

Gli errori di valutazione dopo l'introduzione dei Principi italiani di valutazione

di Massimo Buongiorno – docente di finanza aziendale, Università Bocconi di Milano e Università Ca' Foscari di Venezia

L'introduzione dei Piv rende più facile, anche ai non esperti di valutazioni, la comprensione della distanza tra una valutazione "ben fatta" e una superficiale e distratta che porta ad errori, distorcendo il risultato finale della stima.

Il presente lavoro è una rassegna di alcuni degli errori principali che sono tali rispetto ai modelli teorici di riferimento o alle corrette modalità applicative. Per ognuno di essi si riporta l'enunciato dei Piv per indicare come il confronto con quanto erroneamente riportato (od omissis) in perizia sia relativamente agevole e tale da indurre molta più cautela nei professionisti che non sono abituati a costruire un impianto valutativo qualitativamente accettabile.

Le valutazioni di aziende e i possibili errori

La metodologia da applicare nella valutazione delle aziende è da tempo oggetto di studio da parte della letteratura economico finanziaria. Per quanto permangano ambiti di incertezza e ambiguità che richiederanno ulteriori sforzi, l'impianto sul quale costruire una valutazione è ormai acquisito e costituisce una traccia da seguire imprescindibile per la prassi. È, tuttavia, innegabile che l'astrattezza dei modelli teorici sia difficile da ricondurre alla complessità ed eterogeneità dei casi concreti che richiedono capacità ed attenzione da parte del professionista chiamato a valutare.

Giova inoltre segnalare che le valutazioni si reggono su dati che provengono da fonti interne ed esterne all'azienda, presupponendo, tipicamente, due momenti, il primo nel quale si delineano previsioni di crescita e sviluppo dell'azienda da valutare e il secondo di verifica di compatibilità di tali previsioni con i dati che provengono dal mercato.

Le fonti di errori nelle valutazioni seguono specularmente quanto appena delineato e sono, quindi, riconducibili:

1. all'errato utilizzo dei modelli teorici, ad esempio perché non sono state rispettate le ipotesi sottostanti o in quanto non sono state rispettate le limitazioni entro le quali tali modelli risultano applicabili;
2. all'errata scelta dei parametri di mercato o all'errata stima dei dati e delle ipotesi necessarie alla valutazione.

La valutazione delle aziende è sicuramente un'attività specialistica che può essere compiuta e apprezzata solo da esperti che sono in grado di comprendeere

re se un lavoro è stato compiuto in modo corretto oppure incorrendo negli errori indicati ai precedenti punti 1 e 2.

Con l'entrata in vigore, dal 1 gennaio 2016, dei Principi italiani di valutazione, emanati nel 2015 dall'Organismo italiano di valutazione, si ridurrà l'attuale "opacità" delle valutazioni d'azienda divenendo più semplice comprendere se il professionista nello svolgimento del lavoro si è attenuto alle linee guida contenute nei Principi oppure no.

Sicuramente questo aspetto è quello di maggiore momento dei Piv: il confronto tra il *report* di valutazione (nelle diverse forme che può assumere) e il contenuto dei Piv diviene più agevole anche per chi non ha una profonda conoscenza della materia. I Piv non aggiungono nulla alla letteratura esistente, ma la codificano in una prassi operativa da seguire permettendo di distinguere tra valutazioni che seguono tale prassi e valutazioni che, invece, se ne discostano avventurandosi in scelte che devono essere chiaramente motivate, ma per le quali vi sarà comunque una "sorta" di presunzione di errore.

Gli errori nelle valutazioni continuano ad esistere allo stesso modo prima e dopo i Piv, ma sicuramente la codificazione della prassi rende più semplice l'individuazione degli stessi. Per tutti i contenziosi che hanno per oggetto il valore attribuito a un'azienda, l'esistenza di principi codificati per il contesto italiano verrà sicuramente a costituire un ancoraggio per comprendere la diligenza professionale del valutatore, rilevante sia in sede civile sia anche in sede penale (dolo eventuale). Nel seguito del presente lavoro si individueranno alcune tipiche fonti di errore nelle valutazioni professionali e la relativa trattazione nei Piv.

