

irit-
dur-
ento
del
edi-
for-
ni e

in-
no-
di-
niti
bo

ra
b-
e,
al
de

La teoria del processo valutativo

- I *prezzi* sono dati espressi dai mercati; i *valori* sono grandezze stimate a mezzo della previsione dei flussi attesi e dell'apprezzamento dei rischi (e quindi dei tassi): sono perciò in parte opinioni, frutto di un processo complesso.
- I *valori assoluti* sono sempre più stabili dei *valori relativi*, poiché i primi risentono solo delle variabili fondamentali (flussi attesi e tassi), mentre i multipli risentono anche delle vicende dei mercati: con l'alternarsi di fasi di euforia e di depressione, con il succedersi di alti e bassi dei processi di concentrazione tra imprese, e così via.
- La misura del *valore* è oggi specialmente rilevante in quattro ambiti applicativi:
 - l'*ambito delle garanzie societarie*, tipico delle operazioni di finanza straordinaria (con particolare riguardo alla tutela degli azionisti e di tutti gli *stakeholders* privi di poteri di controllo);
 - l'*ambito delle acquisizioni e cessioni di imprese (mergers and acquisitions)*;
 - l'*ambito della formazione del bilancio*;
 - l'*ambito delle stime periodiche di performance* delle imprese.
- Le valutazioni fondate sui flussi attesi sono le sole sicuramente *razionali e universali*.
- Non si valuta in modo credibile un'impresa se non la si conosce e se non la si capisce a fondo. È pura illusione l'idea che l'applicazione di poche formule a grandezze non adeguatamente elaborate, analizzate e ponderate significhi valutare un'impresa.

1.1 I quattro ambiti nei quali la misurazione del valore è necessaria

La misurazione del valore delle imprese è problema che viene da lontano (da quando esiste l'impresa capitalistica), ma da non molto tempo ha raggiunto l'importanza che oggi gli è generalmente riconosciuta. Solo negli ultimi decenni, infatti, il valore è divenuto una componente essenziale e irrinunciabile nel bagaglio delle conoscenze di imprenditori, manager, operatori finanziari, professionisti e consulenti d'impresa, cui da poco tempo si aggiungono gli operatori della contabilità e del controllo. Le teorie e i modelli applicati alla **misurazione del valore dell'impresa** (sinteticamente useremo talora l'espressione *misurazione del valore*) appaiono oggi rilevanti specialmente in quattro ambiti operativi:

1. *l'ambito delle garanzie societarie*, con particolare riferimento alla tutela dei soci minoritari e degli *stakeholders* privi di potere diretto di controllo, specie nelle operazioni cosiddette di «finanza straordinaria»;

2. *l'ambito delle acquisizioni e cessioni di imprese*. In tale ambito, principalmente mediante i processi di acquisizione/fusione, di concentrazione alla ricerca di vantaggi e sinergie, di ristrutturazione finanziaria, di cessione di società e di aree d'affari, di *turnaround*, di quotazione dei titoli ai pubblici mercati (IPO) ecc., le aziende realizzano operazioni spesso di grande rilevanza per il successo e per la sopravvivenza. Operazioni che trovano nel valore un riferimento dominante e nella sua corretta misura una necessità imprescindibile;

3. *l'ambito della formazione del bilancio*. 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 conseguenza 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.);

4. *l'ambito delle stime di performance periodica delle imprese*, al di là delle pure risultanze contabili di periodo, spesso inadeguate e lacunose (nonostante gli IAS). Queste ultime stime rispondono all'intento sia di offrire a imprenditori e manager strumenti di orientamento strategico-gestionale (creazione o distruzione di valore), sia di giudicare l'efficacia del comportamento dei manager, collegandola al sistema delle loro ricompense.

1.1.1 Le garanzie societarie

La corretta determinazione del valore dell'impresa è una garanzia per tutti gli stakeholders

La misurazione del valore è tema da sempre presente nel quadro delle operazioni di «finanza straordinaria», cioè in tutte le operazioni che esigono o almeno rendono opportuno l'accertamento di un valore in un dato momento, prevalentemente per un fine di garanzia societaria. Ciò in quanto tali operazioni:

1. regolano rapporti tra soci attuali, o tra soci attuali e potenziali;

re è necessaria

che viene da lontano (da tempo ha raggiunto l'impulso negli ultimi decenni, e irrinunciabile nel bagaglio finanziari, professionisti o gli operatori della contabilità) **misurazione del valore** (o *misurazione del valore*) è operativa:

impegno alla tutela dei soci e al controllo, specie nelle ope-

re ambito, principalmente in relazione alla ricerca di vantaggi di società e di aree d'affari (IPO) ecc., le aziende hanno successo e per la sopravvivenza dominante e nella sua

applicazione dei nuovi principi contabili fatto irruzione nella *value* ha sostituito infatti l'importanza del necessario adeguamento e di misurazione del valore. Il controllo debbono così, delle *Business Units*, di

imprese, al di là delle pure operazioni (nonostante gli IAS). I imprenditori e manager sono o distruzione di valore. I manager, collegandola al

Il quadro delle operazioni esigono o almeno rendimento, prevalentemente operazioni:

potenziali;

2. danno conferme, dimostrazioni e garanzie formali sull'esistenza di un certo valore del capitale (o di specifici *assets*) sia ai soci, sia ad altri *stakeholders* (con i creditori in prima linea), sia ai mercati finanziari.

Da ciò una casistica variegata di situazioni, che in forme più o meno vincolanti e più o meno formalizzate, quasi sempre con il ricorso a esperti indipendenti, richiedono giudizi sul valore: scorpori, fusioni, scissioni, trasformazioni, aumenti di capitale in natura o comunque con rinuncia ai diritti d'opzione, determinazione di rapporti di conversione per emissioni obbligazionarie, emissione di *warrants*, aumenti di capitale con sovrapprezzo, scelta del prezzo iniziale di quotazione, fissazione di prezzi - base per offerte pubbliche, cessioni all'interno dello stesso gruppo ecc. In tutte queste situazioni il ricorso all'esperto indipendente, in taluni casi designato dalla pubblica autorità, ha proprio il significato di assicurare, con l'esperienza tecnica e l'indipendenza di giudizio, la garanzia ai terzi sulla correttezza dei valori scelti.

In quasi tutti i paesi la pratica delle valutazioni aziendali nasce storicamente da queste funzioni di garanzia, tipicamente operanti sul piano societario. Ciò spiega anche il tradizionale formalismo e l'esigenza di dimostrazione e di obiettività dei metodi adottati. *Formalismo e dimostrabilità* (almeno apparente) hanno fatto per lungo tempo premio perfino sulla *razionalità* dei criteri di stima.

Come si è detto, quello fin qui descritto è però solo il primo degli ambiti nei quali il tema della valutazione del capitale assume rilevanza.

1.1.2

Le acquisizioni e cessioni di imprese

La valutazione dell'impresa necessaria in vista di strategie di sviluppo e ristrutturazione

Il secondo ambito è quello delle «**acquisizioni e cessioni di imprese**», detto anche delle «**strategie di sviluppo, di integrazione e di ristrutturazione**». Alla loro origine, risalendo nel tempo fino alla fine del XIX secolo, sono le operazioni di **mergers and acquisitions** (acquisizioni e fusioni di imprese). Operazioni che si manifestano a ondate successive (negli Stati Uniti, per esempio, a cavallo tra l'Ottocento e il Novecento, negli anni Venti, tra il 1967 e il 1969, negli anni Ottanta e Novanta, continuando in questi ultimi anni); ondate che si manifestano sempre più imponenti, ma che dagli anni Ottanta del secolo scorso sono ovunque fatti ricorrenti, diventando una stabile componente delle strategie aziendali. L'attenzione ai problemi valutativi è, in questo contesto, efficacemente stimolata da vari fenomeni, quali:

- il timore delle società sottovalutate dal mercato di subire «scalate» (laddove, come nei paesi anglosassoni, le società quotate siano «scalabili»);
- la crescente attenzione dedicata al rischio di acquisizioni a prezzi eccessivi, motivati dal desiderio di espansione a ogni costo o dalle necessità di reimpiego di liquidità nelle aziende mature;
- la riconosciuta opportunità di verificare periodicamente la convenienza di conservare o cedere «aree d'affari» o società controllate che producono scarso valore o addirittura ne perdono;
- la necessità di un'attendibile misura delle sinergie ottenibili dalle fusioni e

quindi del prezzo-limite per l'impresa trattata (*l'impresa-target*, nel linguaggio degli addetti ai lavori).

Analoghe esigenze valutative, con proprie peculiarità, si pongono obiettivi quali la ristrutturazione finanziaria di imprese e di gruppi, il *leveraged buy-out*, il *management buy-out*, il *turnaround* di imprese in crisi (legato o meno all'entrata di nuovi soggetti economici).

