

Didattica e Ricerca

Enrico Gonnella

**Logiche e metodologie
di valutazione d'azienda**

VALUTAZIONI STAND-ALONE

PISA
UNIVERSITY
PRESS

Gonnella, Enrico
Logiche e metodologie di valutazione d'azienda : valutazioni stand-alone / Enrico Gonnella. - Pisa : Pisa university press, 2013. – (Manuali)

657.73 (21.)

1. Aziende - Valutazione

CIP a cura del Sistema bibliotecario dell'Università di Pisa

© Copyright 2013 Pisa University Press srl
Società con socio unico Università di Pisa
Capitale Sociale Euro 20.000,00 i.v. - Partita IVA 02047370503
Sede legale: Lungarno Pacinotti 43/44 - 56126, Pisa
Tel. + 39 050 2212056 Fax + 39 050 2212945
e-mail: press@unipi.it
www.pisauniversitypress.it

Member of



**Association of American
University Presses**

ISBN 978-88-6741-097-2

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Le riproduzioni effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da AIDRO, Corso di Porta Romana n. 108, Milano 20122, e-mail segreteria@aidro.org e sito web www.aidro.org

*A Renzo,
autentico Maestro e Amico sincero,
per avermi aiutato a trovare
una via sicura nello studio e nella vita.*

INDICE

PREFAZIONE	9
I. INTRODUZIONE ALLA VALUTAZIONE D’AZIENDA	
1. La valutazione d’azienda: cause del crescente sviluppo	11
2. Culture valutative	17
3. Ambiti di valutazione e suoi operatori	19
4. Configurazioni del capitale aziendale	22
5. Definizione e caratteri della valutazione	26
6. Tipologie di valutazione	27
7. Alcune relazioni tra valore e prezzo	28
8. Configurazioni di valore aziendale	29
9. La negoziazione	36
10. La capitalizzazione di Borsa	39
11. Le determinanti del valore aziendale	40
12. Il processo di valutazione	42
12.1. Le logiche valutative	42
12.2. I metodi di valutazione	46
12.3. I parametri valutativi	48
II. METODI REDDITUALI E FINANZIARI	
1. Tipologie di flussi	53
2. Approcci di valutazione	55
3. Riclassificazione dello stato patrimoniale in base al criterio di pertinenza gestionale	62
4. Il processo di normalizzazione dei redditi storici	67
5. Previsione dei redditi prospettici	72
5.1. La redazione del piano: le ipotesi valutative	73
5.2. La revisione del piano: la verifica delle ipotesi valutative	77
6. La previsione dei flussi di cassa	78
7. La stima dei tassi di capitalizzazione e di attualizzazione	83
7.1. Tipologie di tassi di capitalizzazione e attualizzazione	86

7.2.	La stima del tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà con il modello del <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	87
7.2.1.	Considerazioni introduttive	87
7.2.2.	Determinanti, forme di rischio e tipologie del coefficiente « β »	94
7.2.3.	Modalità di stima di « β »	98
7.2.4.	Aggiustamenti finalizzati all'ottenimento dei « β » prospettici	104
7.2.5.	Incidenza della dimensione dell'azienda sul « β »: cenni	105
7.2.6.	Gli adattamenti del <i>Capital Asset Pricing Model</i>	106
7.2.7.	Il <i>Modified Capital Asset Pricing Model</i>	108
7.2.8.	Il <i>Build-Up Method</i>	109
7.3.	La stima del costo del capitale di debito	111
7.4.	La determinazione del costo medio ponderato del capitale (WACC)	114
7.5.	Il problema della coerenza tra flussi e tassi di capitalizzazione e attualizzazione	121
8.	I metodi reddituali	123
8.1.	Il metodo reddituale semplice	124
8.2.	Il metodo reddituale complesso	129
8.2.1.	Il periodo delle previsione analitiche	132
8.2.2.	La stima del <i>Terminal Value</i>	133
8.3.	La scelta delle diverse varianti del metodo reddituale	137
8.4.	Il processo di valutazione nei metodi reddituali	140
8.5.	La base informativa nei metodi reddituali	142
9.	I metodi finanziari	145
9.1.	Il metodo finanziario sintetico	146
9.2.	Il metodo finanziario analitico	150
9.2.1.	Il metodo finanziario analitico a uno stadio	150
9.2.2.	Il metodo finanziario analitico a due stadi	151
9.2.3.	La stima del <i>Terminal Value</i>	153
9.2.4.	Modalità di stima del <i>Terminal Value</i> consigliata per il metodo finanziario	156
9.3.	Il processo di valutazione nei metodi finanziari	159
9.4.	La base informativa nei metodi finanziaria	160
10.	Il trattamento dei <i>Surplus Asset</i>	163
 III. METODI PATRIMONIALI		
1.	I metodi patrimoniali: caratteri e varianti	167
2.	Il metodo patrimoniale semplice	170
2.1.	La metodologia	170
2.2.	Le rettifiche da apportare al capitale netto contabile (CNC) per determinare il capitale netto rettificato (K)	171
2.2.1.	Considerazioni introduttive	171

2.2.2. La riespressione a valori correnti delle immobilizzazioni tecniche materiali	173
2.2.3. La riespressione a valori correnti dei beni immateriali contabilizzati	174
2.2.4. La riespressione a valori correnti delle rimanenze di magazzino.....	175
2.2.5. La riespressione a valori correnti dei crediti	177
2.2.6. La riespressione a valori correnti dei debiti	183
2.2.7. L'accertamento delle passività potenziali occulte.....	187
2.2.8. Il problema della fiscalità latente	188
2.3. La stima finale del capitale netto rettificato	193
3. Il metodo patrimoniale complesso	194
3.1. La metodologia.....	194
3.2. Metodi di stima dei beni immateriali: cenni	199
4. Ipotesi di fondo dei metodi patrimoniali.....	202
5. La verifica reddituale	203
6. Il processo di valutazione nei metodi patrimoniali	206
7. La base informativa nei metodi patrimoniali	208
 IV. METODI MISTI	
1. I metodi misti: caratteri generali	211
2. L'avviamento	212
3. La relazione tra «W» e «K».....	216
4. La relazione tra «R» e «W»	218
5. Modalità di stima dell'avviamento	220
6. Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento	221
6.1. La metodologia.....	221
6.2. Possibilità applicative.....	225
6.3. Il processo valutativo.....	225
6.4. La base informativa	227
7. Il metodo del valor medio	227
8. L' <i>Economic Value Added</i> (EVA [®])	229
8.1. L'EVA [®] come indicatore di <i>performance</i>	229
8.2. Il metodo di valutazione fondato sull'EVA [®]	233
 V. L'IMPIEGO DEI MULTIPLI NELLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE	
1. Il metodo dei moltiplicatori: prime considerazioni.....	239
2. La duplice funzione dei multipli	240
3. Tipologie di moltiplicatori	243
4. I moltiplicatori <i>Equity Side</i>	246
4.1. Il <i>Price/Earning</i>	248
4.2. Il <i>Price/Cash flow</i>	250
4.3. Il <i>Price/Book Value</i>	251