Errori legati ad uno scorretto impianto metodologico

Il valore di una azienda deve essere orientato al futuro e non al passato, di conseguenza un metodo valutativo deve poter apprezzare la capacità prospettica dell'impresa di produrre reddito e, quindi, valore.

Tutte le valutazioni che non sono in grado di cogliere questa capacità prospettica sono colpite da un grave errore di impianto metodologico.

Una valutazione che utilizza un metodo patrimoniale semplice per un'impresa industriale, commerciale o di servizi in condizioni di normale funzionamento incorre chiaramente in questo tipo di errore, poiché il valutatore tiene conto della capacità di produrre reddito solo nel riallineamento a valori correnti degli *asset* di bilancio.

Sul punto i Piv sono chiarissimi. Le valutazioni patrimoniali sono accettabili solo se il rendimento atteso del capitale è uguale al suo costo (misurato come rendimento atteso dai finanziatori), implicando quindi l'assenza di avviamento (Principio III.1.29). A livello più generale vengono indicate tre differenti metodiche di valutazione:

1. le metodiche di mercato, riconducibili prevalentemente all'applicazione di multipli di mercato;
2. le metodiche fondate sui risultati attesi (metodo Dcf nelle differenti varianti di metodo anche con l'utilizzo di flussi di reddito);
3. le metodiche fondate sul costo che deve essere sostenuto per riprodurre l'azienda da valutare.

Al Principio I.14.2 è così precisato: *“Poiché la scelta della metodica di valutazione non è neutrale rispetto al risultato della stima, l'esperto deve spiegare le ragioni per cui non ha fatto uso di una o due metodiche”*.

I Piv sostengono, quindi, la diffusa convinzione che il valore di un'impresa sia meglio apprezzabile utilizzando più metodiche in modo da cogliere i *driver* di valore sotto diverse prospettive.

In particolare, la metodica del costo, che più si avvicina ad un metodo patrimoniale, fa esplicito riferimento ai costi da sostenere per ricostituire una azienda che abbia una *“utilità equivalente”* e, quindi, necessariamente inclusiva anche degli intangibili che non si trovano in bilancio legati agli aspetti commerciali o tecnologici.

L'utilizzo del solo metodo patrimoniale semplice è un errore chiaramente definito nei Piv, che tuttavia ammettono il criterio misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill* (noto anche come metodo UEC), di diffusa applicazione da parte dei professionisti. Andrà però notato che l'esperto non

potrà utilizzarlo come unico metodo, a meno di indicare valide ragioni per cui non ritiene applicabili gli altri metodi.

Nella prassi, questo metodo è stato spesso declinato in modo non consapevole delle ipotesi teoriche sottostanti, dando origine a veri e propri errori di valutazione.

Il Principio III.1.33 tratta in dettaglio questo metodo. I punti essenziali sono i seguenti:

1. il valore patrimoniale di partenza al momento della stima è correttamente definito come un patrimonio netto rettificato (K) secondo le metodologie consuete di stima (sul punto i Piv non introducono sostanziali differenze rispetto alla prassi);
2. il sovrareddito è misurato sulla base di un patrimonio rettificato *variabile* anno per anno e non *fisso* al valore patrimoniale rettificato di partenza. In altri termini, l'esperto dovrà considerare nella valutazione l'effetto sul patrimonio dei risultati del periodo precedente, altrimenti il sovrareddito sarebbe sovrastimato;
3. il tasso di rendimento normale del patrimonio netto rettificato e il tasso di attualizzazione dei sovraredditi hanno *“natura di costo dei mezzi propri”* e, quindi, dovranno essere stimati con gli stessi criteri utilizzati per il costo dell'*equity* (COE). Viene, tuttavia, considerato razionale che il tasso di attualizzazione dei sovraredditi (i'') sia maggiore rispetto al rendimento normale del capitale (i') perché i sovraredditi sono più rischiosi. La posizione, spesso sostenuta nelle perizie, che il tasso di attualizzazione deve essere inferiore perché espressivo del solo valore finanziario del tempo è da rigettare ai sensi della letteratura largamente prevalente, risultando peraltro contraria ai Piv;
4. la durata del periodo di stima dei sovraredditi è ammessa nei Piv tra 5 e 10 anni, *“a seconda della persistenza del vantaggio competitivo”*. La scelta dell'orizzonte valutativo dovrà, quindi, essere commentata in dettaglio dall'esperto;
5. il valore attuale del sovrareddito è il risultato dell'attualizzazione di flussi diversi e, quindi, non può essere calcolata utilizzando la formula della rendita limitata.

