

## La base informativa: come e dove raccogliere i dati necessari per una valutazione d'azienda

di Giovanni Cugnasca - dottore commercialista e revisore legale, partner Theseus dottori commercialisti associati

*Il presente lavoro tratta di un argomento tanto fondamentale, quanto sottovalutato, del processo valutativo: la costruzione della base informativa.*

*Dopo una prima analisi sull'importanza della base informativa e su quali siano le informazioni necessarie ad un esperto in procinto di intraprendere una valutazione d'azienda, ci si soffermerà sul come e dove reperire tali dati, con particolare attenzione alla metodica dei risultati attesi e a quella di mercato.*

### Tipologia e analisi delle informazioni

Il reperimento dei dati e delle informazioni, relative all'azienda oggetto di valutazione, rappresenta il punto di partenza di qualsiasi processo estimatorio. Si tratta di un momento fondamentale e cruciale per l'esperto in quanto, dalla qualità e dalla successiva analisi delle informazioni raccolte, dipende il grado di attendibilità della valutazione stessa.

Gli stessi Piv<sup>1</sup> concedono ampio spazio all'argomento e, al capitolo I.5 relativo alla base informativa, esaminano la questione partendo dall' assunto che:

*“La valutazione deve esprimere un giudizio informato. L'esperto deve dunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate. La base informativa è costituita da dati (di natura privata o pubblica) e da ipotesi. Un giudizio informato presuppone che l'esperto svolga un'analisi della base informativa a disposizione con il necessario spirito critico”.*

La formazione della base informativa si può quindi sintetizzare in tre fasi distinte:

- la raccolta delle informazioni interne;
- la raccolta delle informazioni esterne;
- l'analisi e l'interpretazione dei dati raccolti.

Le informazioni interne sono sostanzialmente quelle relative alla storia aziendale (assetto giuridico, struttura societaria, dati generali, etc.) e ai documenti contabili. Quest'ultimi devono essere però intesi sia come dati di contabilità generale (dati di bilancio) che come dati di contabilità gestionale (centri di costo, analisi dei prodotti, marginalità unitaria, etc.).

La conoscenza storica dell'azienda rappresenta il passo preliminare in termini operativi per procede-

re e comprendere la situazione attuale e gli obiettivi della stessa.

Tutti i dati disponibili dall'origine alla situazione attuale permettono al Valutatore di avere un quadro di riferimento, quanto più puntuale ed attendibile possibile, a cui rapportare tutte le altre informazioni. La dinamica evolutiva consente di conoscere tutti quegli elementi che possono andare ad incidere anche sulle proiezioni prospettiche dei dati.

L'analisi della storia aziendale si può suddividere principalmente in quattro aree di indagine<sup>2</sup>:

La struttura	anno di costituzione? soci fondatori? Attuale forma giuridica? attuale compagine sociale? organigramma societario? etc.
I rapporti	è quotata? Se sì quale è l'attuale quotazione? è coinvolta in JV? ha intrapreso accordi di collaborazione? vi sono conteziosi aperti? E' in regola con tutti i requisiti della legge/licenze/autorizzazioni? etc.
La reputazione	intesa come la considerazione che i diversi <i>stakeholder</i> , quali clienti, fornitori, istituti di credito, dipendenti, Stato, hanno nei confronti della società etc.
I successi	quali sono state le principali operazioni effettuate dalla società? si sono concluse? si sono concluse con un successo o un insuccesso? etc.

Il successivo *step* per l'analisi dei dati interni è rappresentato dalla verifica dei documenti contabili. Queste informazioni, nella generalità dei casi, rappresentano – o quanto meno dovrebbero rappresentare – le migliori fonti di informazione per l'esperto

<sup>1</sup> Principi Italiani di Valutazione.

<sup>2</sup> Per ognuna delle quali si riportano delle esemplificazioni non esaustive delle informazioni da ricercare.

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

che si appresta alla valutazione.

Nello specifico sono di particolare interesse i dati relativi ai cinque anni precedenti quello di riferimento della valutazione, sia per eseguire raffronti che per effettuare verifiche da cui possano emergere eventuali criticità.