5. I moltiplicatori <i>Asset Side</i>	253
5.1 L' <i>Enterprise Value/EBIT</i>	255
5.2 L' <i>Enterprise Value/EBITDA</i>	257
5.3 L' <i>Enterprise Value/Sales</i>	258
6. Il processo di valutazione	259
7. La ricerca delle aziende comparabili	261
7.1. Modalità di scelta	261
7.2. Possibili difficoltà	266
8. La scelta dei multipli da applicare	267
9. La definizione dell'orizzonte temporale di riferimento	268
10. Le rettifiche delle variabili alla base dei multipli.....	269
11. Il metodo delle transazioni comparabili: cenni.....	272
 BIBLIOGRAFIA.....	 275

PREFAZIONE

Da tempo la materia della valutazione d'azienda è sempre più oggetto di grande attenzione da parte del mondo accademico e di quello operativo. Questo fenomeno è riconducibile al crescente fabbisogno di valutazioni aziendali dovuto a numerosi fattori, non ultimi la tendenza via via più frequente alla crescita dell'azienda per linee esterne tramite operazioni di merger and acquisition – segno tipico di un capitalismo evoluto – e l'esigenza di avvalersi di nuovi di strumenti di controllo, da affiancare a quelli più tradizionali, tra cui appunto la valutazione del valore creato o distrutto dalla gestione. Questi e altri motivi fanno sì che si registri un crescente impegno sul tema della stima del valore aziendale da parte non solo degli studiosi, ma anche dei professionisti del settore, delle istituzioni finanziarie e, non ultime, delle aziende. Tutto ciò spiega il forte impulso alla ridefinizione delle logiche e metodologie di valutazione.

Le tecniche di valutazione d'azienda stanno vivendo una fase di grande evoluzione, sotto l'effetto dell'elaborazione dottrinale e dello sviluppo della prassi valutativa, entrambe alla continua ricerca di «soluzioni» sempre più razionali. Il panorama degli strumenti utilizzabili per le stime di aziende e di partecipazioni societarie si presenta molto ricco e articolato. Il livello di analisi appare sempre più approfondito. L'attività di valutazione, ogni giorno più complessa e variegata, richiede agli esperti una crescente professionalità. Non è un caso che già da molti anni all'estero, in particolare nel contesto nord-americano, vero «avamposto» nel campo della Business Valuation, siano sorte associazioni tra professionisti della valutazione d'azienda, che provvedono alla formazione e accreditamento dei loro affiliati, nonché alla statuizione di principi di valutazione e all'elaborazione anche di codici etici. Ne

sono un esempio l'ASA (American Society of Appraisers) sorta nel lontano 1936, l'IBA (Institute of Business Appraisers) nato nel 1978 e la NACVA (National Association of Certified Valuation Analysts) venuta alla luce più recentemente nel 1991. Si aggiunga, poi, che anche l'AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) non solo già dal 1996 rilascia apposita certificazione per operare come professionista esperto di valutazione d'azienda accreditato dall'istituto, ma recentemente ha anche statuito un proprio documento sui principi di valutazione (AICPA, Statement on Standards for Valuation Services – SSVS No. 1, Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset, June 2007).

La materia della valutazione d'azienda presenta in sé un fascino del tutto particolare, vuoi perché si tratta di una disciplina «di sintesi», giacché presuppone conoscenze che spaziano in diversi campi del sapere – macroeconomia, economia industriale, economia aziendale generale, strategia, ragioneria, diritto societario, diritto tributario, ecc. – vuoi perché al centro di una grande revisione, imposta da numerosi fenomeni economici in atto, tra cui la tendenza alla dematerializzazione delle aziende e il crescente sviluppo dei mercati finanziari.

Nel corso del tempo, soprattutto degli ultimi venti anni, le logiche, le metodologie e le procedure di valutazione si sono sempre più affinate e moltiplicate. Nel nostro Paese, in particolare, si registra una ricchezza metodologica che, a detta di molti, in pochi altri trova riscontro. Ciò, grazie al forte impegno della dottrina su questi temi, a partire dal determinante contributo della scuola economico-aziendale di Gino Zappa, ma anche all'importazione di tecniche valutative di origine anglosassone, favorita dall'avvento delle grandi banche d'affari e delle società di revisione estere. Il fenomeno appena descritto, da un lato, rappresenta un indubitabile punto di forza, perché evidentemente l'esperto si trova di fronte a sé una vasta strumentazione tra cui poter individuare le soluzioni più indicate al caso trattato, dall'altro lato, pone problemi di scelta consapevole, che, come è ovvio, richiedono all'esperto stesso una piena conoscenza delle possibilità e dei limiti caratterizzanti ciascuna logica, metodologia e procedura di stima.

Il testo, frutto di esperienze in campo universitario e professionale, vuole esaminare con un linguaggio piano i temi fondamentali della ma-

teria, partendo dai loro presupposti teorici e dall'osservazione della migliore prassi valutativa. L'intento è offrire, da un lato, elementi di base sufficienti per la comprensione di una materia davvero complessa, articolata, in continuo e rapido sviluppo a chi non possiede conoscenze specifiche al riguardo; dall'altro, utili spunti di riflessione a coloro che, già introdotti agli argomenti trattati, giacché studiosi o professionisti del settore, intendano ampliare le proprie conoscenze facendo leva anche sull'esperienza altrui.

Questo lavoro fa parte di un progetto editoriale che prevede la pubblicazione di due volumi. Il secondo sarà dedicato all'analisi di alcune specifiche applicazioni della materia, tra cui le valutazioni di acquisizione, di rami d'azienda, di pacchetti azionari e quote societarie, di aziende in dissesto.

Il volume può essere utilizzato in campo universitario e professionale. È destinato, in particolare, agli studenti dei corsi di laurea specialistica con indirizzo economico-aziendale, agli allievi di master di primo e secondo livello, agli studiosi di valutazione d'azienda, agli esperti che operano a diverso titolo nel campo delle stime aziendali.

