation and Applications", Second Edition, Wiley, Hoboken, 2001.

S. P. Pratt, "Business Valuation. Discounts and Premium", Wiley, Hoboken, 1998.

S. P. Pratt, Alina Niculita, “Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Company”, Fifth Edition, McGraw-Hill, New York, 2008.

S. P. Pratt, R. F. Reilly, R. P. Schweihs, “Valuing Small Business and Professional Practices”, Third Edition, McGraw-Hill, New York, 1998.

S. H. Penman, Handling Valuation Models, in “Applied Corporate Finance”, n.3, 2006, fonte <http://www.ssrn.com/>.

A. Provasoli, “Il bilancio di esercizio destinato a pubblicazione”, Giuffrè Editore, Milano, 1974.

A. Rappaport, M. J., Mauboussin, Investire nelle aspettative. Come leggere i prezzi delle azioni per migliorare i rendimenti, Il Sole 24 Ore, Milano, 2003.

G. Rossi, “Sulla tassabilità del prezzo di avviamento delle imprese e del sovrapprezzo delle società commerciali e industriali”, Società Tipografica, Modena, 1906

G. Rossi, “La tassabilità del prezzo di avviamento delle imprese e del sovrapprezzo delle società commerciali e industriali dimostrata coi principi dell’economia politica, dell’estimo, della finanza e della ragioneria, Seconda

memoria”, Nuova Tipografia Reggiana C. Zini e Comp., Reggio Emilia, 1907.

R. S. Ruback, Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows, 2000, <http://www.ssrn.com/>.

R. S. Ruback, “Know your worth: critical valuation errors to avoid”, 2004, Harvard Business School, Cambridge (MA).

A. Salvidio, I nuovi principi di valutazione dell’Istituto dei Revisori Contabili tedeschi, in “La Valutazione delle Aziende”, n.36 Marzo 2005, Finanza e Valore, Milano.

A. Salzano, “L’assegnazione di valore al capitale in relazione al reddito futuro”, Napoli, 1938.

W. Sharpe, “Capital Asset Price. A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk”, in “Journal of Finance”, September 1964.

G.B. Stewart, “The Quest of Value. The EVA Management Guide”, Harper Collins, New York, 1999.

G. R. Trugman, “Understanding Business Valuation, A Practical Guide to Valuing Small to Medium-Size Businesses”, second edition, New York, AICPA, 2002.

F. Villa, “La contabilità applicata alle amministrazioni private e pubbliche ossia elementi di scienze economico amministrative applicati alla tenuta dei registri ed alla compilazione e revisioni dei rendiconti”, Editori Libraio Angelo Monti, Milano, 1840.

F. Villa, “Il ragioniere perfetto. La contabilità applicata alle amministrazioni private e pubbliche ossia elementi di scienze economico amministrative applicati alla tenuta dei registri ed alla compilazione e revisioni dei rendiconti del ragioniere agrimensore” 1841, Roma.

F. Villa, “Elementi di amministrazione e contabilità”, Tipografia Eredi Bizzoni, Pavia, 1870.

A. Vivarelli, “La valutazione dei complessi patrimoniali di imprese, Società Editoriale Italiana”, Cagliari, 1962.

J. D. Vinso, “Debt-Free Approach Revisted, in “Business Valuation Review”, n. 1, March 1995.

J. D. Vinso, Net Income Versus Debt- Free Approaches: A Comparison, in "Business Valuation Review", March 1992.

T. L. West, J.D. Jones, "Handbook of Business Valuation", Second Edition, New York, Wiley, 1999.

G. Zanda, Marco Laccchini, Tiziano Onesti, "La Valutazione delle Aziende", Giappichelli Editore, Torino, 1997.

G. Zappa. "La determinazione del reddito nelle imprese commerciali. Il Capitale", Tipo Litografia Marini, Milano, 1927.

G. Zappa, "Il Reddito d'impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali", Giuffrè, Milano, 1937.

G. Zappa, "Bilanci di imprese commerciali", Milano/Padova, 1925.

G. Zappa,"Le valutazioni di bilancio con particolare riguardo alle società per azioni", Istituto Editoriale Scientifico, Milano, 1927

