

Errore. L'origine riferimento non è stata trovata.

La valutazione autonoma dell'avviamento all'interno del metodo misto Uec

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

La stima autonoma dell'avviamento è intesa come una componente di valore nel metodo misto noto come Uec. Il significato economico dell'avviamento è però più complesso, poiché considera in primo luogo aspetti aziendalistici che solo successivamente si traducono in tecniche valutative che misurano esplicitamente la creazione di valore nelle aziende. Nel presente lavoro, si riprendono tali considerazioni e vengono interpretate alla luce della presunta distanza tra la formulazione tradizionale del metodo Uec e quello proposto dai Principi Italiani di Valutazione. Si dimostrerà che i Piv spingono gli utilizzatori del metodo ad un uso più consapevole e corretto, ma all'interno di una posizione che evidenzia i punti di forza dei metodi misti.

Significato aziendalistico di avviamento, tecniche valutative e rappresentazione in bilancio

Al termine avviamento possono essere attribuiti significati molto differenti a seconda dell'ottica attraverso la quale lo si analizza.

L'avviamento può essere, infatti, interpretato in senso aziendalistico, quale tecnica valutativa oppure quale posta di bilancio.

In senso aziendalistico, l'avviamento costituisce “*quel particolare fattore che esprime la coordinazione, la coesione, l'unità dell'impresa e che permette all'impresa stessa di essere definita tale e non semplicemente una sommatoria di beni*”¹. Per quanto ormai datata, la definizione di A. Amaduzzi, uno dei padri dell'economia aziendale italiana, appare ancora chiara, completa ed esaustiva nel definire l'avviamento come un insieme di fattori, non ricostruibili singolarmente ma che considerati insieme spiegano perché l'impresa esiste e continuerà ad esistere ed è ben di più che un insieme di beni e di rapporti giuridici.

I successivi sviluppi teorici hanno posto l'accento sull'avviamento come insieme di risorse non acquistabili separatamente dall'impresa, di competenze e di capacità distintive che traggono origine

¹ A. Amaduzzi, “L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni”, UTET, Torino, 1978.

dai processi commerciali, operativi ed organizzativi, ma non alterano l'elemento sostanziale della natura non tangibile dell'avviamento quale viene a configurarsi nell'impresa in funzionamento.

Proprio l'aspetto distintivo dell'avviamento, ovvero quell'elemento intangibile che distingue l'azienda da una sommatoria di beni è alla base delle tecniche valutative note come *stima autonoma del goodwill*. Essa si fonda sul presupposto che il patrimonio netto di bilancio debba essere preliminarmente riallineato al suo valore di mercato e successivamente si debba misurare la relazione tra il reddito effettivo dell'impresa e quello che dovrebbe essere sulla base del patrimonio netto rettificato.

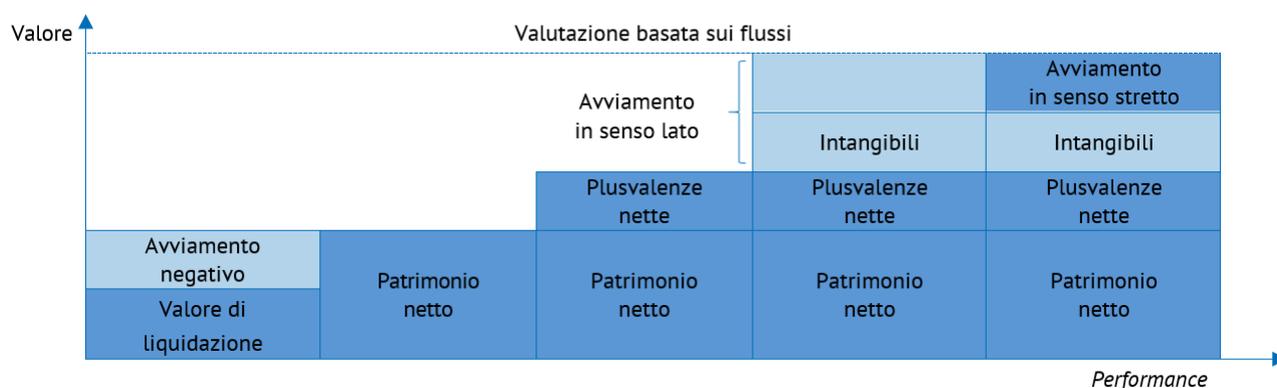
La successiva tavola illustra schematicamente il processo evidenziando la relazione esistente tra avviamento ed altri intangibili quali marchi, portafoglio clienti e/o prodotti, penetrazione commerciale, brevetti, tecnologie, routine produttive o organizzative.