Un primo ringraziamento va ai numerosi studenti del corso di Valutazione d'azienda, presso la Facoltà di Economia di Pisa, giunto all'ottavo anno, agli allievi dei corsi di master e ai tanti laureandi che, elaborando la propria dissertazione, hanno lavorato con grande passione su questi temi. Le loro domande sono state giorno per giorno uno stimolo insostituibile alla riflessione e all'approfondimento, anche delle problematiche più particolari.

Lo studio non sarebbe stato possibile senza il consueto incoraggiamento e il fattivo contributo di mia moglie, la Dott.ssa Lucia Talarico, alla quale va tutta la mia riconoscenza. Sono, inoltre, molto grato alla Dott.ssa Francesca Bernini e al Dott. Nicola Triti per il paziente lavoro di revisione svolto. Un ringraziamento particolare, infine, ai colleghi, ai professionisti, ai manager e agli imprenditori, troppi per essere distintamente nominati, con cui ho avuto modo di confrontarmi sui temi trattati nel volume. Il contributo di conoscenze ed esperienze da loro fornito è stato decisivo per la realizzazione del lavoro.

Nella speranza che il testo possa incontrare il favore dei lettori, sa-

rò grato a chiunque intenda proporre suggerimenti e spunti utili per una revisione futura, certamente necessaria.

Enrico Gonnella

Università di Pisa, maggio 2008

I.

INTRODUZIONE ALLA VALUTAZIONE D'AZIENDA

SOMMARIO: 1. La valutazione d'azienda: cause del crescente sviluppo - 2. Culture valutative - 3. Ambiti di valutazione e suoi operatori - 4. Configurazioni del capitale aziendale - 5. Definizione e caratteri della valutazione - 6. Tipologie di valutazione - 7. Alcune relazioni tra valore e prezzo - 8. Configurazioni di valore aziendale - 9. La negoziazione - 10. La capitalizzazione di Borsa - 11. Le determinanti del valore aziendale - 12. Il processo di valutazione - 12.1. Le logiche valutative - 12.2. I metodi di valutazione - 12.3. I parametri valutativi.

1. La valutazione d'azienda: cause del crescente sviluppo

La disciplina della valutazione d'azienda può essere osservata con riferimento al profilo sia scientifico, sia operativo. Sul piano scientifico, la suddetta disciplina può essere intesa come il campo di indagine che studia il valore dell'azienda nelle sue determinanti, elaborando appropriate logiche e metodologie di stima. Sul piano operativo, invece, è l'attività con cui si stima il valore di un complesso aziendale (azienda o ramo d'azienda) o di una quota di capitale (pacchetti azionari o quote sociali), mediante la scelta e l'applicazione delle logiche e delle metodologie valutative più appropriate nel caso di specie, nonché delle più idonee modalità di stima dei diversi parametri valutativi (flussi di cassa, flussi reddituali, tassi di crescita, tassi di sconto).

Si osserva come la disciplina in questione rientri a pieno titolo nel campo di studio della Ragioneria. Quest'ultima, infatti, è la dottrina che studia i fatti aziendali al fine di elaborare principi sempre più efficaci di conversione della gestione in simboli, atti a rappresentarla, e riconversione di questi in andamenti economici¹. Questa è, di fatto, un'operazione estremamente complessa che richiede logiche e metodologie sempre più razionali, quindi funzionali, per effettuare la valutazione.

Le logiche e le metodologie di valutazione variano in relazione alle finalità preposte alla stima, alle caratteristiche dell'oggetto sottoposto ad analisi e alla prospettiva di osservazione assunta dal soggetto valutatore, nonché alle diverse informazioni di cui il soggetto stesso dispone.

¹ Giannessi attribuisce alla ragioneria il significato di «... dottrina che studia i principi attraverso i quali la dinamica aziendale può essere convertita in cifre e queste... in andamenti economici» (E. Giannessi, *Attuali tendenze delle dottrine economico-tecniche italiane*, Pisa, Cursi, 1954, pp. 417-418). Non si dimentichi, infatti, che i «mezzi» per esprimere la dinamica aziendale, vale a dire i simboli cui abbiamo fatto cenno nel testo, «... sono abitualmente ... cifre o numeri» (E. Giannessi, *Le aziende di produzione originaria. Le aziende agricole*, Vol. I, Pisa, Cursi, 1960, p. 499).

Quest'ultimo aspetto si riferisce al noto problema delle «asimmetrie informative». Tutto ciò implica che la stessa azienda, se valutata da soggetti distinti, possa assumere valori diversi.

Quella descritta, tuttavia, non è l'unica disciplina che si occupa di valutazione, ma ve ne sono altre. Al riguardo, si pensi all'estimo, ambito in cui il perito-tecnico si occupa di stimare il valore di terreni, fabbricati, immobili e altri beni. La differenza tra le due discipline non è priva di importanza: mentre la valutazione considera l'unità aziendale come insieme di risorse legate da nessi di complementarità, l'estimo si occupa, invece, di valutare i beni in modo disgiunto.

Sono numerosi i fattori che negli ultimi anni hanno richiamato l'attenzione sulla valutazione d'azienda² e hanno condotto gli studiosi a occuparsi con crescente interesse di questa materia. Si è assistito, infatti, a un fenomeno di crescita del fabbisogno valutativo di aziende, rami di aziende o quote di partecipazione, dovuto, principalmente a:

- la *crescente tendenza allo sviluppo delle aziende per via esterna*. La crescita dell'azienda è orientata al suo sviluppo e all'aumento dei profitti. Tali obiettivi possono essere perseguiti per via interna o esterna. Nel primo caso, per ottenere in via continuativa un vantaggio competitivo, si possono percorrere strategie di vantaggio di costo o di differenziazione del prodotto, rendendo quest'ultimo, ad esempio, unico rispetto ai prodotti offerti dalla concorrenza. È, comunque, la crescita per via esterna (*Merger & Acquisition*) che ha creato il maggior fabbisogno di valutazione. In questo secondo caso, lo sviluppo viene attuato non tanto facendo esclusivo riferimento alle leve del valore interne, ma cogliendo le opportunità che scaturiscono dall'utilizzo di driver esterni, mediante, ad esempio, l'acquisto di aziende, rami d'azienda, o partecipazioni. Dall'incalzante crescita delle suddette operazioni emerge la necessità di valutare l'azienda target, allo scopo di formulare l'offerta relativa all'eventuale prezzo di acquisto;
- *l'intensificarsi delle operazioni di finanza straordinaria*, quali ad esempio le cessioni, gli apporti, le fusioni, le scissioni o gli scorpori³;

² Al riguardo, si veda anche: D. Frykman-J. Tolleryd, *Corporate Valuation. An easy guide to measuring value*, London, Prentice Hall, 2003, p. 11 e seguenti.