Ne risulta che la formula valutativa più diffusa del metodo in esame:

$$W = K + (R - i'K)a_{N_i''}$$

non è conforme ai Piv se non sotto ipotesi restrittive, spesso non realistiche. Al contrario la formula dovrebbe essere:

$$W = K_0 + \sum_{i=0}^n \frac{(R_t - i'K_{t-1})}{(1 + i'')^t}$$

Un'ulteriore fonte di errori nelle valutazioni di tipo metodologico e, quindi, più grave in termini di impatto sulla stima finale, è quella di utilizzare i flussi di reddito in luogo di quelli di cassa nelle metodiche fondate sui risultati attesi.

Posto che il valore è equiparabile alla ricchezza che l'azienda sarà in grado di generare, ne deriva che la misurazione non può che essere come la differenza tra entrate di liquidità e uscite di liquidità.

Si rende, quindi, necessario l'utilizzo dei flussi di cassa, come la teoria della finanza ha definito da quasi cento anni¹.

Recenti posizioni di letteratura² ritengono che siano preferibili tecniche di normalizzazione dei flussi fondate sul reddito, ma pur sempre all'interno di metodiche che presuppongono l'utilizzo dei "cash flow".

Al contrario, è frequente nella prassi professionale l'utilizzo del "metodo reddituale" che, assumendo che il reddito storico sia riproducibile nel tempo, eventualmente al netto di una normalizzazione, applicando la formula della rendita perpetua esprime il valore come un semplice rapporto tra il reddito e il tasso di attualizzazione da intendersi come costo del capitale.

Questa posizione che nasce da:

1. una scarsa abitudine a lavorare con i flussi di cassa;
2. una limitata conoscenza delle implicazioni teoriche del metodo applicato;

può essere ritenuta accettabile solo per imprese mature per le quali il flusso di reddito e quello di cassa tendono a coincidere. È, infatti, ragionevole ipotizzare che le variazioni del capitale circolante siano limitate e che gli ammortamenti coincidano con i nuovi investimenti.

In tutte le altre situazioni, ad esempio di crescita dell'azienda, l'adozione del metodo reddituale sovrastima il valore poiché spalma gli investimenti nel tempo per effetto degli ammortamenti (quando le uscite sono invece immediate) e non considera l'incremento del capitale circolante. Questi rappresentano dei gravi errori di valutazione.

Nello stesso senso si esprimono i Piv che al Principio III.1.32 precisano: "Le stime di tipo reddituale sono di elezione nelle situazioni aziendali stabilizzate. Nelle

situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari".

Errori legati ad una scorretta stima dei parametri e all'utilizzo di ipotesi incoerenti

L'applicazione operativa dei metodi di valutazione presta il fianco a errori anche di rilevante impatto sul risultato finale.

L'ampiezza delle aree di criticità è notevole per cui si soffermerà qui a quelle ritenute meritevoli di maggiori attenzioni ovvero:

1. la stima del tasso di attualizzazione per tutte le metodiche nelle quali si rende necessario;
2. la costruzione dei parametri di mercato nelle valutazioni comparative.

In merito al primo punto, andrà notato che un tasso di attualizzazione si rende necessario praticamente in tutti i metodi, assumendo un'importanza centrale in quelli finanziari e più smussata nelle valutazioni patrimoniali.

