

---

# Valutazione d'azienda: alla ricerca di principi condivisi

---

di [Angelo Fiori](#)

Pubblicato il 2 Agosto 2014

si tenta di uniformare i principi valutativi delle aziende italiane per eliminare le maggiori distorsioni attualmente permesse dalla prassi in uso

## Premessa

Un recente convegno nel mese di giugno presso l'Università Bocconi di Milano, promosso dall'**Organismo Italiano di Valutazione (OIV)**, mi ha dato lo spunto per effettuare un punto sulla situazione, che vorrei condividere con i colleghi che si occupano di valutazioni di beni, di patrimoni, d'azienda, di rami d'azienda

Si ricorda che l'argomento delle valutazioni si sviluppa su diversi piani e dimensioni:

- l'aspetto più propriamente tecnico delle metodologie a supporto del perito valutatore;
- un aspetto legislativo, perché le valutazioni sono in molti casi richieste in situazioni della vita aziendale, soggette a norme del codice civile (conferimenti, fusioni, etc)
- un aspetto professionale e deontologico, legato a: competenze, indipendenza, responsabilità

Ricordo inoltre che le valutazioni sono richieste in molte situazioni, sia della vita aziendale che al di fuori di essa. Un **elenco**, forse non esaustivo, ma sicuramente ampio, ci illustra meglio questa caratteristica che attraversa diverse fattispecie di utilizzo

### **Fattispecie previste dal Codice civile:**

- Art 2343 – Conferimento in Spa
- Art 2465 – Conferimento in Srl
- Art 2427 – Num 3 bis – Impairment goodwill
- Art 2437 ter – Recesso di socio Spa
- Art 2473 n.3 – Recesso socio Srl
- Art 2500 ter – Trasformazione soc. persone
- Art 2501 sexies – Rapporto di cambio per fusione
- Art 2506 ter – Rapporto cambio per scissione

### **Altre fattispecie:**

- Valutazione quote x affrancamento fiscale
- Affitto azienda (congruità canone)
- Cessione/acquisto di rami azienda / partecipazioni fra parti correlate (TUF regolamento Enti emittenti)
- Valutazioni di convenienza, ad esempio per decidere su piani di risanamento o di liquidazione
- Liquidazione danni e indennizzo ai fini assicurativi (cd. perdita di avviamento)
- Procedure concorsuali (decisioni su base d'asta, fattibilità concordato, etc)
- Separazioni coniugali
- Divisioni ereditarie
- Determinazione valore assicurabile
- Determinazione del valore di beni costituiti in garanzia
- Quotazioni in borsa
- Consulenza in procedimenti giudiziari
- Compravendita di aziende e pacchetti azionari
- NAV (Net Asset Value) società private equity
- Valutazione di strumenti finanziari per la incentivazione del management

Di seguito si intende effettuare un **punto della situazione** sulla regolamentazione nel **mondo**, e in particolare in **Italia**, su un argomento così complesso come quelle delle valutazioni. La regolamentazione, definita da una serie di linee guida di carattere tecnico-deontologico, fa capo come vedremo ad organismi professionali senza scopo di lucro creati ad hoc.

### **IVSC (Intenational Valuation Standard Council) e Organismo Italiano di Valutazione (OIV)**

**IVSC è un'organizzazione non profit, indipendente a matrice privata**, fondata negli USA con il quartier generale a Londra.

Gli obiettivi di IVSC sono di **promuovere la professione del valutatore nel mondo**, attraverso le seguenti azioni.

- Sviluppare standard valutativi internazionali di alta qualità, supportando il loro utilizzo da parte della professione
- Facilitare la collaborazione e la cooperazione fra i membri dell'organizzazione
- Collaborare con tutte le organizzazioni internazionali in materia
- Avere la funzione di voce internazionale per la professione del valutatore

Nel perseguire gli obiettivi, IVSC pone accento sulla **protezione dell'interesse pubblico**, a beneficio del **mercato dei capitali**; contribuisce pertanto ad incrementare il livello di fiducia che gli

investitori pongono sulle valutazioni

IVSC è un'organizzazione aperta ad un **ampio spettro di stakeholders**, incluso: categorie professionali, regolatori pubblici di standard del settore, organizzazioni di esperti di valutazione, mondo accademico. Ad oggi IVSC conta 74 membri, in rappresentanza di 54 paesi

IVSC, se vogliamo fare un paragone, si pone sullo stesso piano dello IASB (International Accounting Standard Board), che, come sappiamo, ha regolamentato gli IAS e IFRS, principi contabili internazionali