³ Per approfondimenti relativi alle valutazioni effettuate nel contesto delle operazioni

- il *forte intervento degli «investitori istituzionali» sui mercati finanziari* (banche, compagnie assicuratrici, istituti di previdenza, società finanziarie, fondi comuni di investimento);
- la *necessità, da parte delle società sottovalutate e a rischio di scalate, di far conoscere il proprio valore*. Riguardo a questo aspetto, si pensi al caso delle *società a larga base azionaria*, ovvero delle società il cui capitale è caratterizzato da un elevato frazionamento. In questa ipotesi, l'azionista di maggioranza detiene il controllo in via non assoluta e, per tale motivo, si espone al rischio di scalate. Per evitare che il controllo possa essere acquisito da altri soggetti, a seguito della realizzazione delle citate scalate, occorre fare in modo che il prezzo di mercato delle azioni ne rifletta correttamente il valore o che il socio di maggioranza faccia conoscere agli azionisti attuali il valore dell'azienda, in modo da disincentivare la cessione dei pacchetti azionari di minoranza. In caso contrario, ovvero se i prezzi di mercato dei titoli fossero più bassi rispetto al loro valore, si agevolerebbero tentativi di scalata. Allo scopo di rendere noto il valore dei titoli in analisi, è possibile realizzare le cosiddette «*equity research*»⁴;
- la *ricerca di «indicatori di performance» più idonei del «reddito di periodo» a mettere in evidenza la ricchezza che si forma e si distrugge*;
- il *processo di privatizzazione delle aziende pubbliche*. In questo caso, la cessione di quote del capitale ai privati, genera la necessità di effettuare una valutazione di quest'ultimo.

2. Culture valutative

In materia di valutazione d'azienda, possono essere rintracciate due culture valutative prevalenti, quella anglosassone e quella mitteleuropea⁵.

straordinarie, si rinvia a: C. Sorci (a cura di), *Le operazioni straordinarie come strumenti per lo sviluppo delle aziende*, Milano, Giuffrè, 2006.

⁴ Gli «*equity research*» sono studi che hanno ad oggetto il valore dell'azienda. Tali studi sono condotti da soggetti esterni alla stessa, le cui competenze sono riconosciute dai soggetti operanti nei mercati dei capitali e hanno lo scopo di mostrare ai citati soggetti il reale valore delle azioni scambiate.

⁵ Per approfondimenti relativi alle posizioni della dottrina e della prassi professionale, in merito all'adozione di flussi di reddito o di cassa nelle stime del valore, si veda: L.

La prima adotta principalmente approcci valutativi fondati sui *metodi finanziari (Discounted Cash Flow)* e sui *multipli*. Con riferimento ai primi, si osserva come la loro origine sia da rintracciare nella cultura ragionieristica anglosassone (Usa/Canada/Gran Bretagna), che si sviluppa maggiormente nella direzione della dinamica finanziaria dei valori, piuttosto che economica (reddito). Nel secondo caso, ovvero con riferimento ai *metodi dei multipli o di mercato*, si rileva come la loro applicabilità sia strettamente connessa all'efficienza dei mercati di riferimento, pur nella consapevolezza dell'impossibilità di individuare mercati efficienti in assoluto. La suddetta caratteristica, come noto, è maggiormente riscontrabile nei mercati anglosassoni, quali ad esempio quello inglese e quello americano⁶.

La seconda cultura, invece, pone maggiore attenzione alle grandezze di natura economica, quindi il metodo principe è quello reddituale, che, come sarà illustrato nel prosieguo del lavoro, si fonda sull'attualizzazione/capitalizzazione di flussi di reddito. Nel contesto italiano, ad esempio, le metodologie di mercato scaturenti dalla cultura anglosassone hanno cominciato ad assumere particolare rilievo solo negli ultimi anni. In sede di applicazione di tali metodologie, vi è, tuttavia, da considerare l'affidabilità dei dati di mercato, nei diversi contesti di riferimento.

Guatri, *50 anni di valutazioni aziendali. Dal pionierismo all'internazionalizzazione*, Milano, Egea, 2006, p. 234 e seguenti.

⁶ L'efficienza dei mercati finanziari è indicata da tre aspetti: «- la capacità dei mercati di segnare prezzi significativi e negoziabili per le società quotate; - la loro capacità di disporre di valide contropartite all'offerta e alla domanda di capitali d'impresa, quotati e non quotati; -... l'attitudine e prontezza a riflettere nei prezzi la dinamica delle variabili fondamentali determinanti del valore» (L. Guatri-M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 2005, pp. 11-12). Riguardo all'argomento accennato, si veda, inoltre G. Bruni, *Saggi di economia aziendale*, Torino, Giappichelli, 2005, pp. 279-280; M. Cattaneo, *Prezzi di borsa delle azioni e valore dei pacchetti di controllo nell'ipotesi di cessione e di fusione di aziende*, in «Finanza Marketing e Produzione», n. 1, 1990, p. 110 e segg.; G. Donna-D. Borsic, *La sfida del valore. Strumenti e strategie per il successo dell'impresa*, Milano, Guerrini e associati, 2000, p. 231 e segg.; O. Paganelli, *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, Torino, Utet, 1990, p. 11.

3. Ambiti di valutazione e suoi operatori

Nel presente paragrafo, si illustrano i differenti ambiti in cui può essere svolta la valutazione d'azienda, considerando gli operatori preposti all'effettuazione delle diverse stime (Figura 1)⁷.

FIGURA 1 – *Ambiti valutativi e operatori*

AMBITI	OPERATORI
OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA	Merchant banks Professionisti Società di revisione e revisori contabili
BILANCIO DI ESERCIZIO	Amministratori (Consulenti esterni)
PERFORMANCE DELL'AZIENDA	Management
ANALISI DI BORSA	Analisti finanziari

Un primo ambito valutativo è costituito dalle *operazioni di finanza straordinaria* quali, ad esempio, acquisizioni, cessioni, conferimenti, scorpori, fusioni, scissioni, trasformazioni e altro ancora. In questa prima area, si possono riscontrare due tipologie di valutazioni.