Simili obiettivi vengono collegati, nel corso degli anni Ottanta del secolo scorso, quando cominciano a manifestarsi con intensità e continuità, da un approccio strategico giudicato di grande interesse: il *value-based planning*, con il supporto di un'intelligente teorizzazione (la *teoria di creazione del valore*). Questo tipo di approccio, sia pure lentamente, ha cominciato a farsi strada anche in Europa nei primi anni Novanta: così che da oltre un decennio si segnalano anche in vari paesi europei significative applicazioni dell'approccio strategico del «valore per gli azionisti».

1.1.3 La formazione del bilancio

Le misure di valore e i principi contabili internazionali

Il terzo ambito nel quale il tema della valutazione è diventato parte essenziale delle conoscenze è quello del **bilancio**, per effetto dell'adozione dei nuovi principi contabili internazionali. È, questo, un problema che nasce:

- dall'esigenza di rendere comparabili i risultati dei bilanci, al fine di rendere trasparente il processo della selezione dei titoli da parte degli investitori finanziari;
- dal fatto che la capacità di raccolta dei capitali di rischio (e, in generale, dei mezzi finanziari) è diventato un fattore di peso decisivo per lo sviluppo delle imprese;
- dall'accresciuto peso degli intangibili nella composizione dell'attivo aziendale;
- infine, dalla caduta (in Europa) dei rischi di inflazione, che libera il bilancio dal rischio delle distorsioni contabili generate dall'«illusione monetaria».

Gli IAS avranno conseguenze di rilievo non solo sui risultati periodici, ma anche sul valore delle stesse società, imponendo rilevanti problemi di cultura, di formazione, di organizzazione. Non ultimo tra questi problemi è la maggiore volatilità dei risultati di bilancio, che può influenzare le politiche dei dividendi e della comunicazione al mercato.

1.1.4 Le stime di performance periodiche

Misurazione del valore dell'impresa per misurarne la reale performance periodica

Il quarto ambito della misura del valore è legato, come si è detto, al decrescente credito che la misura puramente contabile dei risultati di periodo riscuote come stima della **performance** effettivamente realizzata dalle imprese. Su questo aspetto ci soffermiamo maggiormente, non perché sia da considerare più rilevante degli altri, ma poiché è il meno noto e praticato.

del valore; e ancor più se, a ragione della complessità e onerosità di misurazione di tale dinamica, possano sostituirla nel breve termine.

Conoscere
l'impresa
per valutarla
a fondo

A completamento di quanto finora esposto crediamo opportuno proporre una considerazione di portata generale.

Da tempo si è in noi sviluppato il convincimento che la valutazione dell'impresa debba essere considerata un tema centrale per l'economia aziendale: da ciò l'attenzione a esso dedicata. Ciò in quanto la valutazione dell'impresa esige conoscenze attente a tutti gli aspetti della sua vita interna (dal marketing alla tecnologia, dalla finanza alla ricerca, dall'organizzazione alla contabilità), alle sue relazioni con i mercati e con l'ambiente esterno in generale, alla sua storia e alle sue prospettive, ai rischi che l'accompagnano (e che vanno tradotti nei tassi di attualizzazione); il tutto da esprimere in forme sintetiche e da tradurre, infine, in una misura. Non si valuta in modo credibile un'impresa se non la si conosce e se non la si capisce a fondo. È pura illusione l'idea che l'applicazione di poche formule a grandezze non adeguatamente elaborate, analizzate e ponderate significhi valutare un'impresa. Per queste considerazioni, il processo valutativo diventa spesso una visione di sintesi di molti aspetti e problemi dell'impresa.

1.2 Valori e prezzi: concetti preliminari

I prezzi sono *dati* espressi dai mercati; i valori³ sono grandezze stimate a mezzo di previsioni di flussi, di apprezzamento dei rischi (e quindi dei tassi) e talora di quantità-stock, legate a mezzo di formule: in parte sono perciò *opinioni*. Quando prezzi e valori coesistono (il che non sempre avviene, poiché molte società non segnano regolarmente prezzi significativi per i loro capitali), possono non coincidere affatto. Ciò accade per una serie di ragioni, che meritano di essere esaminate.

1.2.1 La presenza di variabili operanti «a valle» rispetto al valore

Variabili
esterne
e interne
«a valle»
del valore

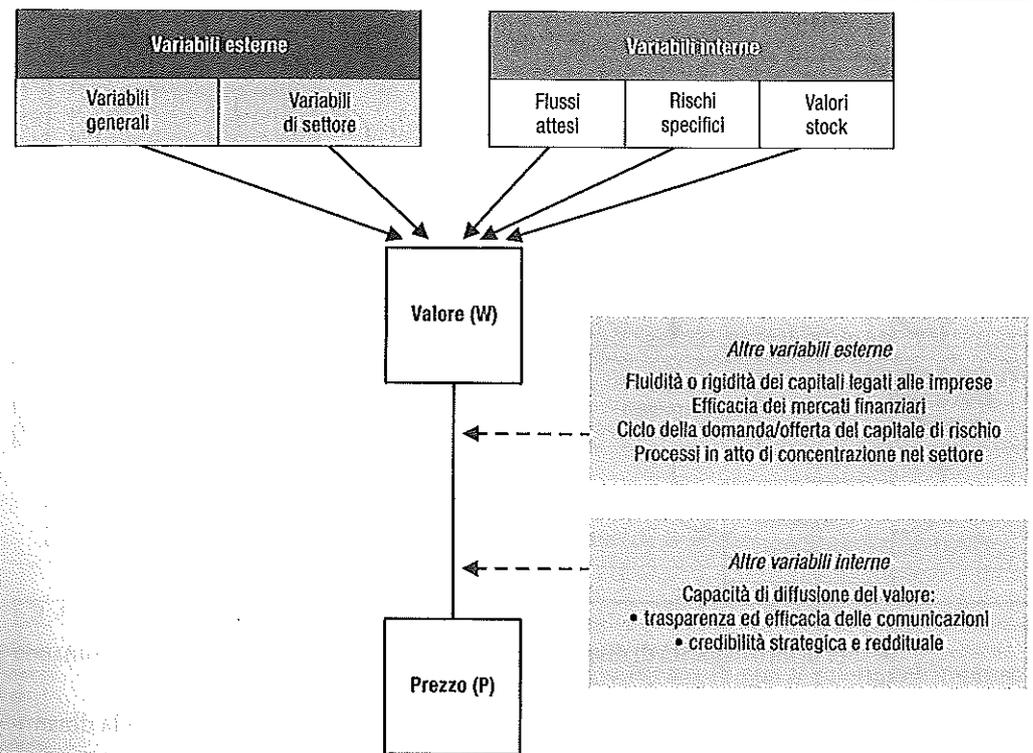
La prima spiegazione è offerta dalla Figura 1.1, dalla quale risulta che il prezzo è interessato da diverse variabili, soprattutto esterne ma anche interne all'impresa, che operano a valle rispetto al giudizio di valore⁴.

Una seconda ragione è collegata all'esistenza di vari tipi di prezzo (per esempio, prezzi per il controllo di una società, prezzi per quote ininfluenti sul controllo, prezzi di quotazione borsistica), e di varie modalità di misurazione del valore. Su questo secondo aspetto si tornerà più avanti, mentre il presente paragrafo si sofferma sul primo punto.

³ In questo paragrafo l'espressione *valore* è riferita alle valutazioni *assolute*; esso è rappresentato in questo paragrafo dal generico simbolo (W). I valori *assoluti* vengono contrapposti, nell'ambito delle misure di valore note al mondo operativo, ai valori *relativi*, basati su moltiplicatori.

⁴ Gli adattamenti della Figura 1.1 derivanti dalle valutazioni *relative* a mezzo di multipli sono messe in evidenza dalla successiva Figura 1.4.

Figura 1.1 Determinanti del valore assoluto (W) e del prezzo (P)



e onerosità di misurazione e.

opportuno proporre una con-

e la valutazione dell'impre-
r l'economia aziendale: da
lutazione dell'impresa esi-
rita interna (dal marketing
nizzazione alla contabilità),
sterno in generale, alla sua
pagnano (e che vanno tran-
nere in forme sintetiche e
nodo credibile un'impresa
È pura illusione l'idea che
adeguatamente elaborate,
sa. Per queste considera-
zione di sintesi di molti

andezze stimate a mezzo di
dei tassi) e talora di quanti-
opinioni. Quando prezzi e
molte società non segnano
ono non coincidere affatto.
ere esaminate.

valore

uale risulta che il prezzo è
anche interne all'impresa,

di di prezzo (per esempio,
ininfluenti sul controllo,
misurazione del valore. Su
il presente paragrafo si

so è rappresentato in questo
ambito delle misure di valore

multipli sono messe in eviden-

Le principali variabili «esterne» possono brevemente così essere commentate.