La documentazione da analizzare è quella relativa a:

- bilancio d'esercizio e relativi allegati;
- libri sociali;
- registri contabili;
- dichiarativi fiscali;
- situazioni contabili infrannuali;
- piano dei conti.

Qualora oggetto di valutazione sia un'azienda operante in regime di contabilità semplificata, alcuni dei documenti appena citati dovranno essere "ricostruiti" dal valutatore e particolare attenzione dovrà essere posta alle dichiarazioni fiscali che, nel caso di imprenditori individuali, possono contenere dati sia relativi all'attività imprenditoriale che alla sfera personale.

Naturalmente, al fine di ottenere il maggior numero di informazioni possibili dai dati contabili e dai bilanci, è opportuno a procedere alle riclassificazioni dello stato patrimoniale e del conto economico così da poter effettuare un'attenta analisi per indici.

Anche in questo caso l'analisi dell'esperto può essere suddivisa in diverse aree di indagine<sup>3</sup>:

Dati generali	che risultati netti sono stati ottenuti negli ultimi anni? esiste un <i>budget</i> di liquidità? quale è il livello di indebitamento? quali sono le previsioni di reperimento di capitale? la società ha un <i>rating standing</i> creditizio? la contabilità è aggiornata? qual è il compenso degli amministratori, dei consulenti, del collegio sindacale e del revisore? vi sono contratti pendenti? sono state rilasciate fidejussioni? etc.
Crediti	qual è il loro ammontare? I debitori sono solvibili? qual è l' <i>aging</i> ? vi sono procedure definite per il recupero dei crediti? etc.
Magazzino	quale è la suddivisione tra materie prime, semilavorati, prodotti finiti? quale è il livello attuale? e quello normale? e quello di riordino? qual è la scorta minima di sicurezza? che criteri di valutazione vengono utilizzati? Quale è lo stato di conservazione? etc.

<sup>3</sup> Per ognuna delle quali si riportano delle esemplificazioni non esaustive delle informazioni da ricercare.

Immobilizzazioni	che tipo di beni sono presenti in azienda? quale è lo stato di conservazione e di obsolescenza dei beni? quale è la politica di ammortamento? vengono rispettate le disposizioni in materia ambientale, di sicurezza sul lavoro e sanitarie? vi è un piano degli investimenti? etc.
Debiti	a quanto ammontano i debiti? chi sono i creditori? quale è l' <i>aging</i> ? quali sono le scadenze e le possibili cause di prelazione? sono state prestate garanzie a favore di determinati creditori? vi sono debiti fuori bilancio? etc.
Prestiti	con chi sono stati contratti? a che tasso d'interesse? quali sono le scadenze? quali sono i piani di ammortamento? sono state prestate garanzie a favore di determinati creditori? etc.
Imposte e previdenza	quale è la situazione aggiornata relativamente a tipologia e ammontare delle imposte? vi sono debiti scaduti? sono stati notificati avvisi di accertamento o processi verbali di contestazione? sono in corso verifiche o contenziosi? etc.
Patrimonio netto	qual è l'ammontare del capitale sociale? è interamente versato? che natura hanno le riserve? esistono perdite pregresse? esistono vincoli alla circolazione delle azioni ovvero esistono diritti di opzione? etc.
Dati analitici	esistono budget per i diversi settori di attività? si conosce l'incidenza delle singole voci di costo sul costo unitario del prodotto? esistono organi di controllo dei costi? vengono eseguiti confronti tra costi unitari e prezzi? etc.

Come anticipato in precedenza, il successivo elemento di indagine è costituito dalle informazioni esterne, cioè da quelle relative al settore e, più nello specifico, all'ambiente competitivo in cui una società si trova ad operare. Un tipico esempio di questa tipologia di dati sono il mercato di riferimento, la forza e la numerosità della concorrenza, la disponibilità delle risorse scarse, la natura dei rapporti con la clientela, etc..

Le informazioni relative al settore e all'ambiente competitivo di un'impresa sono generalmente reperibili presso diversi operatori come ad esempio le

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

Cciaa, le associazioni di categoria o le pubblicazioni specializzate. I dati su cui deve focalizzare l'attenzione il professionista valutatore sono: la situazione di mercato e lo sviluppo nel medio-breve periodo; l'andamento dei maggiori concorrenti; le aspettative di crescita sia a livello di mercato che a livello aziendale; la presenza di vincoli normativi e/o legislativi e le relazioni tra imprese ed enti pubblici e privati.