Sull'asse delle ascisse è riportata la *performance* aziendale, misurata dalla più opportuna figura di reddito (Ebitda, Ebit, Nopat o reddito netto), mentre l'asse delle ordinate riporta il valore complessivo del capitale economico dell'azienda.

Se il valore dell'azienda è pari al patrimonio netto rettificato, ciò indica che il livello delle *performance* è pari a quello atteso moltiplicando il patrimonio netto rettificato per un normale rendimento di mercato. Da un punto di vista valutativo, ne deriva che il valore dell'impresa coincide con quello della sommatoria e, quindi, non esiste avviamento. Ciò non significa che non esista avviamento nella suddetta ottica aziendalistica, ma che tale eventuale avviamento non trovando riscontro nella *performance* non porta valore.

Quando la *performance* aumenta si genera un sovra-reddito, ovvero un differenziale positivo tra la *performance* effettivamente conseguita e quella attesa derivante dal patrimonio netto rettificato. Conseguentemente il valore dovrà aumentare incorporando una componente intangibile, ovvero che non deriva dal rendimento normale del capitale tangibile misurato dal patrimonio netto rettificato.

Tavola 1. Reddito di impresa e valutazione dell'avviamento²



² M. Buongiorno, "La valutazione delle aziende dopo l'introduzione dei Piv", Euroconference Editore, 2016, pag. 198.

Se tale valore intangibile debba essere chiamato avviamento oppure si debba attribuire ad un intangibile specifico dipende da quanto il fattore all'origine della maggior *performance* sia individuabile e valutabile singolarmente.

Si definisce avviamento in senso lato l'intero maggior valore derivante dal sovra-reddito, mentre si definisce avviamento in senso stretto quanto residua dopo avere valutato tutti gli intangibili passibili di valutazione autonoma.

Quando la *performance* effettiva non è neppure in grado di eguagliare quella attesa allora si è in presenza di un sotto-reddito che porta ad un avviamento negativo o *badwill*, tipico delle imprese in crisi. L'avviamento assume un ulteriore significato diverso quale voce di bilancio. In tal caso, l'avviamento deve risultare da un prezzo di mercato e costituisce la differenza tra esso e il valore attribuibile alle attività al netto delle passività nella cessione di azienda o nelle altre operazioni straordinarie assimilabili sotto tale profilo. La differenza sostanziale rispetto alla visione aziendalistica e valutativa è che in questo caso l'avviamento deve risultare da un acquisto a titolo oneroso e misura una differenza che non tiene conto solamente delle caratteristiche intrinseche dell'azienda, ma anche dei fattori potenzialmente influenti sul prezzo, quali eventuali sinergie, forza contrattuale delle parti, aspetti giuridici e fiscali.

Possono, quindi, verificarsi casi nei quali l'avviamento valutato di una azienda sia ben diverso da quello che andrà rilevato in bilancio a seguito dell'acquisizione della stessa azienda.

La stima autonoma dell'avviamento secondo i Piv

L'impostazione teorica relativa all'avviamento nell'ottica valutativa è completamente recepita dai Principi Italiani di Valutazione emanati nel 2015 dall'Oiv (Organismo Italiano di Valutazione) ed entrati in vigore il 1° gennaio 2016.

Il Piv III.1.29 sostiene che la valutazione patrimoniale semplice contenga un contenuto informativo irrinunciabile e che possa essere utilizzato come criterio valutativo quando il saggio di rendimento del capitale è in linea con quello di mercato a parità di livello di rischio, ovvero non esiste avviamento.

Per comprendere tale passaggio si ipotizzi che una società prevede un reddito normalizzato pari a 50.000 euro annui, che il patrimonio netto rettificato sia pari a 500.000 euro e che il rendimento di mercato a parità di rischio sia del 10%.

