

STUDI E RICERCHE DI ECONOMIA AZIENDALE

SEZIONE I IMPRESA E MANAGEMENT

7

Direttore

Rosa Alba MIRAGLIA
Università degli Studi di Catania

Codirettori

Elio BORGONOVÌ
Università commerciale Luigi Bocconi

Luciano D'AMICO
Università degli Studi di Teramo

Luciano MARCHI
Università di Pisa

Comitato editoriale

Paolo COLLINI
Università degli Studi di Trento

Riccardo MUSSARI
Università degli Studi di Siena

Massimo SARGIACOMO
Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" di Chieti-Pescara

Comitato scientifico

Carmine BIANCHI
Università degli Studi di Palermo

Lino CINQUINI
Scuola Superiore Sant'Anna di Studi Universitari
e di Perfezionamento

Massimo CONTRAFATTO
Università degli Studi di Bergamo

Angelo DITILLO
Università commerciale Luigi Bocconi

Alessandro LAI
Università degli Studi di Verona

Antonio LEOTTA
Università degli Studi di Catania

Daniela MANCINI
Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

Stefano MARASCA
Università Politecnica delle Marche

Luciano MARCHI
Università di Pisa

Antonella PAOLINI
Università degli Studi di Macerata

Giuseppe PAOLONE
Università Telematica Pegaso

Comitato scientifico internazionale

Geert BOUCKAERT
Katholieke Universiteit KU Leuven

Robert FOUCHET
University of Aix Marseille

Hiroko KUDO
University of Chuo di Tokyo

Irvine LAPSLEY
The University of Edinburgh

William RIVENBARK
University of North Carolina at Chapel Hill

Stephen WALKER
The University of Edinburgh UK

STUDI E RICERCHE DI ECONOMIA AZIENDALE

SEZIONE I
IMPRESA E MANAGEMENT



La collana “Studi e Ricerche di Economia Aziendale” intende promuovere lo studio e la ricerca scientifica nell’ambito delle discipline economico-aziendali, comunicandone i risultati alla comunità scientifica e al mondo delle imprese e delle professioni. Essa accoglie al suo interno, dopo attento processo di selezione e referaggio, monografie e volumi collettanei volti allo studio e all’analisi dell’azienda nelle sue complesse e poliedriche sfaccettature e dinamiche socio-economiche, aventi ad oggetto sia ricerche teoriche che indagini empiriche. Le opere pubblicate hanno alto valore scientifico e possono essere redatte anche in lingua inglese al fine di facilitarne la diffusione internazionale.

Si è voluto attribuire alla collana una peculiare connotazione articolandola in Sezioni che pur nella loro specificità vengono ricondotte, secondo un’ottica di integrazione e correlazione, allo studio dell’economia aziendale. Le Sezioni sono:

- a) “Impresa e Management”;
- b) “Aziende pubbliche e Management”;
- c) “Studi storici di Ragioneria e di Economia aziendale”.

La Sezione “Impresa e Management” accoglie studi e ricerche sull’impresa nelle sue complesse dinamiche. Essa comprende in generale studi e ricerche che affrontano l’analisi delle logiche gestionali, gli aspetti della comunicazione economico-finanziaria delle imprese, la governance e il sistema informativo. Ulteriori linee di ricerca della Sezione affrontano temi legati ai controlli della gestione, alla creazione del valore, alla valutazione aziendale, all’etica d’impresa, ai processi di rendicontazione socio-ambientale e all’internazionalizzazione dell’impresa.

Francesco Bavagnoli

**Le valutazioni del capitale economico
delle Piccole e Medie Imprese
a fini di garanzia societaria nel quadro dei PIV**

Criticità e possibili semplificazioni





Aracne editrice

www.aracneeditrice.it

info@aracneeditrice.it

Copyright © MMXX

Gioacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

www.gioacchinoonoratieditore.it

info@gioacchinoonoratieditore.it

via Vittorio Veneto, 20

00020 Canterano (RM)

(06) 45551463

ISBN 978-88-255-3824-3

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: ottobre 2020

Para Naty, linda flor,
quem mudou o nome
da mamãe para mami

L'occupazione, la crescita e gli investimenti in Europa sono subordinati all'istituzione di un contesto normativo adeguato e alla promozione dell'imprenditorialità e della creazione di posti di lavoro. Non possiamo permetterci di soffocare l'innovazione e la competitività con normative troppo prescrittive e troppo dettagliate, in particolare nei confronti delle piccole e medie imprese (PMI). Le PMI sono la colonna portante della nostra economia e creano l'85% dei nuovi posti di lavoro in Europa. Abbiamo il dovere di sgravarle da regolamentazioni onerose.