Uno dei modelli standard per lo sviluppo di queste analisi è il c.d. modello delle cinque forze di Porter che individua quali sono gli attori che, operando nell'ambiente economico di riferimento della società *target*, con la loro azione possono erodere la redditività delle imprese nel lungo periodo. Si tratta di informazioni necessarie a comprendere la sussistenza o meno del requisito del *going concern* in capo al soggetto da valutare e, nel caso di utilizzo di una funzione del valore appartenente alla metodica dei risultati attesi, per validare le proiezioni future.

Un'adeguata conoscenza del quadro macro-economico in cui opera l'azienda oggetto di valutazione è, infatti, *condicio sine qua non* per poter formulare previsioni più attendibili.

Anche in questo caso l'analisi dell'esperto può essere suddivisa in diverse aree di indagine<sup>4</sup>:

Mercato	Quali sono i principali mercati di riferimento e quali le situazioni generali? quale è il possibile <i>trend</i> di sviluppo? esiste la possibilità di crescita del settore? sono disponibili ricerche di mercato? etc.
Clientela	Quale è il grado di concentrazione dei clienti? quali sono i clienti principali e la loro copertura territoriale? quale è il loro grado di affidabilità e di fedeltà? quale è l'incidenza di ciascun cliente sul volume totale di vendite? etc.
Concorrenza	Quali sono i punti deboli e di forza di ciascun concorrente? quale è la quota di mercato rispetto al volume totale del mercato? quale è il livello dei prezzi? etc.
Struttura	Vengono fatte campagne promozionali e pubblicitarie? esiste una rete di agenti o rappresentanti? esiste una regolamentazione legislativa specifica del settore in cui opera?

L'analisi e l'interpretazione dei dati raccolti rappresenta la sintesi del processo di raccolta delle informazioni e permette all'esperto di poter definire la base informativa come completa o incompleta. La completezza delle informazioni a disposizione è, in-

<sup>4</sup> Per ognuna delle quali si riportano delle esemplificazioni non esaustive delle informazioni da ricercare.

fatti, di fondamentale importanza per l'espletamento dell'incarico valutativo, in quanto una valutazione, nell'accezione di "giudizio informato", non può avere delle fondamenta traballanti.

È questo il motivo per cui, l'Oiv<sup>5</sup> nel commento del paragrafo I.5.1 afferma che "*L'esperto non deve accettare incarichi la cui remunerazione è incompatibile con i costi necessari a garantire la necessaria completezza della base informativa. L'esperto non deve accettare incarichi per i quali i tempi non sono adeguati all'acquisizione dell'informazione rilevante per lo svolgimento dello specifico incarico*".

È bene tuttavia ricordare che, ai fini della base informativa necessaria per una valutazione, spesso non sono sufficienti i soli dati raccolti, ma si potrebbe rendere necessario un ulteriore passaggio come, ad esempio, l'effettuazione di sopralluoghi, di riunioni o di interviste con i responsabili dei vari settori aziendali, per meglio comprendere la realtà oggetto di valutazione. Fondamentale è, inoltre, la verifica relativamente all'affidabilità e alla coerenza delle informazioni raccolte in quanto, così come previsto dal paragrafo I.5.2: "*l'esperto deve ... attestare che a sua conoscenza non vi sono ragioni per dubitare della credibilità e dell'affidabilità della base informativa utilizzata*".

## Le grandezze impiegate nelle principali funzioni di valore

Guardando alle principali funzioni di valore relative alla metodica dei risultati attesi, le grandezze necessarie ad una valutazione sono:

- i flussi, ovvero i redditi attesi nell'orizzonte temporale oggetto della valutazione; e
- i tassi di attualizzazione.

In relazione ai flussi, ovvero ai redditi attesi, questi sono generalmente desumibili dal *business plan* della società.