Il tasso di attualizzazione è riconducibile al costo del capitale che ogni impresa deve sostenere per finanziare il proprio capitale investito. Ne deriva che il costo del capitale può essere a fronte di capitale proprio (Coe) o di capitale di debito (Cod). Poiché i creditori finanziari hanno maggiori tutele contrattuali, di norma, il costo del capitale di debito è minore di quello dei mezzi propri.

Viene frequentemente utilizzato anche il costo medio ponderato del capitale (Wacc) che pondera il Coe e il Cod in ragione del rapporto di indebitamento dell'impresa da valutare.

La stima del Coe viene effettuata utilizzando un modello teorico noto come *Capital Assets Pricing Model* (Capm) sviluppato negli anni Sessanta e divenuto oggi di generale accettazione. L'equazione del Capm è la seguente:

$$COE = R_{rf} + \beta ERP$$

dove

R_{rf} : rendimento per un'attività finanziaria priva di rischio;

βERP : premio al rischio remunerato per ogni impresa.

Il successo applicativo del Capm è dovuto alla semplicità della formula che richiede solamente la stima di tre parametri che non è però sempre agevole. Si evidenzia, in particolare:

1. le attività prive di rischio sono tipicamente i titoli di stato o equiparabili con scadenza paragonabile

¹ Si citano, a tal proposito, i lavori di I. Fisher negli anni Venti del Novecento.

² Si veda per tutti T. Koller et al., *Valuation*, Wiley, New York, 2015.

a quella dell'attività da valutare. Per le imprese, è consigliato l'utilizzo dell'attività con la maggiore scadenza possibile;

2. l'Erp rappresenta il rendimento aggiuntivo che un investitore razionale richiede per detenere un portafoglio di attività rischiose quali le azioni rispetto al rendimento privo di rischio. Solitamente si utilizza un Erp che deriva dall'applicazione di serie storiche di lungo periodo che misurano la differenza tra il rendimento dell'indice di mercato e quello dei titoli di stato a lunga scadenza;
3. il coefficiente beta costituisce un indicatore di sensibilità del rendimento di un singolo titolo rispetto al rendimento di mercato. Un valore del coefficiente maggiore di uno implica una maggiore rischiosità del singolo titolo rispetto al mercato, mentre per i titoli con coefficienti minori dell'unità vale il contrario.

Frequentemente i tre parametri sono stimati in modo non attento dando luogo ad evidenti errori di valutazione.

Gli errori più frequenti con riferimento al rendimento privo di rischio riguardano una non corretta scelta della scadenza, tipicamente troppo di breve termine.

I Principi I.19.3 e 4 richiamano l'attenzione:

- sulla coerenza con la situazione corrente del mercato finanziario alla data della valutazione. Il valore da considerare non dovrebbe quindi essere un valore medio dell'ultimo periodo (1-3-6 mesi), ma un valore puntuale;
- sulla omogeneità tra flussi e tassi rispetto alle previsioni di inflazione.

Nel merito specifico della coerenza temporale entra il Principio I.20.1 che richiede che il tasso di rendimento debba seguire la struttura per scadenza, attualizzando sequenze di flussi previsti ai tassi che si leggono sulla curva.

Questo Principio che richiede una notevole laboriosità di calcolo viene smussato nel successivo che consente l'applicazione di un unico tasso e nelle spiegazioni successive è scritto che *"se il cash flow stream da attualizzare è di tipo perpetuo, il tasso da applicare sarà quello relativo alla più lontana tra le scadenze disponibili"*.

Ne deriva che in ipotesi di applicazione di un metodo Dcf a due stadi, il primo di previsione esplicita e il secondo espressivo di un valore finale calcolato con una rendita perpetua, il rendimento privo di rischio dovrebbe seguire la curva dei tassi nel primo periodo ed utilizzare il dato relativo alla scadenza più

lunga nel valore finale. L'utilizzo di un unico tasso in questo caso è possibile, ma non consigliato.