In primo luogo, i prezzi sono largamente influenzati dal modo secondo il quale ragionano e operano, nei vari paesi, gli investitori. Vi sono paesi nei quali si investe in azioni con transitorietà di assetti proprietari e con quote altamente frammentate (capitali «fluidi») e paesi nei quali si investe in aziende con assetti proprietari stabili e con quote di partecipazione spesso significative («capitali dedicati»). Nel primo caso il prezzo di mercato guida acquisti e vendite; ciò invece non accade nel secondo caso. Si veda la Figura 1.2, dedotta da uno studio di Michael Porter, con alcuni adattamenti⁵.

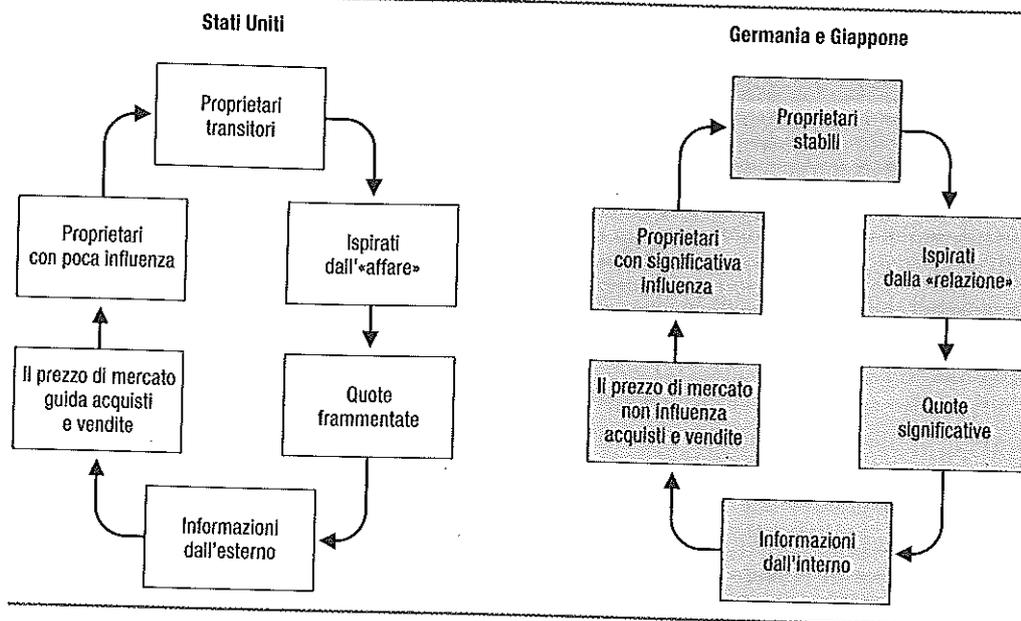
1.2.2 L'efficienza (o inefficienza) dei mercati finanziari

Collegata all'aspetto sopra descritto è l'efficienza (o inefficienza) dei mercati finanziari, che qui rileva soprattutto per tre aspetti:

- per la capacità dei mercati di segnare prezzi significativi e negoziabili per le società quotate;

⁵ M.E. Porter, «Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System», *Harvard Business Review*, settembre-ottobre 1992.

Figura 1.2 Capitali «fluidi» e «dedicati»



- per la loro capacità di disporre di valide contropartite all'offerta e alla domanda di capitali d'impresa, quotati o non quotati;
- in generale, per la loro attitudine e prontezza a riflettere nei prezzi la dinamica delle variabili fondamentali determinanti del valore (cioè il valore «creato» o «distrutto»).

Nei paesi nei quali i mercati sono così poco efficienti da risultare, anche per non brevi periodi, praticamente inesistenti (impossibilità sostanziale di nuove emissioni azionarie, assenza di contropartite per quote minoritarie o anche di controllo di società ecc.), è ovvio che i prezzi possono smarrire qualsiasi collegamento con il valore, almeno *pro tempore*.

1.2.3 La domanda/offerta dei capitali di rischio soggetta ad andamenti ciclici

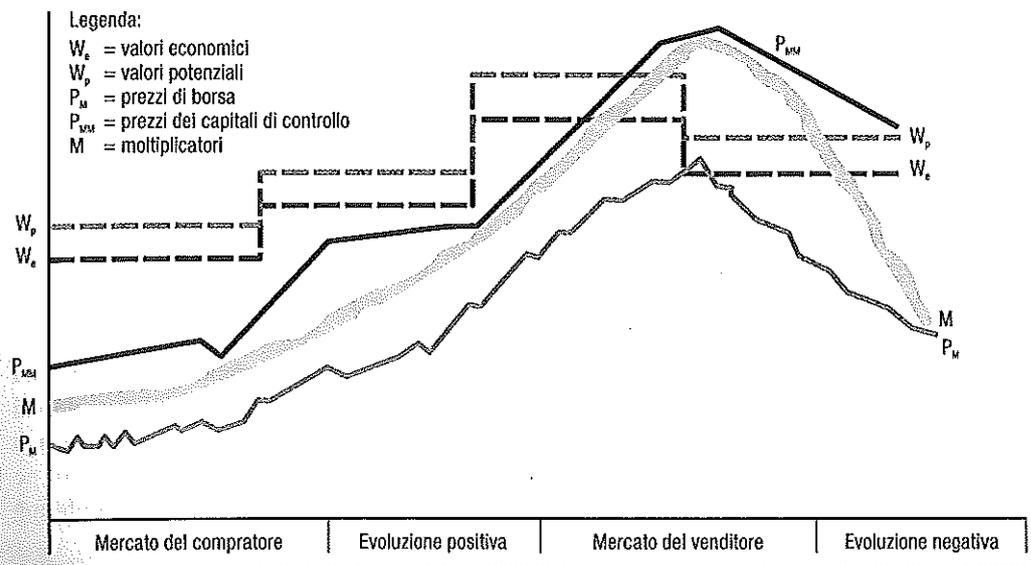
Come si vedrà più avanti, è possibile, in linea di massima, distinguere due fasi-limite:

- la prima («mercato del compratore») caratterizzata dalla prevalenza dell'offerta;
- la seconda («mercato del venditore») caratterizzata dalla prevalenza della domanda.

Esse sono intervallate da fasi di evoluzione positive o negative (si veda la Figura 1.3).

Nella prima fase si verifica una sistematica sottovalutazione dei capitali, nella seconda una sistematica sopravvalutazione.

Figura 1.3 Relazioni nel tempo tra valori e prezzi



1.2.4 I processi di concentrazione

Un quarto fattore «esterno» influenzante il prezzo (e non il valore dell'impresa *stand alone*) si collega a peculiari condizioni di settore: alludiamo ai **processi di concentrazione**, che, per periodi più o meno estesi (che possono anche scomparire e riprodursi) interessano le imprese di dati settori. Ciò si lega alla ricerca di vantaggi sinergici che le imprese (specialmente quelle appartenenti ai settori maturi) ricercano con forza in determinati periodi, mediante le economie di scala, i miglioramenti di efficienza, l'acquisizione di nuovi prodotti/mercati, il rafforzamento delle quote di mercato, l'integrazione di tecnologie ecc.

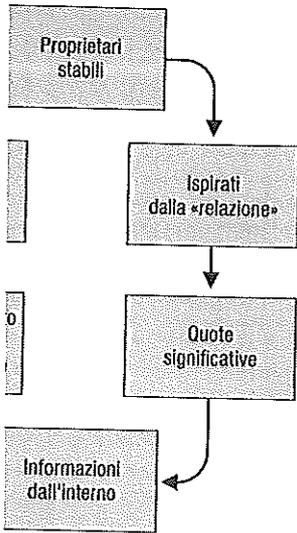
Durante le dinamiche di concentrazione si registra una caccia all'impresa integrabile, dalla quale si pensa di poter trarre importanti risultati sinergici, che il compratore è disposto, anche in gran parte, a riversare sul prezzo d'acquisto. In tal modo, indipendentemente dal suo valore, l'impresa-obiettivo è fatta segno a pressanti richieste, che *pro tempore* ne stimolano (e spesso ne gonfiano) il prezzo.

1.3 Valutazioni assolute e relative

In questo volume viene accolta con grande evidenza la contrapposizione tra **valutazioni assolute**, basate su modelli e formule, e **valutazioni relative**, basate sui moltiplicatori. Occorre fin d'ora approfondire i diversi contenuti che le caratterizzano (anche anticipando concetti che saranno meglio visti in seguito).