La prima è da riferirsi agli ambiti in cui la valutazione è richiesta allo scopo di ottenere informazioni sul valore di un complesso aziendale o di titoli rappresentativi del capitale di una società (ad es.: negoziazione di pacchetti azionari). Le informazioni che si reperiranno grazie alle stime effettuate per lo scopo specifico, serviranno poi per condurre le trattative

⁷ Per approfondimenti riferiti agli ambiti valutativi individuati nei contesti anglosassoni, si veda: J. R. Hitchner, *Financial Valuation. Application and Models*, Hoboken, Wiley, 2006, p. 2; G. R. Trugman, *Understanding Business Valuation. A practical Guide to Valuing Small to Medium-Size Businesses*, second edition, New York, AICPA, 2002, p. 3 e seguenti.

e per portare a compimento la stessa operazione. Si pensi, ad esempio, al caso di una fusione, operazione in cui gli amministratori sono chiamati a redigere il progetto di fusione, indicando, tra l'altro, il rapporto di cambio. Tale dato scaturisce, come noto, da una preliminare valutazione delle società che danno corso all'operazione. Si tratta, quindi, di valutazioni volontarie che gli amministratori di una società, non avendo le competenze necessarie, commissionano a terzi, in particolare, a merchant bank come Lehman Brothers, Goldman Sax, JP Morgan, UBS, Mediobanca ecc.. Gli esempi sopra riportati, sono riferiti al caso in cui le operazioni siano poste in atto da società quotate sui mercati regolamentati. Le valutazioni sono più comunemente affidate a dottori commercialisti qualora le operazioni vengano poste in atto da società non quotate.

Una seconda tipologia di valutazione, sempre rinvenibile nell'ambito delle operazioni di finanza straordinaria, è quella delle cosiddette *fairness opinion*, ovvero dei giudizi sulla congruità del valore di un'azienda, già determinato dagli amministratori della società, in occasione dello svolgimento di operazioni di finanza straordinaria⁸. Anche in questo caso, si può ricordare l'esempio della determinazione di un rapporto di cambio. Le *fairness opinion* possono avere natura volontaria o obbligatoria. In questo secondo caso, vale la pena di ricordare alcuni articoli del codice civile, che richiamano nel contesto italiano le suddette *fairness opinion*:

- art. 2343 e art. 2465 Cod. Civ. sul conferimento di complessi aziendali, rispettivamente in società per azioni e a responsabilità limitata;
- art. 2500 ter Cod. Civ. sulla trasformazione delle società di persone in società di capitali;
- art. 2501 sexies Cod. Civ. sulla congruità del rapporto di cambio in fusioni o scissioni.

Le ultime valutazioni citate – che hanno natura di stime di verifica e che, in quanto tali, possono essere assimilate ad attività di *audit* – possono essere effettuate da soggetti diversi. Nel caso di società quotate, tali

⁸ Con riferimento alle *fairness opinion*, si veda: R. F. Reilly-R. P. Schweihs, *The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis*, New York, McGraw-Hill, 2004, p. 209 e seguenti. L'American Society of Appraisers definisce le *fairness opinion* come: «an opinion as to whether or not the consideration in a transaction is fair from a financial point of view» (ASA, *International Glossary of Business Valuation Terms*, in www.bvappraisers.org).

soggetti sono identificabili con le società di revisione, nel caso di società non quotate, invece, con i revisori contabili.

Un secondo ambito valutativo è costituito dalla redazione del *bilancio di esercizio*. Il problema riguarda soprattutto le società che applicano i principi contabili internazionali. Vero è che i principi contabili internazionali tendono ad accentuare sempre più la convergenza tra la materia del bilancio e quella della valutazione d'azienda. Essi, perciò, presuppongono la conoscenza e l'impiego di tecniche proprie della valutazione d'azienda. È il caso di richiamare lo IAS 36 relativo al cosiddetto «*impairment of asset*», volto a verificare se le attività aziendali abbiano subito una perdita di valore, ovvero se il valore recuperabile tramite l'attività futura risulti inferiore a quello contabile. L'applicazione di questo principio contabile richiede un'approfondita conoscenza delle metodologie di valutazione d'azienda e della loro applicazione pratica. Di norma, in questi casi, le stime vengono affidate dagli amministratori a consulenti esterni.

Un terzo ambito valutativo è quello delle stime finalizzate alla *valutazione delle performance aziendali*, ovvero dei cosiddetti giudizi di performance. È noto a tutti che il bilancio d'esercizio rappresenta uno straordinario strumento di rappresentazione degli andamenti economico-finanziari dell'azienda, a livello sia di corporate, sia di aree strategiche d'affari. In questo secondo caso sono particolarmente preziosi i bilanci sezionali. È altrettanto vero, che tale strumento presenta alcuni limiti sul piano della rappresentatività dei valori. Uno tra i citati limiti, ad esempio, è da rintracciarsi nella contabilizzazione delle plusvalenze patrimoniali che, come noto, possono essere rilevate solo al momento della loro realizzazione. In realtà, si tratta di valori che si formano gradualmente nel corso degli anni e che, se contabilizzati al momento della loro maturazione, porterebbero a valori del capitale più elevati, talora anche sensibilmente. Un altro aspetto trascurato in sede di redazione del bilancio d'esercizio è relativo agli *invisible asset*. La dinamica dei valori di tali risorse intangibili e invisibili non viene esplicitata dallo strumento. Per questo motivo, non è possibile conoscere se la gestione abbia accresciuto il patrimonio invisibile oppure se lo abbia eroso. Si pensi, ad esempio, a risorse come il *know-how*, le competenze, la coesione del personale, se guardiamo al lato interno dell'azienda, o la reputazione e l'immagine dell'azienda, se guardiamo all'esterno, risorse che, come noto, sono sempre più strategiche e che spesso sono alla base della

capacità competitiva dell'azienda⁹. Consapevoli dei limiti del bilancio, la dottrina e la prassi professionale hanno ritenuto opportuno affiancare al documento citato altri strumenti idonei a valutare le performance dell'azienda, talora facendo appello alla valutazione d'azienda. Ecco, allora, che, per stimare il valore che l'azienda è riuscita a creare o distruggere nel corso del tempo, il management effettua stime con cadenza regolare, volte a formulare giudizi di valore, sia con riferimento all'impresa globalmente considerata, sia alle singole aree d'affari. Questa, ovviamente, è una pratica che trova diffusione in contesti in cui il *management* adotta l'obiettivo della creazione di valore¹⁰.

Un quarto ambito valutativo è costituito dalle *analisi finanziarie*, ovvero dalle valutazioni di titoli azionari di società quotate sui mercati regolamentati effettuate allo scopo di determinarne il valore corrente teorico. Si tratta di valutazioni svolte da analisti finanziari che operano in banche d'affari, in società di intermediazione mobiliare e che si traducono in un giudizio di tipo «*buy*», «*hold*» o «*sell*», ovvero «compra», «tieni» o «vendi» che esprimono la convenienza a comperare o vendere, rispetto al valore corrente di Borsa.