J.C. Juncker, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, 2015

Indice

13 Introduzione

17 Capitolo I

I principi italiani di valutazione nel contesto della dottrina economico aziendale italiana

1.1. Dalla nozione economica del capitale di impresa alla fioritura della dottrina economico aziendale italiana in tema di valore, 17 — 1.2. Dalle Linee Guida per le Valutazioni Economiche ai Principi Italiani di Valutazione, 19 — 1.3. Le configurazioni di valore previste dai PIV e le differenze con gli International Valuation Standards, 22 — 1.4. La chiara scelta di campo dell'OIV sul valore economico, intrinseco e fondamentale, 26 — 1.5. Spigolature di ricerca del valore intrinseco e fondamentale fuori dai confini nazionali in alcune originali elaborazioni: Damodaran e la scuola del Value Investing e della Fundamental Analysis, 29 — 1.6. Valore economico, intrinseco e fondamentale: differenze rispetto al valore di mercato e al valore di investimento, 34 — 1.7. Il valore economico, intrinseco e fondamentale, per calmierare in ottica valutativa l'“in-disciplina” dei mercati, 40

43 Capitolo II

Valutazioni piene e limitate, legali e di garanzia societaria

2.1. I diversi tipi di incarichi previsti dai PIV, 43 — 2.2. L'analisi fondamentale quale cuore della valutazione piena, 46 — 2.3. Il perimetro delle valutazioni legali nella progressiva definizione dei PIV, 55 — 2.4. Alcune considerazioni in chiave evolutiva sull'identificazione dei soggetti incaricati a rilasciare le valutazioni piene di garanzia societaria, 60 — 2.5. Le interpretazioni estensive e restrittive del perimetro delle valutazioni legali, 65 — 2.6. I caratteri delle valutazioni legali: il rigore del procedimento e l'identificazione della sostanza economica dell'operazione, 69 — 2.7. Le indicazioni per le operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, fusioni e scissioni, conferimenti d'azienda e trasformazioni e recesso, 71

85 Capitolo III

Le criticità valutative per le PMI e le possibili semplificazioni

3.1. Il pilastro della base informativa per la qualità delle valutazioni, 85 — 3.2. La povertà della base informativa e la difficoltà (e il costo) di reperire riferimenti di mercato appropriati per le PMI, 88 — 3.3. Semplificare la scelta del metodo: il Discounted Economic Profit con durata limitata del sovra o sotto reddito, ovvero il metodo UEC riveduto e corretto, 96 — 3.4. Semplificare la stima degli intangibili residui per le imprese in crisi, 107 — 3.5. Semplificare la stima del costo del capitale, 114 — 3.6. Semplificare la comunicazione del valore senza compromettere il rigore: i multipli EV/Sales e EV/EBITDA come indicatori sintetici da riconciliare con modelli valutativi dotati di razionalità, 122

129 Bibliografia

Introduzione

L'uscita nel luglio 2015 dei Principi Italiani di Valutazione (PIV) ha segnato un passaggio storico e posto le premesse per un vero e proprio salto di qualità delle valutazioni aziendali, dettando dei principi articolati e dettagliati più dei principi internazionali e facendo tesoro della ricca elaborazione della dottrina italiana di Economia Aziendale.

Una delle motivazioni fondamentali per l'emissione dei PIV è stata la riduzione della discrezionalità degli esperti chiamati ad operare nei contesti più delicati delle operazioni societarie, dove le valutazioni assolvono a funzioni di garanzia di interessi di soggetti deboli quali le minoranze societarie e i creditori.