Il reddito atteso è pari a:

$$\text{Reddito atteso} = \text{rendimento di mercato} * \text{PNR} = 10\% * 500.000 = 50.000$$

Poiché il reddito atteso coincide con quello che effettivamente si prevede di realizzare si conclude che il sovra-reddito e, quindi, l'avviamento è nullo.

Allo stesso risultato si perviene ragionando in termini di tassi. Il rendimento del capitale è, infatti, del 10% (50.000 euro/500.000), pari al rendimento di mercato a parità di rischio.

È evidente che ove i due tassi siano diversi, la valutazione patrimoniale semplice non è più in grado di cogliere tutti gli elementi rilevanti e dovrà essere integrata dalla valutazione autonoma dell'avviamento.

Si tratta di un metodo misto di valutazione, definito anche metodo Uec³, che trova ampio ricorso nella pratica, soprattutto nelle valutazioni effettuate da professionisti.

La versione di uso più frequente è di tipo *equity side*, ovvero considera voci reddituali e patrimoniali al netto dell'indebitamento finanziario.

Trattandosi di un metodo misto, la funzione del valore, come descritto in precedenza, è la somma di due componenti, il patrimonio netto rettificato (K_0) e il valore attuale della somma dei sovra-redditi futuri che misura l'avviamento dell'impresa.

La formula valutativa generale deve essere:

$$W_{EQUITY} = K_0 + \sum_{t=1}^{t=N} \frac{R_t - i' K_t}{(1 + i'')^t}$$

Ove la valutazione patrimoniale sia nella forma complessa al valore del patrimonio si aggiunge anche il valore degli intangibili solitamente indicati con la lettera I.

Tale metodo è trattato in dettaglio dal Piv III.1.33 che riporta una formulazione analoga a quella indicata.

Si noti che la formula prevede che il valore patrimoniale per il calcolo del sovra-reddito si riferisca al periodo t. Al contrario il Piv III.1.33 ipotizza che il patrimonio da utilizzare sia quello al tempo t-1; in altre formulazioni ancora, si propone il valore medio annuo.

Il Piv III.1.33 non ha mancato di generare perplessità tra gli utilizzatori del metodo poiché l'impostazione che è stata presentata differisce in modo significativo dalla formulazione più "classica" del metodo che viene riportata di seguito:

$$W_{EQUITY} = K_0 + [R - i' K_t] a_{N, i''}$$

Rispetto alla formula generale si introducono numerose semplificazioni:

³ L'*Union des Experts Comptables et Financiers Européens* (costituita nel 1950 presso l'Unione Europea con la finalità del progresso delle tecniche finanziarie e contabili) ne consigliò la sua utilizzazione a partire dagli anni '60.

1. orizzonte temporale di produzione del sovra-reddito limitato a N anni. La lunghezza di tale periodo N è solitamente variabile da un minimo di 5 anni ad un massimo di 10 anni⁴. In linea teorica, il periodo dovrebbe trovare un valore massimo nella durata residua dei fattori che sono alla base del vantaggio competitivo e permettono all'impresa di generare redditi differenziali;
 2. costanza di K_0 ovvero il patrimonio netto rettificato stimato al momento della valutazione, lungo tutto il periodo N senza considerare l'effetto sul patrimonio delle variazioni del circolante e gli investimenti/disinvestimenti in capitale immobilizzato;
 3. costanza del reddito R per tutto il periodo N. Tale reddito è, quindi, da intendere come reddito normalizzato e indicativo di una situazione stabilizzata;
 4. i tassi di attualizzazione sono per quanto attiene a i' un tasso di rendimento medio normale di settore mentre i'' rappresenta un tasso indicativo del solo valore finanziario del tempo e, quindi, privo rischio.
- A ben esaminare le differenze non pare che l'introduzione dei Piv abbia portato modificazioni radicali al metodo che pure vengono ritenuti modelli accettabili ed in grado di ridurre il peso, a volte eccessivo, del valore terminale nelle valutazioni interamente fondate sull'attualizzazione dei flussi attesi.

Le maggiori criticità valutative: R, K ed i tassi di attualizzazione

Le differenze più critiche tra l'impostazione tradizionale del metodo e le indicazioni emergenti dei Piv possono essere ricondotte alla variabilità di R e K e alla natura e stima dei tassi di attualizzazione.