4. Configurazioni del capitale aziendale

L'oggetto dell'analisi valutativa è il capitale dell'azienda. Tale grandezza, come noto, può assumere configurazioni diverse, in relazione alle differenti motivazioni di fondo che spingono a effettuare le stime.

In prima approssimazione si può guardare al capitale da un punto di vista qualitativo o quantitativo¹¹. Nel primo caso, si fa riferimento solo a

⁹ Per approfondimenti sul tema degli *intangibile*, si rinvia a: H. Itami, *Le risorse invisibili*, Torino, Isedi, 1988 (ed. orig.: *Mobilizing Invisible Asset*, Boston, President and Fellows of Harvard College, 1987); G. Bruni-B. Campedelli, *La determinazione, il controllo e la rappresentazione del valore delle risorse immateriali nell'economia delle imprese*, in «Sinergie», n. 30, Gennaio-Aprile, 1993.

¹⁰ Sull'argomento, si veda: G. Donna, *La creazione del valore nella gestione d'impresa*, Roma, Carocci, 1999, cap 1; T. Koller-M. Goedhart-D. Wessels, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth edition, Hoboken, Wiley, 2005, part one.

¹¹ Per approfondimenti relativi agli aspetti qualitativo e quantitativo del capitale, si rinvia a: E. Gonnella, *Il fenomeno azienda. Elementi costitutivi e condizioni di funzio-*

condizioni positive e negative del capitale. Il capitale nell'aspetto qualitativo, infatti, può essere inteso come *un complesso di condizioni (positive e negative) di produzione coordinate, pertinenti all'azienda in un dato istante*. Osservando il capitale nel suo aspetto quantitativo l'analisi si arricchisce di contenuti; nel contempo si introducono elementi di *indeterminatezza*, legati alla possibilità di pervenire a diverse configurazioni di valore¹². Il capitale, dunque, nell'aspetto qualitativo non può che essere uno solo, nell'aspetto quantitativo, invece, è suscettibile di assumere varie configurazioni, in relazione al processo valutativo adottato, ai diversi valori assegnati alle condizioni positive e negative dello stato patrimoniale, nonché allo scopo della stima. Dal punto di vista quantitativo possiamo dunque distinguere¹³:

- capitale di funzionamento;
- capitale di liquidazione;
- capitale di trasferimento (capitale economico, capitale potenziale, valore limite di acquisizione-cessione).

Il *capitale di funzionamento* si caratterizza per le peculiarità di seguito riportate. Con riferimento alla *natura*, esso può essere designato come l'insieme degli elementi attivi e passivi legati a sistema (sistema di valori)¹⁴. Da ciò scaturisce come l'osservazione non sia rivolta al solo fattore oggetto di valutazione, ma anche alla natura sistemica della combinazione all'interno della quale va a inserirsi¹⁵. Quanto detto trova fondamento nella complementarità degli elementi del capitale¹⁶.

namento, Milano, FrancoAngeli, 2004, cap. 3.

¹² G. Zappa, *Il reddito d'impresa. Scritture doppie, conti e bilanci delle aziende commerciali*, terza ristampa della seconda edizione, Milano, Giuffrè, 1950, p. 80.

¹³ Giannessi, *Aziende agricole, op. cit.*, p. 590. Si rinvia, inoltre, a: S. Bianchi Martini-L. Cinquini-G. Di Stefano-M. Galeotti, *Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*, Milano, FrancoAngeli, 2000, pp. 16-17.

¹⁴ Si veda: G. Ferrero, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Milano, Giuffrè, 1966, p. 33.

¹⁵ Con riferimento al concetto di modulo combinatorio, si legga: E. Giannessi, *Considerazioni critiche intorno al concetto di azienda*, in «Scritti in onore di Giordano Dell'Amore», Saggi di discipline aziendali e sociali, Vol. I, Milano, Giuffrè, 1969, p. 519; U. Bertini, *Il sistema azienda. Schema di analisi*, Torino, Giappichelli, 1990, pag 55.

¹⁶ Per approfondimenti sul concetto di complementarità: Zappa, *Reddito, op. cit.*, p. 62 e seguenti.

La *situazione di riferimento* è quella dell'azienda in funzionamento, per cui la stima si basa sul presupposto della continuità della vita aziendale. La *logica valutativa* è di tipo analitico-sistematica, intendendo per analitica il fatto che vengono valutati i singoli elementi patrimoniali attivi e passivi e per sistematica il fatto che ogni singolo elemento viene stimato in funzione degli altri n-1 elementi con cui si va a combinare. I *criteri di valutazione* sono quelli di funzionamento specificati nell'articolo 2426 Cod. Civ., sviluppati e interpretati secondo i principi contabili nazionali, elaborati attualmente dal Organismo Italiano di Contabilità, e internazionali statuiti dall'International Accounting Standard Board.

Osservando, ora, il *capitale di liquidazione*, si rileva come in base alla *natura* esso sia costituito dalla somma di elementi distinti, stimati nella loro individualità come entità autonome e non più come parti interagenti di un tutto. La *situazione di riferimento* è quella dell'azienda in liquidazione, quindi si fonda sull'ipotesi di cessazione della vita aziendale. La *logica valutativa* è di tipo analitico-atomistica, per cui, anche in questo caso, vengono stimati disgiuntamente i singoli elementi, che saranno sommati in un momento successivo. Gli elementi del capitale non saranno, quindi, stimati in base alle sinergie che creano con gli altri fattori con cui si combinano. Il *criterio di valutazione* adottato viene qui distinto per le attività e le passività. Per le prime si utilizza il criterio del valore di presunto realizzo e per le seconde quello del valore di presunta estinzione.

Passiamo ora alla configurazione di *capitale di trasferimento*, nel cui ambito trova collocazione il capitale economico. Il capitale di trasferimento è distinto dai seguenti tratti. In base alla *natura*, esso è considerato come un complesso unitario e inscindibile. La stima, quindi, non si sofferma più sui singoli elementi, ma sul valore complessivo, che una volta determinato non può essere ripartito e suddiviso tra i diversi fattori. La *situazione di riferimento* sottostante è il trasferimento dell'azienda, per cui l'ipotesi di fondo è la continuazione della vita aziendale sia pure cambiando la proprietà. La *logica di valutazione* è di tipo sintetico-unitaria, intendendo per sintetica la stima che individua direttamente il valore del capitale senza passare da una fase preliminare di stima dei singoli elementi. Con il termine unitaria, invece, si fa riferimento a una valutazione che guarda direttamente al complesso dei fattori e che porta a

un valore non suddivisibile tra i vari elementi del capitale. I *criteri di stima* adottati sono quelli della valutazione d'azienda.

