

## PROFESSIONISTI

---

### **L'approccio da seguire per una corretta valutazione del capitale economico aziendale**

di Massimo Simone

Valutare l'azienda significa sintetizzare le caratteristiche qualitative e quantitative della stessa in un'espressione monetaria. L'obiettivo che si deve prefiggere il valutatore non è quello di arrivare ad un valore puntuale e preciso di riferimento, cosa peraltro difficile se non impossibile, ma **quantificare un giusto prezzo per il venditore e per l'acquirente**, attraverso l'individuazione di un **intervallo di valori** entro cui si presume che con molta probabilità trovi collocazione l'effettivo valore dell'equity aziendale. Per valore del capitale proprio si fa riferimento all'ammontare di denaro in base al quale può aver luogo una compravendita avente per oggetto i titoli rappresentativi del patrimonio netto dell'azienda stessa. Come molto spesso ci è capitato di assistere nella pratica, in sede di closing della trattativa, sul valore o meglio sull'intervallo di valori quantificato in sede di valutazione, andranno ad incidere alcuni fattori e considerazioni di carattere esterno che non erano stati presi in considerazione in sede di applicazione della metodologia valutativa prescelta; tali fattori, non previsti in dottrina, non dico che possono rivoluzionare del tutto le stime a cui è pervenuto il valutatore, ma può accadere che in alcune circostanze gli stessi incidano notevolmente sulla determinazione del valore aziendale.

La valutazione, inoltre, deve avere come riferimento un **generico investitore finanziario**. Non deve prendere in considerazione, cioè, le caratteristiche di uno specifico acquirente e le sinergie potenziali.

L'intero processo valutativo si concretizza in un'operazione assai complessa che richiede, oltre un'approfondita conoscenza delle tecniche esistenti in dottrina, anche una forte dose di esperienza da parte del soggetto che la effettua. A seconda dei criteri metodologici impiegati, essa si può articolare in diverse fasi tra loro strettamente correlate (riclassificazione dei valori di bilancio, stima delle variabili previsionali per la costruzione del business-plan, individuazione dei parametri valutativi).

È bene fare qualche considerazione di fondo circa il comportamento che il valutatore dovrebbe assumere in sede di valutazione. Va detto, in primo luogo, che **non esistono regole ben precise e principi standard da seguire per procedere ad una valutazione d'azienda**. Riteniamo tuttavia opportuno dare alcuni suggerimenti che potrebbero tornare utili in tale sede.

In particolare, prima di procedere alla vera e propria valutazione del capitale aziendale è di fondamentale importanza avere le idee chiare su determinati punti e identificare le varie fasi

che si intendono percorrere.

In primo luogo, sarebbe bene procedere con un'**analisi storica** dell'azienda oggetto di valutazione al fine di conoscere più in dettaglio le caratteristiche e le peculiarità della stessa. Ciò che è necessario, quindi, è cercare di avere a disposizione maggiori informazioni possibili sull'azienda da valutare, anche attraverso colloqui con il management aziendale.

In secondo luogo, sarebbe importante avere anche una **conoscenza particolareggiata del settore** o nicchia di settore in cui l'azienda si trova ad operare. A tal fine potrebbe essere utile avere a disposizione anche qualche dato sui competitor diretti per procedere ad alcuni raffronti storici e analizzare il posizionamento dell'azienda stessa sul mercato.

Molto importante, inoltre, è l'**individuazione delle fasi** che si intendono percorrere nell'intero processo valutativo, attribuendo importanza e giusto peso a ciascuna di esse, a partire dalla **riclassificazione dei dati di bilancio**. Tale fase, infatti, rappresenta per l'analista finanziario o il valutatore sicuramente quella più laboriosa, ma senza dubbio di estrema importanza.

Altra fase significativa è costituita dalla **costruzione dello scenario prospettico**. In tale sede sarà determinante ai fini della valutazione e della quantificazione del valore finale del capitale economico aziendale la scelta delle variabili previsionali di natura economica, patrimoniale e finanziaria.

L'**individuazione dei parametri di valutazione** rappresenta, inoltre, un'ulteriore fase estremamente delicata (si pensi alla scelta del Tasso di sconto nel metodo dei flussi di cassa scontati o a quella dei multipli di mercato).

Per concludere, va detto comunque che quello da cui non può prescindere un buon valutatore è l'attenersi a criteri di **obiettività e razionalità**, soprattutto nella formulazione delle ipotesi previsionali e nella scelta dei parametri valutativi.

È bene fare alcune considerazioni di massima in merito ad un altro aspetto di fondamentale importanza che sicuramente non deve essere tralasciato o messo in secondo piano in sede di valutazione: l'**individuazione del criterio** o dei criteri da utilizzare. Esistono in teoria molteplici criteri per la valutazione del capitale economico aziendale, ciascuno dei quali trova la propria ratio su considerazioni ed aspetti ben distinti.

Il concetto di base è che **non esiste un metodo universale** di valutazione e proprio per tale ragione la scelta del criterio rappresenta una fase altamente importante. Tale scelta è influenzata da vari fattori, quali il **settore di appartenenza** dell'azienda oggetto di analisi, le **caratteristiche dell'impresa**, le particolari **fasi di vita** in cui l'impresa viene a trovarsi al momento in cui viene effettuata la valutazione.

Un'azienda immobiliare, ad esempio, va generalmente valutata con un criterio patrimoniale, dal momento che il valore dell'azienda sta sicuramente nel suo patrimonio; un'azienda che

presenta una più che buona capacità di generazione di cassa, invece, troverebbe nel metodo finanziario il criterio più adatto e confacente per essere valutata.

Si pensi adesso ad un'azienda in fase di star-up e ad una società in fase di liquidazione. In tal caso le due aziende attraversano periodi di vita opposti; per la prima l'unica metodologia da utilizzare è quella dei flussi di cassa, dal momento che un metodo patrimoniale sarebbe fuori luogo; per la seconda, invece, si dovrà sicuramente fare ricorso ad una metodologia patrimoniale, dal momento che la stessa non avrà un futuro, ma vale per quello che possiede.

Questi esempi sono stati portati per fare vedere come il metodo di valutazione deve essere strettamente correlato alle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione e non può prescindere da tali elementi; ed è proprio per tale motivo che è necessario, come in precedenza affermato, procedere in primo luogo ad uno studio approfondito dell'azienda oggetto di analisi e del settore in cui la stessa si trova ad operare.

Di fondamentale importanza, inoltre, risulta essere l'utilizzo del c.d. **metodo di confronto**. A nostro avviso, infatti, sarebbe opportuno in sede di stima del capitale economico aziendale optare per due criteri di valutazione.

In particolare, individuato un criterio **“principale”** da utilizzare sulla base delle considerazioni esposte in precedenza, è bene scegliere una metodologia di controllo per verificare l'attendibilità del criterio base prescelto (spesso come metodo di controllo si ricorre ai multipli di mercato).