Il reddito deve essere, in primo luogo, coerente con la grandezza utilizzata per esprimere il rendimento normale di settore. Poiché si utilizza il patrimonio netto, ne deriva che il reddito rilevante è quello a disposizione della proprietà al netto delle imposte.

Inoltre, il reddito deve tenere conto quanto meno delle rettifiche apportate al patrimonio netto e conseguentemente dei maggiori ammortamenti e dell'effetto fiscale ed eventualmente anche delle indicazioni che emergono dal piano aziendale per il periodo N di produzione del sovra-reddito.

Infine, dovranno essere normalizzati anche gli oneri finanziari in funzione dello *stock* medio di debito e del costo del debito.

La formula valutativa riportata dal Piv III.1.33 presenta un valore di K non costante ma variabile fino ad N per tenere conto delle variazioni patrimoniali risultanti dal piano aziendale od almeno degli effetti sul patrimonio netto dei redditi attesi, essi pure ipotizzati variabili anno per anno.

⁴ L. Guatri, M. Bini, "Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende" EGEA, Milano, 2005, pag. 604. Tale impostazione è ribadita nel Piv III.1.33 nella sezione dei commenti e si richiama la persistenza del vantaggio competitivo riconosciuto all'azienda.

Per meglio chiarire gli effetti sul valore delle differenti formule valutative si consideri una società per la quale si ricostruisce sulla base delle risultanze storiche e delle previsioni future un reddito normalizzato pari a 750.000 euro e che il patrimonio netto pari a 3.550.000 euro debba essere rettificato per un importo netto di 430.000 euro. Sono dati i' pari al 9% ed i'' pari al 2%.

Si ritiene che il sovra-reddito pari a euro 391.800 ($R-i'K$) possa essere prodotto per 5 anni.

L'applicazione tradizionale del metodo produce il seguente risultato:

$$W_{EQUITY} = K_0 + [R - i'K_t]a_{N,i''} =$$

$$= 3.550.000 + 430.000 + 391.800 a_{N,i''} = 3.980.000 + 1.846.733 = \mathbf{5.826.733}$$

Si consideri ora una versione più simile a quella descritta dal Piv III.1.33 che prevede la variabilità di R e K pur senza disporre di un piano aziendale.

Rimangono invariati la durata del periodo di produzione del sovra-reddito ed i tassi di attualizzazione, ma si ipotizza che R sia variabile per tenere conto dei maggiori ammortamenti derivanti dalle rettifiche al patrimonio netto che si ipotizza abbiano una vita utile di 5 anni⁵. Conseguentemente K includerà tra le riserve l'utile conseguito nell'esercizio precedente, in ipotesi di non distribuzione.

La tabella riportata di seguito ricostruisce il modello valutativo.

	1	2	3	4	5	
R normalizzato	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000	
Maggiori ammortamenti netti d'imposta	62.006	62.006	62.006	62.006	62.006	
R	687.994	687.994	687.994	687.994	687.994	
K	4.667.994	5.355.988	6.043.982	6.731.976	7.419.970	
	1	2	3	4	5	Totale
Sovrareddito	267.875	205.955	144.036	82.116	20.197	
Fattore di attualizzazione	1,0200	1,0404	1,0612	1,0824	1,1041	
Sovrareddito attualizzato	262.622	197.958	135.728	75.863	18.293	690.463

Riprendendo la formula valutativa si ottengono i seguenti risultati:

$$W_{EQUITY} = K_0 + \sum_{t=1}^{t=N} \frac{R_t - i'K_t}{(1+i'')^t} =$$

$$= 3.550.000 + 430.000 + 690.463 = \mathbf{4.670.463}$$

I risultati dell'applicazione delle due varianti di metodo sono significativamente diversi poiché la versione tradizione "sovraestima" il valore non tenendo conto degli stessi effetti intrinseci del metodo, ovvero dei maggiori ammortamenti derivanti dalle rettifiche e della capitalizzazione degli utili che, invece, hanno l'effetto nel tempo di deprimere il sovra-reddito.

⁵ Ovviamente si tratta di una ipotesi semplificatrice, poiché le rettifiche si applicano a differenti attività patrimoniali e le aliquote sono normalmente diverse.