Per quanto attiene gli altri due parametri, i Piv non forniscono indicazioni puntuali di metodo ma si limitano a notare (I.21.2 nel commento) che si devono utilizzare dati di mercato e che *"le metodologie disponibili (di stima) sono molteplici, e possono condurre a valori stimati anche notevolmente diversi tra loro. Sarà compito del valutatore illustrare e giustificare l'uso dei metodi e dei dati utilizzati"*.

I Piv richiamano l'abbondante letteratura disponibile nel commento al Principio III.1.45 senza portare rigide direttive di metodo, ma comunque tracciando percorsi ritenuti più corretti.

Pare, invece, opportuno insistere sul punto che i tassi debbano essere derivati dal mercato. Per chiarirne l'importanza, a titolo esemplificativo, si cita la frequente assunzione nelle perizie che il coefficiente beta debba essere uguale a 1, venendo a coincidere con il valore del portafoglio di mercato. Questa assunzione è assolutamente incoerente con quanto richiesto dai Piv perché il valutatore non ha giustificato con dati la sua scelta ed ha esposto la sua stima ad un forte rischio di sotto/sopravalutazione, essendo assai numerosi i casi di settore con coefficiente beta significativamente diverso dall'unità. Più correttamente il valutatore avrebbe dovuto stimare il coefficiente beta specifico della società da valutare se quotata o da un campione di comparabili se non quotata con gli opportuni aggiustamenti (ad esempio per il rischio finanziario).

Le valutazioni comparative di mercato sono trattate ai Principi dal III.1.38 al 41.

Queste metodiche, note anche con il nome di metodo dei multipli, hanno conosciuto una notevole diffusione nella prassi negli ultimi decenni, soprattutto a motivo della semplicità di utilizzo e chiarezza della funzione del valore.

È però opportuno notare che essi nascono nel contesto anglosassone dove è maggiore l'abitudine al confronto con i dati di mercato.

Gli errori maggiori legati all'utilizzo di questa metodica sono proprio legati ad un approccio molto superficiale ai dati di mercato: non è infrequente leggere nelle perizie che il multiplo utilizzato per la valutazione sia supportato solamente da una presunta "consuetudine di mercato" non ulteriormente definita.

I Piv richiamano correttamente l'attenzione sulla rigorosità del processo di acquisizione ed elaborazione dei dati con particolare attenzione alla verifica

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

della comparabilità (di *business*, dimensionale, di struttura dei costi). A titolo esemplificativo, si nota che le fonti dei prezzi di mercato sui quali costruire i multipli sono solamente quelli derivanti dalle quotazioni di borsa o da recenti acquisizioni.

Alcune riflessioni conclusive

Le considerazioni che precedono non hanno la pretesa di esaurire il tema che anzi merita ulteriori ed ampi approfondimenti teorici ed applicativi.

Quanto emerge, spiega però la distanza che spesso esiste tra una valutazione d'azienda correttamente

sviluppata rispetto alle ipotesi ed anche ai limiti dei modelli teorici di riferimento ed un lavoro effettuato in modo superficiale e costruito su un impianto che non è frutto di scelte ragionate.

I Piv rendono più facile misurare tale distanza e se da un lato sono da accogliere in modo più che positivo nei termini di un miglioramento della qualità delle valutazioni, dall'altro costituiscono una seria minaccia per tutti coloro che hanno effettuato o che intendono effettuare perizie senza la necessaria diligenza professionale.

 **Euroconference**
Centro Studi Tributari

Convegno di mezza giornata - Gennaio 2016

LA LEGGE DI STABILITÀ E LE AGEVOLAZIONI PER IL 2016

Alessandria	Belluno	Bologna	Brindisi	Busto Arsizio	Cagliari
Catania	Catanzaro	Cremona	Firenze	Forlì	Genova
Jesi (AN)	Milano	Modena	Napoli	Padova	Pesaro
Pescara	Pordenone	Roma	Torino	Treviso	Udine
Venezia	Verona	Vicenza			

[ACCEDI AL SITO](#)

I convegni fanno parte del ciclo di incontri Master Breve 2015/2016