È opinione diffusa, quasi un luogo comune, che i risultati espressi dalle valutazioni *assolute* e dalle valutazioni *relative* a mezzo dei moltiplicatori possano *fisiologi-*

Germania e Giappone



e all'offerta e alla domanda

mettere nei prezzi la dinamica (cioè il valore «creato» o

la risultare, anche per non stanziale di nuove emissioni o anche di controllo di alsiasi collegamento con il

d andamenti ciclici

sima, distinguere due fa-

lla prevalenza dell'offerta; dalla prevalenza della do-

negative (si veda la Figura-

tazione dei capitali, nella

camente divergere; e comunque che la loro mancata coincidenza sia ammissibile, almeno entro certi limiti. Solo divergenze molto rilevanti, di fatto esprimenti risultati valutativi in netto contrasto tra di loro e che si smentiscono vicendevolmente, sarebbero motivo di vera preoccupazione, potendo inficiare o rendere inaffidabile l'intero processo valutativo.

Il ruolo
predominante
nel passato
delle valutazioni
assolute

Si può partire dall'osservazione che i due approcci valutativi hanno storicamente assunto funzioni e posizioni differenti. Fino all'esplosione delle valutazioni *relative* nel mondo delle *merchant banks*, i multipli hanno ricoperto, specie nell'ottica professionale, un ruolo ancillare rispetto alla valutazione *assoluta*. Questa è stata anche la posizione dell'accademia, nell'Europa continentale molto più nettamente che non nel mondo anglosassone, dove appunto nascono i metodi *relativi*.

La condizione ancillare si traduce nella nota e lungamente condivisa regola che i metodi *assoluti* esprimono il metodo «principale» e quelli *relativi* il metodo «di controllo». A quest'ultimo si chiede tutt'al più una conferma; e se questa manca in modo evidente, il metodo «principale» è da ricontrollare. Difficilmente però ne derivano smentite e rinunzie: ci si può anche limitare a osservare che la conferma non c'è stata.

In questo atteggiamento si esprime il convincimento che solo l'approccio *assoluta* possa spiegare (e documentare) «tutto» sul valore misurato, mentre il controllo per via dei multipli esprime una visione limitata: è un'opinione estratta dal mercato; e il mercato, anche per la sua volatilità, può in un certo momento esprimere opinioni non fondate e alle quali non sarebbe il caso di dare troppo peso. Quando, addirittura, manipolando le scelte dei multipli e soprattutto la scelta del campione di società comparabili, non si «piega» il metodo di controllo in modo che dia comunque la conferma richiesta. Allora l'ancillarità si trasforma, a evidenza, nell'inutilità del controllo. L'esperienza professionale è stata, purtroppo, ricca di simili esempi.

L'importanza
crescente dei
moltiplicatori

La fase storica successiva supera radicalmente tale impostazione, almeno in larga parte degli ambienti interessati ai problemi valutativi, con la principale (seppure parziale) eccezione del mondo professionale.

Negli ultimi tempi i moltiplicatori diventano di gran moda e si diffondono anche al di fuori delle *merchant banks*. Le ragioni di ciò sono note, e non staremo qui a ripeterle. Basti rammentare:

- la grande lievitazione dei prezzi di borsa nell'ultimo decennio del XX secolo (alla base della quale sta proprio l'esplosione dei moltiplicatori), con la conseguente divaricazione tra quotazioni e valori contabili di capitale netto;
- la cresciuta importanza degli intangibili e la difficoltà di valutarli analiticamente;
- il grande sviluppo sia della funzionalità primaria dei mercati borsistici sia delle operazioni di acquisizione e fusione;
- non ultimo, il fatto che i metodi *assoluti* devono fare sempre più spesso riferimento a flussi attesi anche a lungo termine, flussi di difficile e talvolta ardua previ-

La nec
di un e
fra i di
approc
valutaz

coincidenza sia ammissibile, anzi, di fatto esprimenti risultanti che tendono a diventare sempre più divergenti, a disorientare o rendere inaffidabile

metodi valutativi hanno storicamente prevalso sulle valutazioni relative. Questo è stato un errore molto più nettamente che non i metodi relativi.

La recente condivisa regola che impone di usare quelli relativi il metodo «di controllo»; e se questa manca in pratica. Difficilmente però ne è possibile osservare che la conferma

che solo l'approccio assoluto è misurato, mentre il controllo è un'opinione estratta dal caso in un certo momento esprime il caso di dare troppo peso. Il controllo e soprattutto la scelta del metodo di controllo in modo arbitrario si trasforma, a evasione, in un'opinione arbitraria, pur troppo,

postazione, almeno in larga misura con la principale (seppure

si diffondono anche al di fuori, e non staremo qui a ripete-

l'ultimo decennio del XX secolo (multiplicatori), con la conseguenza di un capitale netto; l'incapacità di valutarli analiticamente.

mercato borsistico sia delle

è sempre più spesso riferibile a un controllo difficile e talvolta ardua previ-

sione. Oltretutto le valutazioni a mezzo dei multipli appaiono, almeno nelle applicazioni meno accurate, più snelle, meno impegnative, meno costose.

Ce n'è abbastanza perché, almeno di fatto (ma talora anche dichiaratamente), i metodi relativi prendano il sopravvento, divenendo dominanti. Anche quando non vengono indicati come «metodo principale», lo divengono nella realtà, tanto che non sono pochi i casi osservabili in cui proprio sui multipli si fondano i risultati finali delle valutazioni; anche se (più che altro per obbligo formale, o per non smentire consolidate tradizioni) sono confortati da metodi assoluti basati sui flussi a lungo termine e soprattutto sul «valore terminale» all'n-esimo anno. Ma si tratta non di rado di un appoggio apparente, poiché dall'indimostrabilità delle previsioni spinte sui periodi temporali così ampi si trae l'occasione per «piegare», nei fatti, la previsione alla pura e semplice finalità della conferma di valori già espressi dai multipli.

In tal modo, voluto o non voluto, dichiarato o non dichiarato, ammesso o non ammesso che sia (in alcuni paesi e per certe finalità di stima) dalle norme legali e dalla cultura dominante, dai moltiplicatori discendono in tal modo le vere decisioni valutative.

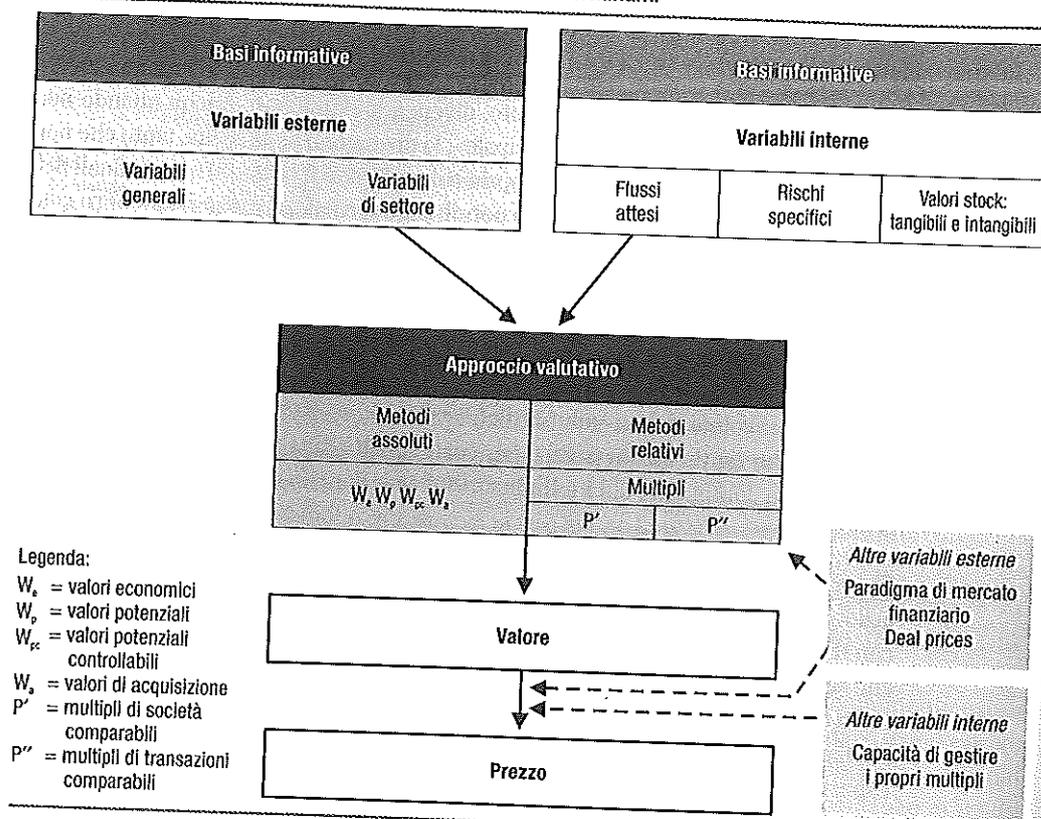
La necessità di un equilibrio fra i diversi approcci nella valutazione

Ci vorranno gli errori clamorosi commessi da molte parti protagoniste delle valutazioni delle società della *new economy* e in particolare delle aziende di Internet, con IPO, fusioni, acquisizioni e scorpori motivati con moltiplicatori fantasiosi (perché «casuali»), per rendersi conto dei pericoli cui le valutazioni relative possono in molti casi essere esposte. Gli argomenti, fino ad allora (cioè fino allo scoppio della «bolla» speculativa nell'anno 2000) risonanti nel deserto, degli accademici e degli esperti più seri tornano a essere ascoltati. È l'avvento di un nuovo, più ragionevole, equilibrio tra gli approcci valutativi.