Tale documento, di evidente origine interna, è generalmente redatto dal *management* e, secondo la miglior dottrina, dovrebbe essere formalizzato attraverso un documento ufficiale approvato dai vertici aziendali<sup>6</sup>, basato sulle condizioni di produzione presenti in azienda al momento della sua stesura e deve indicare le condizioni e le ipotesi su cui si basa così da consentire all'esperto di valutarne la coerenza.

La ricerca di indicazioni in merito ai tassi di attualizzazione è, per l'esperto, più laboriosa rispetto alla verifica di coerenza sul piano aziendale.

<sup>5</sup> Organismo Italiano di Valutazione.

<sup>6</sup> È bene segnalare che non è poi così infrequente che il piano altro non sia che le previsioni del *management*, ovvero il *budget* triennale esteso per l'orizzonte temporale necessario sulla base di ipotesi ragionate.

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

Sebbene in parte si riprenda quanto già esposto in un precedente lavoro<sup>7</sup>, si ritiene opportuno spiegare brevemente quali siano le componenti dei due principali tassi di attualizzazione utilizzati dalla prassi (Wacc e Capm) prima di fornire le indicazioni su come trovare i dati rilevanti.

Il WACC è il risultato della seguente formula:

$$WACC = k_D x (1 - t) x \frac{D}{D+E} + k_E x \frac{E}{D+E}$$

dove

$k_D$ : indica il costo del debito;

$t$ : indica l'aliquota fiscale societaria;

$D$ : indica il debito;

$k_E$ : indica il costo del capitale proprio;

$E$ : indica il capitale proprio.

Se per l'aliquota fiscale societaria, il valore del debito e quello del capitale proprio non serve soffermarsi, tutt'altro discorso è da fare per quanto riguarda i due tassi  $k_D$  e  $k_E$ .

Il costo del debito può essere definito come il tasso che la società oggetto di valutazione pagherebbe nelle attuali condizioni di mercato per ottenere un nuovo finanziamento a medio-lungo termine. In alternativa, se l'azienda non dispone di un rating pubblico, occorrerebbe procedere ad una simulazione di quale giudizio di *rating* essa potrebbe ottenere in considerazione della sua situazione economico-finanziaria. Per semplicità non è raro utilizzare come costo del debito il tasso d'interesse applicato dagli istituti di credito alla società al momento dell'elaborazione della valutazione.

La determinazione del costo del capitale proprio è un procedimento più sofisticato rispetto al costo del debito; la prassi aziendalistica, così come l'Oiv (al paragrafo I.21.2 dei Piv), suggerisce come modello per la stima il c.d. Capm<sup>8</sup>, sintetizzabile dalla seguente formula:

$$r_V = r_f + \beta x (r_M - r_f)$$

dove

$r_f$ : indica il tasso di rischio di un'attività priva di rischi;

$\beta^9$ : indica il rischio sistematico intrinseco nel flusso di

<sup>7</sup> G. Cugnasca, M. Buongiorno, "La valutazione con il metodo DCF. Riflessioni successive all'introduzione dei Principi Italiani di Valutazione", in Bilancio, vigilanza e controlli n. 11/2015.

<sup>8</sup> Capital Asset Pricing Model.

<sup>9</sup> Il coefficiente  $\beta$  è a sua volta frutto della seguente relazione:

$$\beta = \rho \frac{\sigma}{\sigma_M}$$

dove  $\sigma$  è la deviazione standard dell'attività da valutare,  $\sigma_M$  è la deviazione standard del portafoglio di mercato e  $\rho$  è il coefficiente di cor-

relazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato.

relazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato.

relazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato.

relazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato.

relazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato.

- in caso di società quotata si può utilizzare il beta specifico della singola società pubblicato sulle diverse banche dati gratuite (*Yahoo! Finance*) o a pagamento (*Bloomberg, Datastream*);
- in caso di società non quotata (ma con società comparabili quotate) si può utilizzare il beta di aziende simili. Tale metodologia consiste nel ricercare sul mercato società quotate che presentano caratteristiche simili rispetto all'azienda che si intende valutare, ma con l'accortezza che, nel considerare  $\beta$  simili, occorre depurarli dal rischio finanziario specifico della società quotata presa a riferimento per poi attribuire il valore del rischio finanziario dell'azienda che si intende valutare. Il reperimento dei beta in questo caso è speculare a quanto visto in precedenza per il beta specifico;
- in caso di società non quotata (senza società comparabili quotate) si può utilizzare il beta di settore, indice che rappresenta l'esposizione al rischio sistematico del settore specifico in cui opera la società oggetto di valutazione. Oltre alle già citate banche dati a pagamento, per la ricerca specifica dei beta di settore è possibile usufruire gratuitamente della banca dati del ce-