Si rileva peraltro che nel marzo 2014 **IVSC e IFRS foundation** hanno stipulato un **protocollo d'intesa** per la **cooperazione a livello internazionale** fra i due Enti. Sia IVSC che IFRS foundation hanno un interesse comune alla corretta valutazione del "fair value" nell'informativa di bilancio; si ricorda in proposito che è stato pubblicato IFRS 13 concernente "Fair value measurement", che definisce i principi della valutazione al fair value

**L'OIV (Organismo Italiano di Valutazione)** è una **fondazione** costituita nel novembre 2011 sulla scia delle iniziative dell'IVSC; esso persegue 3 principali obiettivi:

1. Predisporre e mantenere aggiornati i **Principi italiani di valutazione (PIV)**.
2. Partecipare al **dibattito internazionale** degli esperti di valutazione, dando voce alle migliori professionalità del nostro Paese.
3. Divenire un **punto di riferimento** per il legislatore nazionale.

Per perseguire questi fini l'OIV:

1. **Pubblica** sul proprio **sito web** guide tecniche, linee guida applicative, etc, più in generale documenti orientativi per gli esperti e gli utilizzatori delle valutazioni;
2. Ha deliberato di diventare **sponsor dell'IVSC** - International Valuation Standard Council, lo standard setter del settore
3. Intende **promuovere la conoscenza** dei principi di valutazione nazionali e internazionali

---

## **IVS (International Valuation Standard)**

IVSC ha emesso già nel 2011, sotto la pressione della crisi economica scoppiata nel 2008, i **principi di valutazione internazionali**, un volume di circa 100 pagine, punto di riferimento per gli esperti di valutazione di tutto il mondo.

I principi di valutazione internazionali sono suddivisi in tre parti:

1. **Principi generali**. Essi riguardano: le finalità dell'incarico di valutazione, il processo valutativo, la relazione di stima

2. Principi di valutazione di **specifiche attività**: aziende e partecipazioni, beni intangibili, impianti e macchinari, immobili in costruzione, strumenti finanziari
3. Principi di valutazione in funzione di **scopi particolari di valutazione**: valutazioni ai fini del bilancio di esercizio, valutazioni immobiliari ai fini di garanzia finanziaria, etc

I principi di valutazione internazionali correttamente chiariscono che il risultato di una stima di valutazione è un **giudizio soggettivo e professionale di valore** e non una quantità esattamente calcolata tramite un calcolo oggettivo. Allo stesso tempo stabiliscono l'obbligo per l'esperto valutatore di **documentare** sia le **fonti** da cui ha prelevato i dati utilizzati per la valutazione sia il **percorso logico e matematico** su cui si basa il giudizio di valutazione. Essi inoltre richiedono di **evidenziare tutti i fatti e le circostanze** che caratterizzano la specifica attività da valutare e/o la specifica finalità o il contesto in cui si colloca la valutazione.

Non ci soffermiamo ulteriormente su tale documento, in quanto molti dei concetti e regole in esso contenuti vengono ripresi nel PIV (Principi Italiani di Valutazione), illustrato nel prossimo paragrafo

---

### **PIV (Principi Italiani di Valutazione)**

OIV ha intrapreso, già nel corso del 2013, l'opera di calare i principi di valutazione internazionali nel contesto nazionale, con la emissione dei Principi Italiani di Valutazione (PIV). **Ad opera conclusa** i PIV saranno composti di 4 parti.

1. **Rete concettuale di base**. Essa identifica i concetti, le definizioni, e i principi generali cui faranno riferimento i PIV.
2. **Principi generali di valutazione**
3. **Principi di valutazione di specifiche** attività, passività e complessi aziendali in funzionamento
4. **Principi di valutazione per casi e contesti particolari**, fra cui le valutazioni ai fini del bilancio di esercizio

Il primo documento sulla rete concettuale di base, è disponibile come "exposure draft" sul sito dell'OIV. Link [http://www.forumtools.biz/oiv/upload/EDPIV\\_01\\_2013\\_Conceptualframework.pdf](http://www.forumtools.biz/oiv/upload/EDPIV_01_2013_Conceptualframework.pdf)

Sebbene il documento non sia definitivo si ritiene utile indicare i principali aspetti in esso contenuti, che costituiscono dei veri e propri **pilastri di riferimento** nel complesso **procedimento di valutazione**

OIV ha inoltre emesso un altro documento, anch'esso ancora in draft, **sull'Impairment test dell'avviamento** in contesti di crisi. Tale documento contiene 45 Linee guida sull'argomento. Link [http://www.forumtools.biz/oiv/upload/DP\\_01\\_2012\\_impairmenttest\\_1.pdf](http://www.forumtools.biz/oiv/upload/DP_01_2012_impairmenttest_1.pdf)