Come già noto, nella nostra ottica, espressa dal *Giudizio Integrato di Valutazione*, sulla quale più avanti torneremo ampiamente, tale condizione è rappresentata dalla posizione assunta dai «pilastri» valutativi, cioè dalle «formule» e dai moltiplicatori, che si scambiano mutuo appoggio, in una condizione di apporti reciproci e di ibridazione che significano anche parità di importanza e di dignità. A questo punto, a seconda dell'oggetto e degli scopi della stima, l'uno o l'altro approccio possono prendere il sopravvento, ma ciò non significa più né una graduatoria di importanza, né che un approccio possa applicarsi senza l'integrazione dell'altro. In un certo senso se ne può affermare la complementarità, che tende appunto a escludere i concetti di dominio, di prevalenza, di unicità.

Ci rendiamo conto come questa posizione possa risultare scomoda, poiché significa inevitabilmente una complicazione del processo valutativo. Ma, d'altro lato, è inutile farsi illusioni: se si vogliono contenere il più possibile i rischi di errore, documentare in modo convincente le decisioni assunte, se si vogliono evitare le manipolazioni (anche scandalose) cui abbiamo assistito, bisogna dedicare alla stima del valore l'insieme di strumenti, di informazioni e di risorse che il processo esige. In questo senso l'attenzione dedicata al tema della valutazione relativa si affer-

Figura 1.4 Valori assoluti, valori relativi e prezzo: loro determinanti



ma come un capitolo essenziale e immancabile della teoria e della pratica della valutazione aziendale.

Le variabili che influiscono sul prezzo

La Figura 1.4 (che è una rielaborazione in quest'ottica della Figura 1.1) illustra i concetti sopra esposti, mettendo in evidenza:

- le relazioni tra *valore* e *prezzo*;
- le relazioni tra i due approcci valutativi (*assoluto* e *relativo*).

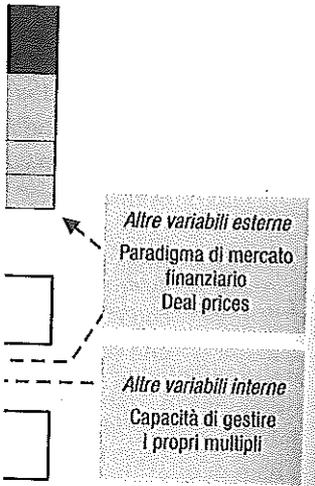
Come risulta di immediata evidenza, sul prezzo influiscono, oltre che tutte le determinanti del valore, anche altre variabili, sia esterne sia interne. Le prime sono riconducibili al «paradigma di mercato» e ai *deal prices*, le seconde alla capacità di ogni azienda di «gestire» i propri moltiplicatori e quindi di influenzare le opinioni della comunità finanziaria, possibilmente volgendo a proprio favore.

Le variabili che influiscono sul valore

Il *valore* è, a sua volta, influenzato da una serie di informazioni sulle variabili esterne (incontrollabili da parte delle singole aziende) e interne, queste ultime tradotte, ai fini valutativi, in informazioni sui flussi attesi, sui rischi (e perciò sui tassi), sui valori-stock sia tangibili sia intangibili.

Concezione tradizionale e nuova concezione dell'approccio valutativo

Fatti informative	
Variabili interne	
Rischi specifici	Valori stock tangibili e intangibili



Le cause delle possibili divergenze nei risultati ottenuti con i due approcci

Il complesso delle informazioni di base (variabili esterne e interne) viene trattato e filtrato attraverso un idoneo approccio valutativo, cui corrisponde un apparato metodologico complesso. Tale apparato raccoglie, analizza, seleziona, sintetizza le informazioni, e le traduce, quando può, in termini quantitativi. Alcune delle quantità così ottenute, collegate da «formule» razionali, sono le determinanti del valore. Fin qui la concezione tradizionale del *valore*.

Nella nuova concezione cui si ispira questo libro, l'approccio valutativo (che comprende anche i metodi *relativi*, oltre a quelli *assoluti*) riceve una serie di dati e di altre informazioni dal «paradigma di mercato finanziario» e dai *deal prices*, attraverso i multipli di società comparabili (*equity side* e *asset side*) e di transazioni comparabili.

Ciò significa in primo luogo che il giudizio finale di valore nasce da un *processo valutativo* del quale è parte anche la valutazione *relativa*. I moltiplicatori diventano così una delle componenti essenziali di tale processo.

Un tema che non solo non può essere eluso, ma deve ricevere fin d'ora l'attenzione che merita, riguarda il possibile divario dei risultati espressi da valutazioni *assolute* e *relative*, alla ricerca, ovviamente, di fattori e di circostanze che possano offrire, di tali divari, spiegazioni razionali e sistematiche.

Conviene partire da un esempio storico. Tra il 1995 e il 2001 il prezzo dell'azione General Electric, tra i più importanti titoli quotati a Wall Street (debitamente corretto per gli aumenti di capitale) passa da 8,5 a 47,9 dollari, cioè si moltiplica per 5,66 volte. Questa rilevante variazione in aumento è spiegata:

- per meno della metà (41 per cento) dai migliori risultati raggiunti (applicando, infatti, agli utili del 2001 il multiplo corrente nel 1995 si otterrebbe un prezzo di 19,84 dollari);
- per il resto (59 per cento) dalla dinamica del multiplo P/E, che è aumentato nel periodo del 241 per cento, portandosi da 19,8 a 47,9.

La dinamica del multiplo è dunque in larga parte dovuta all'aumento generale e di settore dei multipli, e per una parte più limitata a un miglioramento specifico dei multipli dalla società.

In via di larga approssimazione, circa 2/5 dell'aumento del livello del valore è riferibile alle migliorate performance e alle attese di ulteriori miglioramenti specifici (al di sopra della media di settore), e gli altri 3/5 al cambiamento del paradigma di mercato.

Se affrontiamo il tema a livello generale, al di là dei molti esempi possibili, il discorso diventa più complesso. Intanto, come è noto, esistono diverse «formule» per la valutazione *assoluta*: perciò occorre di volta in volta precisare a quale di esse si fa riferimento, perché esse conducono a risultati anche molto diversi tra di loro. Così come si usano vari multipli: a questo proposito sono senz'altro da escludere, nel raffronto, i multipli «casuali», per i quali nessuna teorizzazione avrebbe senso. Inoltre, va attentamente soppesato l'impiego, accanto ai multipli di società

teoria e della pratica della

a della Figura 1.1) illustra

relativo).

uiscono, oltre che tutte le
erne sia interne. Le prime
deal prices, le seconde alla
atori e quindi di influenza-
ente volgendo a proprio

azioni sulle variabili ester-
erne, queste ultime tradot-
i rischi (e perciò sui tassi),

comparabili, dei multipli di transazioni comparabili, la cui utilizzazione esige specifiche cautele.

Le possibili divergenze tra i due grandi approcci valutativi possono, in linea di massima, essere spiegate con i seguenti fatti:

- a. il diverso contenuto logico;
- b. il peculiare supporto informativo (alcune variabili, sia interne sia esterne, influenzano il prezzo ma non il valore);
- c. il differente grado di stabilità nel tempo;
- d. l'oggetto della valutazione (valore totale o di quote di controllo dell'impresa, a fronte della valutazione di titoli di minoranza anche di peso trascurabile nel caso di P');
- e. gli scopi della valutazione (valutazioni per scopi di garanzia societaria e di bilancio; per fini di negoziazione; per misure di performance ecc.);
- f. in taluni casi può giocare anche il differente impiego di risorse e di tempo per lo svolgimento delle ricerche e delle stime.

Il diverso contenuto dei due approcci

Il punto *a* è di grande rilevanza. In sintesi, l'approccio *assoluto*, basato sulle «formule»:

- contiene teoricamente solo *componenti razionali* (le «formule» dovrebbero, per definizione, escludere qualsiasi componente irrazionale);
- dipende nella fondatezza dei suoi risultati dalla *validità delle informazioni* e dell'*analisi fondamentale* che le seleziona e le organizza: in particolare, dall'affidabilità delle previsioni attinenti ai flussi attesi e dalla razionalità dei tassi di attualizzazione e di capitalizzazione;
- si basa largamente su flussi attesi nel medio-lungo termine: di fatto, molto spesso il *peso dei flussi lontani nel tempo è determinante* (da ciò l'importanza della scelta dei tassi).

