

ORGANIZZAZIONE STUDI E M&A

La valutazione dello studio del Commercialista/Consulente del Lavoro

di **Giangiaco Buzzoni di MpO & Partners**



Tommaso Giannini, Commercialista, Università LUISS di Roma. Venerdì ore 11:00.

“Ho deciso di cedere il mio studio professionale con MpO”

MpO è il partner autorevole, riservato e certificato nelle operazioni di cessione e aggregazione di studi professionali: Commercialisti, Consulenti del lavoro, Avvocati, Dentisti e Farmacisti.

Come si valuta uno Studio professionale? **Si valuta utilizzando le logiche già sviluppate e condivise in tutto il mondo per la valutazione delle aziende, in quanto lo studio è comunque un *asset* che produce flussi di cassa, che ha prospettive di crescita e a cui è associabile un rischio.**

È quindi possibile avvalersi di diversi metodi di valutazione: metodi assoluti basati sui flussi (metodi finanziari e reddituali) ed i metodi relativi basati su comparazioni con il mercato (metodo dei multipli). Si escludono, in via generale, i metodi patrimoniali puri in quanto gli stessi si adattano meglio alle realtà dagli ingenti investimenti patrimoniali (come società immobiliari, holding di partecipazioni, etc).

Le attività svolte dagli studi di ragionieri, dottori commercialisti e consulenti del lavoro riguardano la tenuta della contabilità, l'assistenza/consulenza di carattere amministrativo, fiscale, giuridico-commerciale ed economico-aziendale nei confronti di imprese e privati, e la consulenza e adempimenti amministrativi relativi al personale. Si tratta quindi di studi professionali caratterizzati da una **clientela legata in maniera continuativa allo studio e da prestazioni professionali estremamente ripetibili nonché spesso standardizzabili.**

Tali condizioni delineano il contesto ideale per l'applicazione della metodologia finanziaria. Infatti:

- è possibile analizzare in modo analitico ciascun cliente e verificarne la trasferibilità/ripetibilità, il compenso annuale a favore dello studio, la periodicità di pagamento delle prestazioni concordata, ed anche l'eventuale ritardo del cliente nei pagamenti rispetto a tale periodicità. In poche parole, si possono determinare in modo puntuale i flussi di cassa prospettici in entrata.

- la struttura dei costi di studio è molto semplice, in quanto i costi rilevanti sono pochi e prevedibili (lo staff, il software gestionale, il canone di locazione, le utenze) e, quindi, anche i flussi di cassa in uscita sono facilmente determinabili in modo puntuale.

È pertanto possibile applicare la metodologia valutativa che è oggi la più utilizzata nell'ambito aziendale, ovvero il metodo finanziario, attraverso la classica formula del DCF (Discounted Cash Flow):

$$V_e = \sum_{t=0}^n \frac{Fe_t}{(1 + K_e)^t} + \text{Valore Terminale}$$

Laddove V_e è il valore economico del capitale in ottica di cessione (approccio *equity-side*), gli Fe sono i flussi di cassa disponibili per gli azionisti in ciascun anno t di previsione analitica dei flussi, K_e è il costo del capitale, e il *valore terminale* rappresenta il valore del target riferito agli anni successivi a quelli di previsione analitica.

Gli Fe saranno calcolabili, come anticipato, in modo puntuale nel caso degli studi di commercialisti e consulenti del lavoro. Il *valore terminale* può invece essere calcolato utilizzando un multiplo di uscita (ad esempio il multiplo del fatturato) oppure il flusso di cassa che si ritiene probabile a regime, proiettato all'infinito.

Il parametro K_e rappresenta forse la maggiore difficoltà applicativa del metodo finanziario, a partire dalla formula stessa. Il modello di calcolo del tasso aggiustato per il rischio K_e ad oggi più diffuso in tutto il mondo è quello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) che si traduce nella seguente formula:

$$K_e = r_f + ERP \times \beta$$

Dove:

- r_f è il tasso risk-free. Rappresenta la remunerazione finanziaria legata al solo decorrere del tempo e quindi tipica di investimenti a lungo termine a tasso fisso con soggetti solvibili (es. BTP, IRS).
- $ERP = rm - r_f$ è il premio per il rischio del portafoglio di mercato, con rm rendimento atteso del portafoglio di mercato (o *market portfolio*). Indica quanto gli investitori, in media, domandano in aggiunta al r_f per accettare di investire nel portafoglio azionario di mercato, che è rischioso.
- β è una misura del rischio sistematico non diversificabile con il portafoglio di mercato in quanto specifico di una entità. È funzione di variabili quali: dimensione dell'impresa, grado di diversificazione, ciclicità del settore, prospettive di crescita e leva (operativa e finanziaria).

Finora, quanto detto vale per le grandi aziende, anche quotate, ma **quando il target è uno studio di Commercialista o Consulente del Lavoro occorre applicare alcuni adattamenti**, innanzitutto per tenere conto della minore classe dimensionale: le grandi aziende hanno minori profili di rischio in quanto hanno maggiori capacità di spesa per ricerca e sviluppo o pubblicità, sono diversificate, hanno maggiore capacità di assumere risorse umane più qualificate, hanno accesso al mercato dei capitali, sono managerializzate e dipendono meno da persone chiave. **Normalmente gli Studi di Commercialisti e Consulenti del Lavoro sono entità di piccole dimensioni e occorre quindi applicare una maggiorazione al Ke**, chiamata *Small Size Premium* (SSP), secondo la logica: minore la dimensione maggiore il premio.

Continua a [leggere qui](#)