Colui che ha introdotto il concetto di capitale economico nella nostra disciplina è Gino Zappa. L'Autore ha affermato che «il “capitale economico” o “valore economico del capitale” non è un fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri»¹⁷ e ha proposto la metodologia di valutazione di seguito riportata¹⁸:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W = capitale economico;

R = reddito medio presunto futuro, ottenuto formulando previsioni sugli andamenti economici futuri, fondate sul normale svolgimento della gestione, ovvero escludendo ogni elemento anomalo, straordinario e non ripetibile;

i = tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà (o tasso o tasso normale di redditività) della specifica azienda valutata. Tale saggio è l'espressione del profilo di rischio dell'azienda presa in analisi; pertanto, maggiore è il rischio, più alto sarà il rendimento atteso dall'investimento e, di conseguenza, il tasso.

ESEMPIO NUMERICO

Si consideri un'azienda con un reddito medio presunto futuro di € 1.000 e un tasso equo di redditività pari al 10%. Il valore del capitale economico può essere stimato come segue.

$$W = 1.000/0,10 = € 10.000$$

¹⁷ Zappa, *Reddito*, op. cit., p. 81.

¹⁸ Si veda: D. Amodeo, *Ragioneria generale delle imprese*, Napoli, Giannini, 1964, p. 751; A. Ceccherelli, *Le funzioni professionali del dottore commercialista*, Milano, Vallardi, 1953, p. 177 e segg.; T. D'Ippolito, *La valutazione delle aziende in avviamento*, Milano, Giuffrè, 1964, p. 44.

5. Definizione e caratteri della valutazione

La valutazione, o stima, che deriva da un'attività di indagine e di studio, è un giudizio espresso in forma monetaria da un soggetto (perito valutatore)¹⁹. In quanto giudizio, la stima dipende da elementi soggettivi e scaturisce da un processo valutativo ben più complesso della semplice misurazione.

Si ritiene opportuno porre in evidenza come, a differenza di quanto accade nell'ambito valutativo riferibile alla redazione del bilancio d'esercizio, in cui si osservano valori certi (ad es.: fatturato, costi documentati da fattura), stimati (ad es.: fondi spese) e congetturati (ad es.: ammortamenti), in caso di valutazione d'azienda non è possibile determinare valori certi in assoluto, ma solo valori realistici. Per questo motivo, per uno stesso oggetto, si possono avere valori diversi in relazione al mutare del soggetto che compie la stima. Come accennato, la valutazione d'azienda richiede che le ipotesi formulate siano realistiche e che scaturiscano da un percorso logico, razionale e condivisibile da tutte le parti chiamate in causa.

La valutazione di una data entità ha contenuto relativo rispetto ad alcuni fattori di seguito descritti:

- *scopo della valutazione.* È il punto di partenza di ogni stima, perciò l'intero lavoro del perito deve ispirarsi allo scopo ed essere, quindi, coerente e in linea con questo. Cambiamenti dello scopo valutativo, infatti, possono indurre modifiche delle metodologie da applicare, dei parametri di valutazione, nonché del valore a cui si perviene²⁰;
- *natura dell'azienda.* Le metodologie utilizzate per la stima variano in base alla tipologia di azienda stimata. Si confronti, ad esempio, un'azienda fortemente patrimonializzata e un'azienda operante nel settore del terziario avanzato. La prima è caratterizzata da elevati investimenti materiali, mentre la seconda manifesta una forte presenza di *intangibile*. Per la valutazione della prima sarà più opportuno applli-

¹⁹ L'American Society of Appraisers per Business Valuation e l'American Institute of Certified Public Accountants intendono: «the act or process of determining the value of a business enterprise or ownership interest therein» (ASA, *International Glossary of Business Valuation Terms*, in www.bvappraisers.org; AICPA, *International Glossary of Business Valuation Terms*, in www.aicpa.org).

²⁰ Al riguardo, si consulti Trugman, *Understanding*, *op. cit.*, p. 64.

- care metodi patrimoniali, per la seconda approcci valutativi basati su grandezze flusso;
- *situazione economica dell'azienda*. La capacità dell'azienda di produrre reddito influisce sulla scelta della metodologia di stima. Il metodo reddituale semplice, ad esempio, non è idoneo a essere applicato alle aziende in perdita, in quanto produrrebbe un valore sempre e comunque negativo. Assume, inoltre, rilevanza lo stadio di sviluppo raggiunto dall'azienda oggetto di analisi. Le formule applicative, infatti, risulteranno diverse in relazione al fatto che l'azienda sia in fase di crescita o in fase stazionaria;
 - *prospettiva di osservazione*. Nel caso in cui a compiere la stima sia un perito indipendente, allora questi prescindere dalla convenienza delle parti, pervenendo a un valore dell'azienda neutrale e il più possibile oggettivo. Qualora, invece, la stima sia svolta in ottica di parte, i periti valutatori, incaricati dall'acquirente o dal cedente, valuteranno l'azienda considerando le convenienze specifiche delle parti in causa e le peculiari ripercussioni che l'operazione di trasferimento genera nella loro sfera economica. Il valore di parte può essere inferiore o superiore a quello economico. Si consideri, ad esempio, un potenziale acquirente che conta di sfruttare la rete di vendita dell'azienda acquisita. In questo caso, il valore di parte potrà essere superiore a quello neutrale.

6. Tipologie di valutazione

In merito alla tipologia di valutazione, le classificazioni che possono essere effettuate sono molteplici. Si individuano, quindi, i criteri discriminanti da impiegare nell'attuazione delle suddette classificazioni.

Una prima classificazione può essere effettuata in base alla formalizzazione della valutazione condotta, ovvero al fatto che quest'ultima si sostanzi o meno in una relazione di stima (perizia). Impiegando questo criterio, le valutazioni si distinguono in formali e informali. Nel primo caso, si elaborano perizie di stima più o meno estese, volte a dare dimostrazione del percorso logico e metodologico seguito per arrivare alla determi-

nazione del valore. Nel secondo caso, il perito determinerà e comunicherà il valore stimato senza redigere apposita relazione.

Una seconda distinzione, invece, può essere realizzata in base al criterio dell'obbligatorietà. In questo caso, si distingue tra valutazioni volontarie e obbligatorie. Le prime sono valutazioni richieste, ad esempio, dall'azienda interessata senza che vi siano, in merito, obblighi di legge. Le valutazioni obbligatorie sono, invece, stime ufficiali imposte da norme di legge. Tali stime hanno carattere vincolante per chi le ha richieste e sono produttive di determinati effetti giuridici.