L'approccio *relativo*, a sua volta:

- contiene sia componenti razionali (le performance), sia fattori di efficienza dei mercati, nonché speculativi e perfino emozionali (che, nell'insieme, formano il paradigma di mercato);
- fa tipicamente riferimento (almeno nella principale versione delle società comparabili) a orizzonti temporali assai limitati: come è noto, i risultati si fondano su performance reddituali⁶, ma riferite all'attualità o al brevissimo termine. È noto, infatti, che nel paradigma di mercato le attese di crescita sono quasi sempre subordinate alla capacità di reddito corrente.

⁶ Sono performance reddituali, nette o lorde, le quantità tipiche assunte al denominatore: E, EBIT, EBITDA (oppure MOL, RO ecc.); ma non vi è multiplo causale che non sia legato a E, poiché valgono le note relazioni:

$$P/BV = ROE \times P/E \quad (\text{con } ROE = E/BV);$$

$$P/V = M_v \times P/E \quad (\text{con } M_v = \text{margine sulle vendite}).$$

Anche P/CF è legato alle attese reddituali, componente importante del flusso di cassa atteso.

Fattori che influenzano i multipli

Differenti di stabilità dei risultati nel corso del tempo

I differenti oggetti di valutazione

I differenti scopi di valutazione

Fattori
che influenzano
i multipli

Sul punto *b*, il paradigma di mercato finanziario, le vicende storiche dei *deals*, la *governance*, l'efficacia della comunicazione ecc. influenzano i multipli, ma non dovrebbero influenzare il valore.

Differenti gradi
di stabilità
dei risultati
nel corso
del tempo

Sul punto *c*, i due approcci, proprio in relazione ai loro contenuti logici e informativi, conducono a risultati dotati di diversa stabilità nel tempo. L'approccio *assoluto* esprime infatti risultati tendenzialmente stabili, almeno nel breve termine, salvo situazioni eccezionali; mentre l'approccio *relativo* è per definizione instabile anche nel breve, come conseguenza della volatilità del paradigma di mercato e dell'andamento dei *deals*.

I differenti
oggetti della
valutazione

Sul punto *d*, le valutazioni *assolute* si prestano per tutte le finalità, anche se il loro primo risultato esprime *sempre il valore totale dell'azienda*; per il passaggio al valore di quote del capitale di vario peso e significato (di controllo, di minoranza, trascurabile ecc.) si esigono procedure successive di «adattamento» dei valori (premi per il controllo, sconti di minoranza ecc.). In altro aspetto, si hanno anche «adattamenti» per mancanza di mercato dei titoli (illiquidità, *lack of marketability*). Per le valutazioni *relative* bisogna distinguere:

- il metodo delle società comparabili attinge i prezzi che i multipli iscrivono al numeratore dalle quotazioni di borsa, cioè si ispira tipicamente a livelli di valore «non di controllo»;
- il metodo delle transazioni comparabili, invece, più spesso (quasi sempre) assume ed elabora prezzi di quote di controllo o partecipanti al controllo del capitale.

Nel primo caso, quando l'azienda-obiettivo della valutazione è un'impresa non quotata, come spesso accade, si può porre anche il problema dell'«aggiustamento» del moltiplicatore per tenere conto dell'illiquidità. Nel secondo caso molte cautele sono necessarie quando la transazione non riguarda il 100 per cento del capitale.

I differenti
scopi della
valutazione

Sul punto *e*, le valutazioni assolute si prestano a tutte le finalità:

- nell'ambito delle garanzie societarie, con particolare riferimento alla tutela degli azionisti minoritari;
- ai fini di bilancio;
- al fine delle trattative di acquisizioni/vendite di società (nell'ambito delle strategie di sviluppo, di integrazione e di ristrutturazione delle società);
- nell'ambito delle stime di performance periodica delle imprese;

anche se, ovviamente, ogni finalità esige o preferisce un dato «modello».

Nell'ambito delle stime ai fini di garanzie societarie e di bilancio le valutazioni *relative* hanno un peso spesso discusso, con varietà di opinioni; ma, come vedremo nei successivi paragrafi, molte opinioni debbono essere riviste, mentre sono un riferimento spesso insostituibile nell'ambito delle trattative di acquisizione-vendita. Esse, inoltre, rispondono anche a scopi diversi rispetto alle tipiche fina-

cui utilizzazione esige spe-

valutativi possono, in linea

ibili, sia interne sia ester-

quote di controllo dell'im-

pi di garanzia societaria e

performance ecc.);

impiego di risorse e di tem-

ccio *assoluto*, basato sulle

(le «formule» dovrebbero,

ionale);

ità delle informazioni e del-

particolare, dall'affidabili-

altà dei tassi di attualizza-

termine: di fatto, molto spes-

(da ciò l'importanza della

), sia fattori di efficienza

(che, nell'insieme, forma-

rsione delle società compa-

risultati si fondano su per-

mo termine. È noto, infatti,

quasi sempre subordinate

ominatore: E, EBIT, EBITDA

ché valgono le note relazioni:

(con $ROE = E/BV$);

1 $Mv =$ margine sulle vendite);

di cassa atteso.

lità della valutazione delle aziende (si pensi ai *target prices* e ad altre finalità peculiari).

La diversa disponibilità di tempo e risorse dedicate alla valutazione

Sul punto *f*, l'approccio *assoluto* è inconcepibile senza adeguate risorse di mezzi e di tempo, per l'ampiezza delle informazioni (storiche e previsive) e dell'*analisi fondamentale* (riferita anche ai tassi) sulle quali dev'essere fondato, pena l'infondatezza e l'inaffidabilità delle conclusioni cui perviene. L'approccio *relativo* è adottato, nei fatti, anche come strumento agile ed economico di valutazione, anche se non vanno mai dimenticati i rischi di errore che tali comportamenti incontrano.

Un uso più accorto e più sofisticato dei multipli tende a rendere sempre meno accettabile un loro impiego legato esclusivamente a connotazioni di agilità e di economicità.

1.4 Le valutazioni assolute fondate sui flussi: le sole sicuramente razionali e universali

Con l'espressione **modelli fondati sui flussi** si identificano, com'è noto, due modelli valutativi: nell'ambito delle valutazioni *assolute*, quello *reddituale* e quello *finanziario*. Si tratta dei soli modelli sicuramente razionali e universali.

La razionalità dei modelli fondati sui flussi: formule teoriche e formule applicative

Per quanto riguarda la *razionalità* dei procedimenti fondati sui flussi, si può partire dall'osservazione che la formula teorica esprime il valore odierno del capitale (W_0) può essere rappresentata in uno dei seguenti modi.

1. Assumendo l'ottica dell'investitore (ottica «esterna»):

$$W_0 = \sum_1^n d_s v^s + P_n v^n \quad [1]$$

dove:

- d_s = dividendo pagato dall'impresa nell'anno s (per s variabile da 1 a n)
- P_n = prezzo più probabile ricavabile dalla cessione dell'impresa al tempo futuro t_n
- v^s, v^n = coefficienti di attualizzazione (in base ad appropriati tassi)

Questa formula è la rappresentazione fedele e attualizzata di tutti i proventi che l'impresa procurerà all'investitore tra il momento t_0 e il momento t_n in cui sarà rivenduta. Corrisponde perciò al valore di qualsiasi investimento secondo la teoria finanziaria⁷.

Essa dà evidenza al fatto, concettualmente e praticamente rilevante, che il valore odierno è determinato anche dal prezzo finale di cessione. Aggiungendo che risulta quasi sempre importante; diversamente da quanto accade per gli investimenti in

⁷ In alternativa alla [1] può essere adottata la nota formula del *Dividend Discount Model* (DDM), che definisce il valore come somma di tutti i dividendi percepiti dall'azionista, senza limiti di tempo. In una prospettiva infinita non vi sarebbero *capital gains*; e comunque, se l'investitore avesse un orizzonte limitato, il valore finale di cessione (P_n) sarebbe funzione dei dividendi attesi a quella data. Sul tema si veda anche il paragrafo 11.1.

get prices e ad altre finalità

adeguate risorse di mezzi e (e e previsive) e dell'analisi essere fondato, pena l'infon-
do. L'approccio *relativo* è adot-
tico di valutazione, anche se
comportamenti incontrano.

ide a rendere sempre meno
a connotazioni di agilità e di

le sicuramente razionali

ustificano, com'è noto, due
e, quello *reddituale* e quello
analitico e universalis.

ndati sui flussi, si può parti-
il valore odierno del capita-
modi.