In questo articolo **ci concentreremo** sui soli PIV

Innanzitutto i PIV identificano **cinque fasi nel processo valutativo**

1. Costituzione e apprezzamento della base valutativa
2. Applicazione dell'analisi fondamentale
3. Selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione
4. Identificazione dei principali fattori di rischio e delle modalità più idonee per il loro trattamento
5. La costruzione di una razionale sintesi valutativa

**La valutazione richiede l'esercizio di un giudizio.** Affinché tale giudizio sia fondato su basi solide, è indispensabile che l'esperto disponga di **adeguate competenze tecniche**, di una **buona esperienza professionale** e delle **necessarie conoscenze** in merito all'oggetto della valutazione, all'eventuale settore o mercato di riferimento e alle caratteristiche della valutazione medesima.

**L'opinione di valore** cui l'esperto giunge deve essere: (a) razionale, (b) verificabile, (c) coerente, (d) affidabile.

1. L'attributo della **razionalità** fa riferimento al fatto che la valutazione deve seguire uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica.
2. L'attributo della **verificabilità** fa riferimento al fatto che il processo valutativo deve poter essere dimostrato con riguardo alla provenienza dei dati utilizzati, alla attendibilità e all'autorevolezza delle fonti, alla ragionevolezza delle ipotesi assunte, alla correttezza dei passaggi logico-matematici alla base dei calcoli, alla ragionevolezza delle conclusioni.
3. L'attributo della **coerenza** attiene al fatto che, compatibilmente con la natura dell'incarico ricevuto, l'esperto deve garantire la corrispondenza più ampia possibile fra base informativa e risultati conseguiti
4. L'attributo dell'**affidabilità** fa riferimento al fatto che l'esperto deve circoscrivere, nei limiti del possibile, la discrezionalità valutativa

Per quanto concerne i **requisiti dell'esperto valutatore** i PIV richiedono:

1. Il rispetto **dell'etica professionale**
2. **L'indipendenza** richiesta da tipo di mandato ricevuto
3. **L'oggettività** della ricerca nell'acquisizione di **elementi informativi**, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e giudizi professionali
4. La **diligenza nello svolgimento** delle diverse fasi del processo valutativo
5. La verifica della presenza delle **condizioni** per poter svolgere correttamente e in modo indipendente il proprio lavoro

6. Doti di **professionalità e competenza tecnica** richieste, così come la presenza di un adeguato livello di conoscenze necessarie allo svolgimento dell'incarico

Il perito, nel definire i risultati del lavoro svolto, deve **precisare la configurazione di valore prescelto**, avendo presente da un lato **le differenze fra prezzo, costo e valore**; dall'altro **le finalità della stima**. Prezzo costo e valore sono grandezze economiche di base con significato ben distinto:

1. **Il prezzo** è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione di una quantità reale o finanziaria da valutare. Si tratta pertanto di una grandezza empirica influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta
2. **Il costo** indica l'ammontare delle risorse utilizzate per acquisire o realizzare l'oggetto della valutazione. Rappresenta una grandezza empirica suscettibile di rilevazione; essa è applicabile anche nel caso di un costo di sostituzione
3. **Il valore** non è una grandezza empirica, ma il **risultato di un apprezzamento**. I PIV identificano ben **6 configurazioni** di valori di riferimento
  1. valore intrinseco o fondamentale;
  2. valore di mercato;
  3. valore d'investimento
  4. valore negoziale equitativo
  5. valore convenzionale
  6. valore di smobilizzo

Commentiamoli brevemente:

1. **Valore intrinseco o fondamentale**. Esso esprime l'apprezzamento di un soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa: questo è normalmente frutto dell'analisi fondamentale. Infatti, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato, richiede una stima dei benefici economici (dei flussi di risultato nel caso di aziende) e l'apprezzamento del grado di rischio ad essi associato
2. **Il valore di mercato** è il prezzo al quale verosimilmente l'attività oggetto di valutazione può essere negoziata, alla data di riferimento, in un mercato ordinato fra soggetti indipendenti
3. **Il valore d'investimento** esprime i benefici offerti da un'attività al soggetto che la detiene con finalità operative o a puro scopo d'investimento
4. **Il valore negoziale equitativo** esprime il prezzo al quale verosimilmente l'attività potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due soggetti identificati, correttamente informati e

concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi. Questo valore differisce dal valore di mercato perchè considera gli specifici benefici per le parti in causa

5. **Il valore convenzionale** discende dall'applicazione di criteri specifici, che sono stati fissati per la sua determinazione. Sono esempi di questa figura: i valori risultanti dall'applicazione di norme tributarie, valori risultanti dall'applicazione di clausole contrattuali, valori di bilancio derivanti dall'applicazione di certi principi contabili( fair value, valore recuperabile o costo di sostituzione, etc)
6. **Valore di smobilizzo** è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento. Questo viene solitamente utilizzato quando non è rispettata la condizione naturale d'investimento.