7. Alcune relazioni tra valore e prezzo

Finora si è parlato del valore scaturente dalla valutazione. È opportuno, tuttavia, delineare la differenza intercorrente tra il suddetto concetto e quello di prezzo. Il *valore* è la quantità di moneta che può ritenersi equivalente al bene «azienda» oggetto di trasferimento, determinata in base a un giudizio formulato da un dato soggetto (perito indipendente, acquirente o venditore). Tale grandezza, scaturente da una percorso di stima, ha natura soggettiva²¹. La soggettività, tuttavia, non è sinonimo di irrazionalità, in quanto il valore scaturisce da un processo di valutazione che si fonda su logiche e metodologie generalmente condivise, accolte e applicate dagli operatori del sistema. Il valore così determinato, inoltre, emerge da una perizia di stima, ossia da una relazione che dimostra la congruità dello stesso. Si pensi, ad esempio, al caso di una fusione per incorporazione effettuata da una società A che incorpora la società B. Ricorrendo tale fattispecie, sarà necessario definire il rapporto di cambio effettuando la valutazione delle due aziende. Nel caso in cui tali società siano quotate, gli amministratori che sono tenuti a redigere il progetto di fusione possono rivolgersi a una banca d'affari (*merchant bank*), per effettuare le valutazioni, in quanto privi di competenze specifiche. Secondo l'articolo 2501 sexies Cod. Civ., infatti, il rapporto di cambio deve essere valutato per la sua congruità da un esperto indipendente, nominato dal tribunale della località in cui ha sede la società incorporata. La relazione suddetta (*fairness opinion*) attiene proprio alla congruità del valore delle

²¹ Amodeo, *Ragioneria*, *op. cit.*, p. 108.

due aziende e, nel caso specifico, è obbligatoria ai fini dell'attuazione della fusione. Si propone, ora, un ulteriore esempio. Si pensi al caso del soggetto che, allo stesso tempo, è socio-amministratore della società A e socio della società B. Si supponga che il citato soggetto sia intenzionato ad acquisire un ramo d'azienda della società B. In tale situazione potrebbe presentarsi il rischio di pagare un prezzo eccessivo per l'acquisizione del ramo, trasferendo, in questo modo, ricchezza alla società B, a danno dei soci di minoranza della società A. L'amministratore, che opera in una posizione di conflitto di interesse, è tenuto a richiedere una *fairness opinion* a un esperto indipendente che attesti la congruità del valore, in modo da poter dimostrare al consiglio di amministrazione l'equità di quanto pagato.

Trattando ora il concetto di *prezzo*, si pone in evidenza come questo sia una realtà di fatto che si forma dall'incontro della domanda e dell'offerta. Esso scaturisce, quindi, da una negoziazione tra due volontà che si incontrano. Le due grandezze in questione non sono, dunque, svincolate. Tra esse esiste, anzi, una relazione, emergente dal fatto che il valore costituisce la base di riferimento per la negoziazione del prezzo di trasferimento dell'azienda o di parti della stessa²². È logico pensare, infatti, che prima di negoziare il prezzo, sia necessario maturare un'idea chiara del valore dell'azienda target. Si rileva, tuttavia, che difficilmente le due grandezze tenderanno a coincidere, a causa dei molteplici elementi soggettivi che entrano in gioco nella fase di passaggio dal valore al prezzo²³.

8. Configurazioni di valore aziendale

Con riferimento alla medesima entità oggetto di stima è possibile ottenere configurazioni di valore diverse. Prima di illustrare le principali figure di valore proposte ed elaborate dalla dottrina, si rileva come valori diversi possano scaturire dall'adozione di prospettive valutative distin-

²² Ferrero, *Valutazione economica, op. cit.*, pp. 19-20.

²³ Si rinvia al paragrafo 9 per approfondimenti relativi alle suddette condizioni che determinano la divergenza tra valore e prezzo.

te²⁴. In base all'ottica valutativa, infatti, si possono individuare diverse configurazioni di valore.

Il *valutatore indipendente* svolgerà la valutazione astraendo dagli effetti del trasferimento e dalle convenienze delle parti interessate. L'azienda sarà, dunque, valutata secondo logiche *stand alone*, ossia considerandola autonomamente e seguendo logiche di valutazione *as-is*²⁵, ovvero considerando la stessa nella sua attuale condizione di funzionamento. L'oggetto di stima sarà, dunque, osservato prescindendo dai legami che lo avvincono ad altri complessi aziendali e seguendo l'ipotesi di mantenimento dell'attuale formula imprenditoriale²⁶. Condurre una valutazione in questa ottica vuol dire pervenire a un valore generale, neutrale, giacché il perito opera in condizioni di terzietà e indipendenza, senza tener conto delle convenienze specifiche delle parti in causa.

Di seguito si accenna ad alcuni ambiti valutativi in cui si richiama l'obbligo di redazione di perizie di stima di tipo indipendente:

- art. 2501 sexies Cod. Civ., che attiene alla relazione di congruità del valore di cambio;
- art. 2343 Cod. Civ., valido per le società per azioni, che si riferisce al conferimento di beni in natura o crediti. In particolare, coloro che conferiscono tali elementi devono presentare una relazione giurata di stima, redatta da un esperto nominato dal tribunale. Dal momento che per i creditori della società la garanzia è data dal capitale, la normativa si pone l'obiettivo di evitare un annacquamento dello stesso capitale;
- art. 2500 ter Cod. Civ., in materia di trasformazione di società di persone in società di capitali, che prescrive la necessità della relazione di stima per evitare che siano eluse le norme poste all'effettività del ca-

²⁴ G. Frattini, *Il valore di acquisizione delle imprese in funzionamento*, Milano, Giuffrè, 1983, p. 7.

²⁵ Riguardo al concetto di valore «*as-is*», si veda: Koller-Goedhart-Wessels, *Valuation*, *op. cit.*, p. 26.

²⁶ Si fa riferimento, in questo caso, all'attuale modello strategico seguito dall'azienda ovvero al cosiddetto *business model*, i cui elementi riguardano decisioni di ordine strategico in relazione al mercato in cui operare, alle tecnologie da utilizzare e ai prodotti da negoziare. Con riferimento al concetto di formula imprenditoriale, si veda: V. Coda, *L'orientamento strategico dell'impresa*, Torino, Utet, 1988, p. 77 e segg.; M. Galeotti, *La valutazione strategica nell'ipotesi di cessione dell'azienda*, Milano, Giuffrè, 1995, p. 177.