FONTI WEB

Standard ASA

<http://www.bvappraisers.org/>

<http://www.bvappraisers.org/glossary/>

<http://www.bvappraisers.org/standards/bvstandards.pdf>

http://www.appraisers.org/join/code_ethics.cfm

Standard NACVA

<http://www.nacva.com/>

Standard AICPA

<http://fvs.aicpa.org/>

http://fvs.aicpa.org/NR/rdonlyres/672E1DD4-2304-47CA-8F34-8C5AA64CB008/0/SSVS_Full_Version.pdf

Standard USPAP

<http://commerce.appraisalfoundation.org/html/uspap2008/index.htm>

http://www.appraisalfoundation.org/s_appraisal/index.asp

Standard IRS

<http://www.irs.gov/index.html>

http://www.nacva.com/PDF/IRS_BV_Guidelines.pdf

Standard IBA

<http://www.go-iba.org/index.php>

http://www.go-iba.org/pdfs/Business_Appraisal_Standards.pdf

<http://www.go-iba.org/ethics.php>

Standard CICBV

<https://www.cicbv.ca/?page=home&v=1>

<https://www.cicbv.ca/?page=HomePracticeStandards>

INDICE DELLE TABELLE E DELLE FIGURE

CAPITOLO 1

Tabella 1 – Componenti di rischio da prendere in considerazione per una stima analitica del premio al rischio (Zanda, op. cit.)	58
Tabella 2 – Una classificazione delle tipologie di valutazione come proposta da Silvio Bianchi Martini, Lino Cinquini, Michele Galeotti, Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima, Franco Angeli, Milano, 2000.	78
Tabella 3 – Gli elementi fondamentali della base informativa per le valutazioni assolute secondo Guatri (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).	84
Tabella 4 - Gli elementi fondamentali della base informativa per le valutazioni relative secondo Guatri (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).	85
Tabella 5 – Analisi delle leve del valore e del prezzo. (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).	85
Tabella 6 – Gli elementi fondamentali dell’analisi fondamentale per le valutazioni assolute secondo Guatri. (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).	87
Tabella 7 - Gli elementi fondamentali dell’analisi fondamentale per le valutazioni relative secondo Guatri. (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).	87
Tabella 8 – Quadro storico dei risultati e sue componenti. (Luigi Guatri, La valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005).	88

CAPITOLO 2

Tabella 1 - Sintesi dei titoli degli Uniform Standard of Professional Appraisal Practice (USPAP) (per gli Statements on Appraisal Standards e le Advisory Opinions vengono indicati solo quelli rilevati relativamente alla Business Valuation).	95
Tabella 2- Sintesi dei contenuti degli standard di valutazione dell’imprese emessi dall’ASA.	120

CAPITOLO 3

Tabella 1 – Tavola riassuntiva del quadro delle ipotesi valutative prese in considerazione dai diversi autori, di fronte alle indicazioni della dottrina, della prassi e alla posizione degli standard.	181
Tabella 2 - Tavola riassuntiva del quadro degli assunti valutativi presi in considerazione dai diversi autori, di fronte alle indicazioni della dottrina, della prassi e alla posizione degli standard.	183
Tabella 3 – Presentazione dell’elenco degli errori tipici di valutazione rilevati da Pablo Fernandez.	193
Tabella 4- Tavola riassuntiva del quadro degli errori valutativi presi in considerazione dai diversi autori, di fronte alle indicazioni della dottrina, della prassi e alla posizione degli standard.	198
Tabella 5-Tipi di report di valutazione.	203
Tabella 6 – Tabella di comparazione delle indicazioni previste negli standard relativamente ai report di valutazione tratta da Michael J. Mard, James, R. Hitchner, and Steven D. Hyden, “Valuation for Financial Reporting”, Second	

Edition, Wiley, Hoboken (NJ), 2007 e presentata anche da Stephen H. Penman,
Handling valuation models, 2006, fonte <http://www.ssrn.com/>.205