I Principi Italiani di Valutazione richiedono al valutatore di disporre di adeguata base informativa previsionale che consenta di esprimere un giudizio sulla continuità nel tempo delle *performance* correnti. In tal senso, anche nell'applicazione di questo metodo dovrebbe essere possibile ricostruire R e K sulla base di un piano aziendale.

Tale soluzione è sicuramente preferibile, tuttavia si ritiene che, in mancanza, un reddito normalizzato integrato da stime e previsioni di adeguata robustezza possa essere sufficiente; in ogni caso la seconda soluzione riportata sopra pare preferibile rispetto alla versione "tradizionale".

Sulla natura e sulle modalità di determinazione dei tassi i' e i'' necessari per risolvere la funzione del valore è necessario un maggiore approfondimento.

Preliminarmente è opportuno soffermarsi sulla natura dei tassi. Il tasso i' rappresenta il rendimento medio di settore del capitale proprio a valore di mercato per cui moltiplicando tale rendimento per K si ottiene il reddito normale di settore che l'azienda dovrebbe realizzare. Sono quindi possibili tre situazioni.

$$\begin{aligned} R - i'K_t &> 0; \\ R - i'K_t &= 0; \\ R - i'K_t &< 0. \end{aligned}$$

La prima situazione giustifica la determinazione di un avviamento, poiché si generano redditi differenziali la cui attualizzazione lungo un periodo predefinito porta alla determinazione del valore di avviamento. Le altre due situazioni ipotizzano invece che non vi sia avviamento o che sia negativo, essendo la capacità di reddito inferiore rispetto alle attese del mercato.

Data la natura di i' e la funzione che svolge all'interno del modello, la sua determinazione deve tenere conto:

- della rischiosità generica del settore;
- dell'approccio *equity side* del modello;
- del rischio finanziario dell'impresa, dipendente dal grado di indebitamento.

In questo contesto è difficile ipotizzare che il tasso i_1 possa essere diverso dal COE, cioè il costo del capitale proprio. Su questa posizione tende ad allinearsi la letteratura più recente⁶.

Il tasso i'' è, invece, rappresentativo del rischio inerente l'effettivo manifestarsi dei redditi differenziali nella specifica azienda da valutare.

⁶ In L. Guatri, M. Bini, *op. cit.*, pag. 604 si nota chiaramente l'adozione di tale prospettiva rispetto alla versione precedente (L. Guatri, "Trattato sulla valutazione delle Aziende", EGEA, Milano, 1998, pag. 286-7), E. Cotta Ramusino, L. Rinaldi, "La valutazione delle aziende", Il Sole 24 Ore, 2003, pag. 588, nota 10, dimostrano convincentemente l'inapplicabilità del ROE e del P/E quale alternativa al k_e e lo stesso lavoro, più datato, di P. Jovenitti, "Valore d'impresa", Pirola, Milano, 1990, pag. 69 sostenendo che il tasso debba essere determinato "facendo riferimento alla definizione di intervalli di valore validi pro-tempore e in relazione alle mutevoli condizioni di rischio/rendimento per sub settori operativi".

In merito alla quantificazione di i'' ed alla sua relazione con i' sono tuttora ravvisabili in letteratura posizioni non univoche.

Sono, infatti, considerate possibili le seguenti 3 differenti situazioni dove:

$$\begin{aligned} i' &> i''; \\ i' &= i''; \\ i' &< i''. \end{aligned}$$

La prima soluzione ipotizza che il tasso di rendimento di settore remunererà i fattori di rischio del modello e che un ulteriore premio al rischio in i'' porterebbe ad una duplicazione dello sconto e, quindi, ad una riduzione eccessiva dell'avviamento. In questa ipotesi i'' è normalmente considerato un puro tasso finanziario, e quindi privo di rischio, necessario per esprimere valori finanziariamente omogenei⁷. Un'interessante argomentazione, proposta da Ghiringhelli⁸, sostiene che le soluzioni alternative alla prima non sono giustificabili perché ipotizzano che l'impresa leader del settore (e quindi in grado di produrre redditi differenziali) sia più rischiosa della media delle imprese.