**La data di valutazione** definisce il **momento temporale** al quale è **riferita la stima**. Essa è importante perché deve riflettere i **fatti e le circostanze riferibili a quella data**, che talora possono modificarsi, anche sensibilmente, nei successivi intervalli di tempo. La data di valutazione definisce anche i **dati disponibili** per effettuare **la stima**. E' inoltre importante definire l'ampiezza dell'orizzonte temporale che intercorre fra la data di valutazione e la data di redazione della stima. A questo proposito esistono due fattispecie: (a) **la valutazione retrospettiva**, ossia riferita ad una data del passato, (b) **la valutazione contemporanea** riguarda una stima compiuta avendo come riferimento una data di valutazione ragionevolmente ravvicinata

Per quanto concerne **la valutazione di un'azienda** può avvenire sulla base di due diversi presupposti: (a) **la continuità aziendale (going concern)**, (b) la presenza di **condizioni di liquidazione**. La valutazione di un'azienda in liquidazione presuppone che l'azienda cessi la propria attività e che i beni siano realizzati, singolarmente o in gruppi, in relazione alle opportunità di mercato e alle esigenze di liquidazione, spesso condizionate da specifici orizzonti temporali.

Va precisata **l'unità soggetta a valutazione**. La scelta dell'unità di valutazione può infatti a volte modificare il risultato della stima. Qualche esempio: (i) il valore del singolo titolo può variare rispetto alla valutazione dei titoli nel loro complesso, (ii) il valore di una quota di minoranza è ovviamente diversa dalla valutazione dell'intero pacchetto azionario

Per quanto concerne **gli aspetti fiscali sulla valutazione**, essi vanno sempre menzionati, sia che vengano o non vengano considerati, motivando la scelta effettuata

Le **metodiche di valutazione** previste dai PIV fanno riferimento a **tre filoni**. Per ciascuno dei tre filoni i PIV indicano le condizioni e caratteristiche della loro applicabilità

1. **Metodica di mercato (market approach)**. Essa fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività da valutare con attività simili, per le quali siano disponibili indicazioni significative di prezzo. Rientrano in questo macro gruppo tutte le valutazioni che fanno capo ai cd

multipli di mercato ovvero multipli di transazioni comparabili

2. **Metodica dei risultati attesi (income approach).** Essa fornisce un'indicazione di valore basata sulla capacità di un'attività di generare flussi di risultati nel futuro. Fanno capo a questo filone tutti i metodi che richiamano flussi futuri: metodo reddituale, metodo DCF (Discounted Cash FLOW), metodo misto reddituale patrimoniale, metodo dei sovra redditi
3. **Metodica dei costi (cost approach).** Essa si basa su ipotesi di oneri che dovrebbero essere sostenuti per ottenere un'attività simile a quella oggetto di valutazione. Trattasi di metodi che si richiamano ai costi di sostituzione.

E' ammessa l'**applicazione di premi e sconti**, quindi sia in aumento che in diminuzione, ai risultati finali delle valutazioni. IL loro uso deve tuttavia essere cauto e motivato.

Sulla problematica **dell'utilizzo dei tassi di sconto** i PIV sviluppano ben 4 paragrafi con oltre 17 pagine fitte di considerazioni. Non è possibile qui entrare nella complessa problematica. Valgono tuttavia alcune precisazioni

1. I tassi di sconto o di attualizzazione hanno l'obiettivo di **trasformare flussi di cassa futuri in valore attuale**, in base al principio generale è che il valore del denaro non è uguale nel tempo, il processo dell'attualizzazione, con l'applicazione di un determinato tasso, rende equivalenti i valori nel tempo
2. Nel processo di attualizzazione entra molto spesso la **variabile rischio**, in quanto i flussi futuri possono non essere certi, ma soggetti al rischio nella loro realizzazione. Esistono una serie di tecniche, che tengono conto dell'elemento rischio
3. **Tassi di sconto e periodi di riferimento.** In linea di principio, se la sequenza dei flussi di cassa si prolunga nel tempo con molte scadenze, sarebbe necessario anche una struttura dei tassi di attualizzazione lungo la medesima sequenza temporale. E' spesso ammissibile un approccio semplificato che utilizzi un **unico tasso di sconto**, definibile come "**medio**" lungo tutto l'arco temporale di sviluppo dei flussi.

2 agosto 2014

Angelo Fiori