In questi ambiti, dove è necessario esprimere un giudizio di valore fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo, si può ora fare affidamento su un quadro di principi di pregevole approfondimento teorico e pratico, che, tuttavia, risulta di non facile applicazione per le PMI, che sovente non hanno la capacità di produrre informazioni dettagliate sulle proprie performance passate e future e, in molti casi, non trovano riferimenti di mercato accessibili per la stima di parametri essenziali per la valutazione come tassi e multipli di mercato.

Date queste premesse, il presente lavoro si propone di affrontare le criticità che si manifestano nella valutazione delle PMI negli ambiti di garanzia societaria, proponendo anche delle soluzioni, nel senso di una semplificazione che ricerchi un compromesso equilibrato tra le ragioni del rigore teorico e quelle della concreta applicabilità di metodi e criteri.

Il percorso intrapreso si avvia nel capitolo 1 con l'inquadramento dei PIV nel contesto della dottrina economico aziendale italiana, riservando particolare attenzione alla nozione di valore economico del capitale di impresa, che, originata dalle concettualizzazioni di Zappa, si ritrova come

pietra angolare del procedimento valutativo nei PIV e costituisce un elemento distintivo dei principi italiani rispetto ai principi di valutazione internazionali IVS, che non contemplano, invece, tale base di valore.

Nel capitolo 2 si esaminano le caratteristiche delle valutazioni legali e di garanzia societaria, approfondendo la genesi e i confini del relativo perimetro e commentando le indicazioni specifiche dei PIV per le operazioni straordinarie di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, fusione, scissione, conferimento, trasformazione e recesso.

Nel capitolo 3 si affrontano le criticità valutative per le PMI e si propongono alcune soluzioni, che si ispirano ai numerosi contributi di studiosi che hanno focalizzato i temi in oggetto, con l'obiettivo, come accennato, di non eccedere nella semplificazione, perdendo così di vista il rigore metodologico e la complessità, e di arrivare a delineare delle vie concretamente praticabili, specialmente nei casi di limitata base informativa. I punti di attenzione riguardano: la scelta della metodologia (per la quale si propone come soluzione privilegiata un modello misto patrimoniale reddituale di tipo asset side con durata limitata dei sopra o sotto redditi); la valutazione degli intangibili in contesti di crisi (prospettando l'inserimento nel modello di un intangibile dominante di tipo tecnologico organizzativo o commerciale, da assoggettare a verifica di sostenibilità reddituale); la determinazione del costo del capitale (ove si richiama il modello del beta qualitativo per la stima del costo del capitale proprio) e la comunicazione e discussione delle stime (utilizzando i multipli riconciliati con modelli assoluti di valutazione come indicatori sintetici di valore).

La conclusione del lavoro offre lo spunto per testimoniare sinceri sentimenti di gratitudine, nell'ambito del Dipartimento di Studi per l'Economia e l'Impresa dell'Università del Piemonte Orientale, al prof. Maurizio Comoli, che anni fa mi ha instradato alla ricerca e didattica universitaria nel gruppo del prof. Giovanni Frattini e mi ha incoraggiato costantemente lungo il cammino, come non è mancato il sostegno della prof. Maura Campra, del prof. Davide Maggi e della prof. Lucrezia Songini e sempre stimolanti sono state le discussioni con i professori Gaudenzio Albertinazzi, Luigi Borré, Patrizia Riva, Anna Chiara Invernizzi e Pasquale Seddio.

Rivolgo poi un pensiero di affetto e riconoscenza alla mia famiglia, Mietta, Gabriele che ringrazio anche per la lettura delle bozze dello scritto e i suggerimenti e Alessandra, Edoardo e Eleonora, con i loro occhi pieni di speranza affacciati sulla vita, e un ricordo a mio padre Federico, manca-

to nel giugno 2013. Una delle sue espressioni ricorrenti, entrata a far parte condita da un pizzico di ironia nel nostro lessico familiare, era: “la teoria è una cosa bellissima, ma da un punto di vista strettamente pratico?” evocativa dell’attenzione agli aspetti di concreta applicazione e ricerca di semplificazione che ispirano le pagine che seguono.