»):

[1]

(per s variabile da 1 a n)
ione dell'impresa al tempo

appropriati tassi)

zzata di tutti i proventi che
e il momento t_n in cui sarà
vestimento secondo la teo-

ente rilevante, che il valore
sione. Aggiungendo che risulta
ade per gli investimenti in

ent Model (DDM), che definisce
tempo. In una prospettiva infini-
onte limitato, il valore finale di
veda anche il paragrafo 11.1.

beni strumentali deperibili, per i quali il valore finale tende a zero o è comunque trascurabile, l'impresa è un istituto per definizione destinato a lunga vita.

2. Assumendo l'ottica dell'impresa (ottica «interna»):

$$W_0 = \sum_1^n F_s v^s \quad [2]$$

dove:

F_s = flusso atteso per l'anno s (con s variabile da 1 a n e con n tendente a infinito); tali flussi vengono attualizzati in base ad appropriate scelte dei tassi.

Il **flusso atteso** può essere definito in senso economico (reddito) o finanziario (flusso di cassa). Le due formule teoriche, com'è evidente, rappresentano diversi punti di vista, tra i quali non è agevole compiere una scelta, poiché in parte si integrano. In proposito basti osservare che la frequente preferenza espressa dai cultori di finanza per la formula [1] non è né certa né definitiva.

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, come sono certamente in [1] la lunga serie dei dividendi attesi e il prezzo di cessione collocato in un momento futuro lontano e imprecisato, e com'è in [2] 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 dal loro confronto con l'una o l'altra formula teorica, della quale costituiscono una semplificazione, ma alla quale 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.

Come si rapportano il modello finanziario e quello reddituale alle formule teoriche? Sinteticamente, la risposta può essere formulata come segue.

Il **modello finanziario** sostituisce, rispetto alla formula [1], i flussi di cassa generati dall'impresa ai dividendi; e in luogo del prezzo di cessione conserva un «valore terminale» (V_n per P_n) quando, come di regola accade, il periodo di prevedibilità dei flussi (che comunque non va oltre il decennio) è inferiore alla vita dell'impresa. In tal modo i flussi attesi vengono suddivisi in due periodi: il primo detto di «previsione analitica», il secondo di «previsione sintetica» (a mezzo di V_n).

Rispetto alla formula [2], la semplificazione è nella convenzione che definisce V_n all'n-esimo anno, data l'imprevedibilità dei flussi annuali dopo n anni.

Il **modello reddituale** (nelle sue diverse formule), rispetto a [1], sostituisce ai dividendi i redditi generati dall'impresa, con una delle seguenti modalità:

- assumendo un reddito medio annuo per un periodo illimitato (e in ciò è ovviamente compreso anche il «valore terminale»);
- più spesso (oggi quasi sempre) assumendo i redditi prodotti (anno per anno)

per n anni a venire (periodo di previsione «analitica»); e poiché in tal caso n è limitato, si considera in aggiunta il «valore terminale».

Rispetto a [2], se il periodo è illimitato si ha la semplificazione del reddito medio annuale; se il periodo di previsione analitica è limitato, la semplificazione si traduce nella convenzione che definisce V_t .

Sia nel modello finanziario sia in quello reddituale vale il principio di attualizzazione di tutti i flussi attesi, come nella formula teorica, con l'avvertenza che la scelta del tasso costituisce uno dei problemi cardine della stima, di importanza non inferiore alla previsione dei flussi.

Nell'uno e nell'altro caso è evidente l'aderenza concettuale alle formule teoriche, delle quali ambedue le versioni (reddituale e finanziaria) sono rappresentazioni fedeli, o almeno molto prossime, pur con gli adattamenti resi necessari dalle esigenze operative.

L'irrazionalità del modello patrimoniale

Rispetto a quanto precede, apprezzamenti ben diversi valgono per altri modelli valutativi. 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 una ideale situazione di equilibrio e di trasparenza i prezzi delle attività che compongono il capitale dovrebbero esprimere i valori attuali 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 un'impresa.

Le incertezze derivanti dall'utilizzo dei modelli «misti»

Vanno considerati anche i **modelli cosiddetti «misti»**. Essi sono talora una «fusione» tra modelli fondati sui flussi e altri modelli (come accade per il ben noto **modello misto patrimoniale-reddituale**). In questo caso i valori patrimoniali sono solo un punto di partenza, soggetto alla verifica reddituale, verifica che può anche confermare tali valori, ma che spesso li rettifica pesantemente, specie in presenza di attese reddituali fuori dalla norma e quando l'orizzonte temporale di riferimento è ampio ($n = 8-10$ anni, per esempio).

In queste ultime condizioni la componente reddituale diventa dominante e la natura «mista» del modello è più un modo di spiegazione della stima, formalmente divisa nelle due componenti (valore patrimoniale e *goodwill/badwill*), che altro. Ciò non toglie che, anche in questo caso, tanto maggiore è il residuo peso lasciato alla componente patrimoniale, tanto più limitata è la razionalità attribuibile al risultato.

; e poiché in tal caso non è limi-

ificazione del reddito medio
, la semplificazione si tradu-

il principio di attualizzazione
l'avvertenza che la scelta del
, di importanza non inferiore

ncettuale alle formule teori-
finanziaria) sono rappresen-
li adattamenti resi necessari

si valgono per altri modelli
o patrimoniale, che in vari
modelli fondati sui flussi. Ora,
a, ad alcun confronto con le
le situazione di equilibrio e
ono il capitale dovrebbero
retari che da loro promane-
e dimostra la nota circostan-
prese, che possono esistere
di risultati positivi. A ciò si
alcun riferimento, per il tra-
i rischio comparativo degli

noniale, preso in se stesso,
il problema di valutazione di

isti». Essi sono talora una
come accade per il ben noto
to caso i valori patrimoniali
reddituale, verifica che può
ica pesantemente, specie in
ndo l'orizzonte temporale di

ale diventa dominante e la
gazione della stima, formal-
iale e *goodwill/badwill*), che
maggiore è il residuo peso
tata è la razionalità attribui-

L'universalità
dei metodi
basati
sui flussi

Deriva proprio da ciò la già ricordata tendenza degli ultimi decenni, nei paesi europei tradizionali utilizzatori del metodo misto, al progressivo ampliamento del periodo di riferimento della correzione reddituale, oltre che la crescente attenzione dedicata al tema del tasso di rendimento «normale», che è uno dei tipici parametri del modello.

L'universalità dei metodi valutativi assoluti fondati sui flussi si dimostra nei seguenti aspetti rilevanti:

- l'ampia diffusione in tutti i paesi e presso tutte le categorie di esperti interessati;
- la possibilità del loro utilizzo per tutte le finalità attinenti alle valutazioni delle imprese.

Quanto al primo aspetto, va ricordato come gli esperti che si occupano a vario titolo della valutazione di imprese possano dividersi in tre categorie:

1. il mondo accademico;
2. il mondo degli operatori finanziari (con le banche in prima linea) e della società di consulenza in materia di finanza, di strategia e di organizzazione;
3. il mondo professionale e delle società di revisione.

Nell'assegnazione di preferenze ai vari metodi si rileva una ben definita distribuzione sia per aree culturali e geografiche, sia per categorie di esperti, ma ciò avviene talvolta con sensibili diversità e anche con contraddizioni.

La categoria delle banche e delle società di consulenza è sostanzialmente concorde, in tutto il mondo, nell'accordare la preferenza ai modelli fondati sui flussi e in particolare ai modelli fondati sui flussi finanziari.

La categoria dei professionisti e dei revisori, che deve necessariamente tenere conto delle leggi e delle consuetudini locali, assume atteggiamenti più variegati, ma anche per questa categoria i metodi basati sui flussi, complessivamente, dominano o sono almeno prevalenti. In Europa, per esempio, sotto la forte spinta tedesca, i metodi reddituali o alcune loro varianti sono sempre stati forti.

In tempi recenti, in diversi paesi, una quarta categoria si è aggiunta alle tre tradizionali categorie di esperti di valutazione: si tratta delle stesse imprese, quando sono chiamate a valutare se stesse. Ciò si deve, in primo luogo, all'affermarsi delle strategie e delle misure di performance orientate allo *shareholder value approach* e al *value-based planning*. Strumenti che si sono dimostrati, secondo la pratica anglosassone, di alta efficacia: essenziali, per esempio, per selezionare le aree d'affari che generano o distruggono valore; per giudicare della convenienza di acquisizioni; per sollecitare interventi atti a migliorare le prospettive di utile e a controllare i rischi; per controllare il rapporto tra valori e prezzi nelle società quotate. Gli obiettivi del *value-based planning* non possono però essere realizzati senza controlli periodici del valore dell'impresa o di sue «aree»: da ciò la necessità per l'impresa di acquisire conoscenze adeguate sulle tecniche valutative.