leberrimo professor A. Damodaran<sup>10</sup>, docente di finanza aziendale e valutazione d'azienda alla prestigiosa *Stern University* di New York, che mette a disposizione di chiunque numerose e utili informazioni<sup>11</sup> necessarie a svolgere il processo valutativo.

Infine, il rendimento atteso da un portafoglio esplicativo del mercato di riferimento indica il rendimento atteso dal mercato azionario che, partendo dal presupposto che essere azionisti è più rischioso che essere obbligazionisti, ci si aspetta offra una maggiore remunerazione rispetto all'investimento privo di rischio. Il calcolo, o meglio la stima di tale grandezza si ottiene procedendo all'osservazione di una serie storica sufficientemente lunga dei rendimenti del mercato azionario e dei rendimenti in titoli di debito privi di rischio.

Tali osservazioni richiedono un periodo di osservazione particolarmente lungo e, pertanto, i dati sono relativamente stabili nel tempo. Un'ottima fonte per questi dati, oltre alle più volte citate banche dati, sono i diversi manuali di finanza aziendale<sup>12</sup>.

Spostando l'analisi sulla metodica di mercato le grandezze necessarie ad una valutazione sono:

- l'attività assunta come *benchmark*;
- i multipli di mercato.

Come precedentemente osservato per i flussi attesi anche nel caso delle attività assunte come *benchmark* la fonte dell'informazione è prettamente interna in quanto, gli stessi, altro non sono che i dati di bilancio. Le informazioni necessarie quali, ad esempio, fatturato, margine operativo lordo (ebitda), risultato operativo lordo (ebit), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta o *cash flow*, sono infatti estrapolabili direttamente dai bilanci uf-

ficiali delle società e dalla conseguente riclassificazione degli stessi.

Per quanto riguarda i multipli di mercato la ricerca dei dati rilevanti può rilevarsi più complessa e, tipicamente, è riassumibile nelle seguenti fasi:

1. la ricerca del campione delle attività comparabili;
2. la ricerca del valore d'impresa per ogni società comprese nel campione;
3. la ricerca dell'attività assunta come *benchmark* per ogni società presente nel campione.

La ricerca del campione delle attività comparabili può essere effettuata alternativamente sulla base delle informazioni ricavate dall'analisi del settore, ovvero tramite specifiche banche dati. Di queste ultime esistono svariate tipologie sia gratuite (*Yahoo! Finance*) che a pagamento (*Bloomberg*) che offrono risultati pressoché equivalenti.

Per la ricerca del valore d'impresa e dell'attività assunta come *benchmark* per ognuna delle società comprese nel campione, l'esperto può nuovamente affidarsi a banche dati a pagamento (la già citata *Bloomberg*), ovvero a informazioni pubblicamente disponibili quali le *equity research* e le quotazioni di mercato per le società quotate (per società Italiane entrambe le informazioni sono liberamente disponibili sul sito di Borsa Italiana).

Nel caso di specie il vantaggio dell'utilizzo della banche dati a pagamento è l'ottenimento delle informazioni necessarie in pochi minuti che, altrimenti, sarebbero disponibili solo dopo lunghe ricerche ed attente analisi (a volte anche di bilanci in lingue non propriamente diffuse).

Per una ricerca di multipli di settore "pronti all'uso", pur con l'avvertenza che non è possibile avere informazioni dettagliate relativamente al campione utilizzato, è sempre possibile consultare il già citato *database* Damodaran.

<sup>10</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

<sup>11</sup> Nello specifico, oltre ai beta di settore, possono essere trovati anche multipli di mercato, stime del rischio di mercato e del costo del capitale.

<sup>12</sup> *Inter alia*: T. Koller e altri "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies"; M. Dallochio e A. Salvi – Finanza Aziendale.