La soluzione dell'uguaglianza dei tassi venne proposta originariamente dall'Uec e presuppone uguaglianza di rischiosità tra rendimento medio di settore e redditi differenziali. Conseguentemente anche i'' dovrebbe essere uguale al COE. Guatri sostiene⁹ che se esistono redditi differenziali positivi allora il tasso corretto da applicare è pari alla "somma del tasso senza rischio e del premio per il rischio di mercato, moltiplicato per il coefficiente beta. Parrebbe che si tratti di un COE e quindi di un tasso uguale al costo del capitale proprio richiamato più sopra come il metodo più corretto per stimare i'' ¹⁰".

Infine, Jovenitti¹¹ sostiene che il tasso i'' dovrebbe corrispondere ad i' maggiorato di un ulteriore premio che deriva dalla maggiore rischiosità dei redditi differenziali rispetto alla componente normale di reddito¹².

In questo ampio dibattito è intervenuto l'Oiv che nell'ormai noto Piv III.1.33 (commenti) sostiene che pare ragionevole considerare come corretta la terza soluzione ma poi aggiunge: "In ogni caso, sia i' sia i'' hanno natura di costo dei mezzi propri e si collocano perciò in un intorno di COE, il costo opportunità del capitale di rischio".

La successiva tabella riporta, a puro titolo esemplificativo, l'impatto per nulla teorico della scelta effettuata in materia di tassi

⁷ In letteratura questa posizione è stata tradizionalmente proposta da L. Guatri.

⁸ P. Ghiringhelli, "Perché capitalizzare il sovrareddito al Risk-Free Rate, La valutazione delle aziende", 1996, n. 3.

⁹ L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, pag. 604.

¹⁰ Nello stesso senso anche I. Grezzini, "La valutazione delle imprese industriali in funzionamento", Cedam, Padova, 2005, pag. 254.

¹¹ P. Jovenitti, *op.cit.* pag. 69.

¹² Il premio viene quantificato in un intervallo tra 2 e 4 punti percentuali se il modello viene impiegato su un periodo limitato e tra 5 e 6 punti se il periodo è indefinito.

Tabella - Applicazione del metodo misto con stima autonoma dell'avviamento e impatto delle scelte sui tassi

Reddito medio	725
Patrimonio netto rettificato	8.300
COE	7,5%
$i' = \text{COE}$	7,5%
Reddito normale ($i'K_0$)	623
Reddito differenziale	103
<i>Prima soluzione: $i' > i''$</i>	
$i'' = \text{tasso privo di rischio}$	1,2%
Durata (in anni)	5
Valore dell'avviamento	500
Wequity	8.800
<i>Seconda soluzione: $i' = i''$</i>	
$i'' = \text{COE}$	7,5%
Durata (in anni)	5
Valore dell'avviamento	441
Valore dell'azienda	8.741
<i>Terza soluzione: $i' < i''$</i>	
$i'' = \text{COE} + 4\%$	11,5%
Durata (in anni)	5
Valore dell'avviamento	407
Wequity	8.707

Esaminando i risultati in tabella emerge come la variazione nel valore dell'avviamento tra la prima soluzione e la terza (rispettivamente la più alta e la più bassa) è del 19% circa. L'impatto sul Wequity è minimo ma è evidente che il divario tende ad ampliarsi quanto più è basso il valore patrimoniale rispetto all'avviamento.

In sintesi, a nostro parere, la scelta di attualizzare i redditi differenziali ad un tasso superiore al costo del capitale, in qualche modo avallata dai Piv, non pare giustificata alla luce della teoria finanziaria, tenendo conto che si tratta pur sempre di redditi che l'impresa prevede di realizzare e che la qualifica di redditi "differenziali" dipende dalle modalità di costruzione del modello.

Risulta, poi, non semplice comprendere quale debba essere la maggiorazione da applicare non essendo agevole la definizione e misurazione del rischio addizionale.

La soluzione preferibile pare essere quella di applicare un unico tasso, coincidente con il COE.

In sintesi, il Piv III.1.33 non intende sminuire o annullare del tutto l'opportunità di applicazione di un metodo assai diffuso, ma solamente proporre indicazioni per una applicazione più consapevole che deve tenere conto, in primo luogo degli aspetti aziendalistici e poi riflettere in modo più compiuto sulle relazioni tra le variabili e sul significato economico e finanziario dei tassi di attualizzazione.