Per questa nuova categoria di esperti in valutazione i metodi basati sui flussi sono un riferimento costante ed esclusivo; qui il vero problema, ai fini della frequente

ripetizione delle stime, è piuttosto quello della semplificazione e standardizzazione delle procedure.

La possibilità di applicare a qualunque fine di valutazione i metodi basati sui flussi

Oltre che dall'incontrastato dominio in termini di diffusione, l'universalità dei metodi fondati sui flussi risulta anche dalla loro applicabilità per tutti i fini che riguardano le valutazioni di imprese. Essi sono innanzitutto capaci di esprimere grandezze significative legate a giudizi di congruità (per acquisizioni e cessioni, per conferimenti, per la definizione di rapporti tra azionisti, per la verifica di valori iscritti in bilancio ecc.) e a giudizi di convenienza di qualsiasi specie. In questi ruoli competono sul piano applicativo con altri procedimenti di stima.

Il campo nel quale i metodi fondati sui flussi non trovano confronti è però nei giudizi di tipo relazionale: per esempio, al fine della determinazione dei concambi di fusione tra società non omogenee (in quanto non appartenenti allo stesso settore, o di dimensioni molto diverse, o con caratteristiche di efficienza e con risultati nettamente differenziati). Basti pensare, per rendere l'idea, al problema del concambio tra due holding, una delle quali con prevalenti partecipazioni assicurative e l'altra con prevalenti partecipazioni industriali. Giudizi relativi di valore si hanno, del resto, ogni qualvolta si voglia giudicare comparativamente della convenienza di investimenti alternativi.

I modelli fondati sui flussi non hanno alternative, infine, in materia di misura del valore delle «sinergie»: un tema di crescente rilievo in un mondo nel quale lo sviluppo per vie esterne, attraverso acquisizioni e fusioni, appare dominante nei vari settori. Così, per giudicare del prezzo-limite sopportabile per un'acquisizione, la misura dei vantaggi sinergici ottenibili non può che fondarsi su ipotesi di variazioni di flussi e di rischi per l'acquirente, a seguito dell'assunzione del controllo. Non vi sono altri procedimenti in grado di consentire simili apprezzamenti.

In altra ottica, che comprende in termini più generali anche alcuni dei campi di applicazione già sopra considerati, i metodi fondati sui flussi sono, per definizione, i soli atti a misurare i valori potenziali del capitale, quei valori, cioè, che derivano da proiezioni a lungo termine (talvolta meramente presunti o sperati) dei flussi attesi, sia di tipo reddituale sia di tipo finanziario, e dall'applicazione a tali attese (o speranze) di tassi di attualizzazione razionalmente scelti e accuratamente elaborati.

lificazione e standardizzazio-

diffusione, l'universalità dei
plicabilità per tutti i fini che
nanzitutto capaci di esprimere
(per acquisizioni e cessioni,
onisti, per la verifica di valori
ualsiasi specie. In questi ruo-
nenti di stima.

vano confronti è però nei giu-
rminazione dei concambi di
rtenenti allo stesso settore,
di efficienza e con risultati
e l'idea, al problema del con-
ti partecipazioni assicurative
idizi relativi di valore si han-
nparativamente della conve-

ine, in materia di misura del
n un mondo nel quale lo svi-
li, appare dominante nei vari
abile per un'acquisizione, la
ndarsi su ipotesi di variazio-
ssunzione del controllo. Non
ili apprezzamenti.

di anche alcuni dei campi di
ui flussi sono, per definizio-
e, quei valori, cioè, che deri-
ente *presunti* o *sperati*) dei
rio, e dall'applicazione a tali
nalmente scelti e accurata-

RIEPILOGO

In che ambito nasce storicamente la pratica delle valutazioni aziendali? La misurazione del valore delle imprese è un problema che viene da lontano (da quando esiste l'impresa capitalistica), ma da non molto tempo ha raggiunto l'importanza che oggi gli è generalmente riconosciuta. In quasi tutti i paesi la pratica delle valutazioni aziendali nasce con funzioni di garanzia dei soci minoritari e degli *stakeholder* privi di potere diretto di controllo, specie nelle operazioni cosiddette di finanza straordinaria.

In quali ambiti è necessaria la misurazione del valore? La misurazione del valore delle imprese è particolarmente rilevante in quattro ambiti operativi: 1. l'ambito delle garanzie societarie; 2. l'ambito delle acquisizioni e cessioni di imprese; 3. l'ambito della formazione del bilancio; 4. l'ambito delle stime di performance periodica delle imprese.

Qual è la differenza fra prezzi e valori? I prezzi sono dati espressi dai mercati. I valori sono grandezze stimate a mezzo di previsioni di flussi, di apprezzamento dei rischi (e quindi dei tassi) e talora di quantità-stock, legate a mezzo di formule: in parte sono perciò opinioni.

Prezzi e valori coincidono? Quando prezzi e valori coesistono (il che non sempre avviene, poiché molte società non segnalano regolarmente prezzi significativi per i loro capitali) possono non coincidere.

Di quali variabili risentono i valori? I valori risentono sia di variabili interne all'impresa che di variabili esterne. Quelle esterne sono le variabili generali e le variabili di settore. Quelle interne sono i flussi attesi, i rischi specifici e i valori stock.

Quali sono le altre variabili esterne che impattano sul prezzo? Sono: 1. la fluidità o rigidità dei capitali legati alle imprese; 2. l'efficacia dei mercati finanziari; 3. il ciclo della domanda/offerta del capitale di rischio; 4. i processi in atto di concentrazione nel settore.

Quali sono le altre variabili interne che impattano sul prezzo? Si tratta sostanzialmente della capacità di diffusione del valore, intesa principalmente come: 1. trasparenza ed efficacia delle comunicazioni; 2. credibilità strategica e reddituale.

Cosa si intende per efficienza/inefficienza dei mercati finanziari? Si intende: 1. la capacità dei mercati di segnare prezzi significativi e negoziabili per le società quotate; 2. la capacità di disporre di valide contropartite all'offerta e alla domanda di capitali d'impresa, quotati o non quotati; 3. l'attitudine e prontezza a riflettere nei prezzi la dinamica delle variabili fondamentali determinanti del valore (cioè il valore «creato» o «distrutto»).

Perché i valori assoluti sono più stabili dei valori relativi? Perché i valori assoluti risentono solo delle variabili fondamentali (flussi attesi e tassi), mentre i valori relativi risentono anche delle vicende dei mercati: fasi di euforia e depressione dei mercati azionari, alti e bassi nei processi di concentrazione tra imprese ecc.

A cosa è dovuto il possibile divario dei risultati espressi da valutazioni assolute e valutazioni relative? Le possibili divergenze tra i due grandi approcci valutativi possono, in linea di massima, essere spiegate con i seguenti fatti: 1. il diverso contenuto logico; 2. il peculiare supporto informativo (alcune variabili, sia interne che esterne, influenzano il prezzo ma non il valore); 3. il differente grado di stabilità nel tempo; 4. l'oggetto della valutazione (valore totale o di quote di controllo dell'impresa, a fronte della valutazione di titoli di minoranza anche di peso trascurabile); 5. gli scopi della valutazione (valutazioni per scopi di garanzia societaria e di bilancio; per fini di negoziazione; per misure di performance ecc.); 6. in taluni casi può giocare anche il differente impiego di risorse e il tempo per lo svolgimento delle ricerche e delle stime.

Cosa si intende per diverso contenuto logico delle valutazioni assolute rispetto alle valutazioni relative? L'approccio assoluto, basato sulle «formule»: 1. contiene teoricamente solo componenti razionali (le «formule», per definizione, dovrebbero escludere qualsiasi componente irrazionale; 2. dipende nella fondatezza dei suoi risultati dalla validità delle informazioni e dell'analisi fondamentale che le seleziona e le organizza; 3. si basa largamente su flussi attesi nel medio – lungo termine. L'approccio relativo, a sua volta: 1. contiene sia componenti razionali (le performance), sia fattori di efficienza dei mercati, nonché speculativi e perfino emozionali (che, nell'insieme, formano il paradigma di mercato); 2. fa tipicamente riferimento (almeno nella principale versione delle società comparabili) a orizzonti temporali assai limitati: come è noto, i risultati si fondano su performance reddituali ma riferite all'attualità o al brevissimo termine.

Tutti i modelli di valutazione sono ugualmente razionali e universali? No, i soli modelli sicuramente razionali e universali sono quelli fondati sui flussi (alternativamente reddituali o finanziari). Sono razionali in quanto è evidente la loro aderenza concettuale alle formule teoriche. Sono universali in quanto: 1. ampiamente diffusi in tutti i paesi e presso tutte le categorie di esperti; 2. possono essere utilizzati per tutte le finalità attinenti alle valutazioni delle imprese.