I principi italiani di valutazione nel contesto della dottrina economico aziendale italiana

1.1. Dalla nozione economica del capitale di impresa alla fioritura della dottrina economico aziendale italiana in tema di valore¹

In uno straordinario parallelismo intellettuale, due studiosi nella prima metà del Novecento, Gino Zappa in Italia e Eugen Schmalenbach in Germania, sviluppano le fondamentali tesi in ordine ai concetti di reddito e di capitale da cui promanano le successive elaborazioni in tema di valutazione del capitale economico².

La nozione economica del capitale delle aziende di produzione o imprese proposta da Zappa (1950, p. 81) vede «il capitale di impresa [...] nella

1. Il presente lavoro ha come campo d'indagine le “aziende di produzione” che “quando perseguono il conseguimento di un reddito mediante la produzione rivolta agli scambi di mercato, si dicono propriamente imprese”, essendo peraltro «la voce impresa [...] non di rado usata per designare le aziende di produzione di ogni fatta» (Zappa, 1957a, p. 180). Nel seguito si utilizzeranno i termini “azienda”, “azienda di produzione” e “impresa” per riferirsi alle imprese quali aziende di produzione. Incidentalmente, si rimanda, senza pretesa di completezza, ad alcuni dei contributi di dottrina economico aziendale che, con molteplici sfumature, hanno nel tempo approfondito e chiarito i caratteri distintivi delle aziende e, in particolare, delle imprese: Onida (1962, p. 5), Ferrero (1968, p. 15), Masini (1970, p. 10), che distingue tra i concetti di istituto e di azienda, enfatizzando la compresenza negli istituti di finalità economiche e non economiche, Giannessi (1979, p. 10), Azzini (1980, p. 30), Amodeo (1989, p. 12), Amaduzzi (1991, p. 73), Caramiello (1993, p. 29), Airoidi *et alii* (1994, p. 43), Catturi (1997, p. 65), Nobolo (2017, p. 3), Marchi (2018, p. 9).

2. Tra la “teoria del reddito” di Zappa (1920–1929, 1934, 1950) e la “teoria dinamica del bilancio” di Schmalenbach (1962) risaltano interessanti sovrapposizioni (cfr. Grandis e Palazzi, 2017): — la visione unitaria nel tempo della gestione e del relativo risultato totale; — la centralità nelle discipline economico aziendali dello studio del reddito, inteso come dinamica del divenire aziendale e del suo formarsi; — la poliedrica nozione di capitale, declinabile in diverse configurazioni, e la necessità della espressione quantitativa del suo valore; — l'apprezzamento degli aspetti qualitativi nelle valutazioni in funzione delle diverse finalità verso le quali sono orientate; — il costante riferimento al futuro nel calcolo del valore economico del capitale.

sua interezza come un complesso, costituito da fattori complementari. In questa accezione, caratteristicamente economica, il capitale non è un fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma è un valore unico, risultante dalla “capitalizzazione” dei redditi futuri»³.

A partire da queste originali premesse, affermandosi l’uso complementare delle tecniche delle “valutazioni di esercizio” e “fuori esercizio” (Masini, 1955), si sono avvicendati nel tempo eminenti studiosi, che hanno sottolineato come il valore economico del capitale, funzione dei frutti che l’azienda può originare (Onida, 1987), costituisca «il riferimento teorico del valore di scambio attribuibile al capitale proprio aziendale» (Ferrero, 1966, p. 5) e, in altri termini, rappresenti «un indice significativo dei prezzi negoziabili, avuto riguardo non già alle circostanze che definiscono le convenienze economiche particolari di due aziende scambiste e le loro forze contrattuali, ma alle circostanze generali di svolgimento economico delle gestioni patrimoniali» (Coda, 1963, p. 57).

Il capitale economico nella più matura prospettazione del pensiero di Guatri (1998a, p. 42) «è da considerare un’importante formula valutativa [...] che sa meglio combinare e ottimizzare le caratteristiche giudicate positive ai fini della stima: [...] razionalità, dimostrabilità, neutralità (più eventualmente stabilità)»⁴.

La valutazione economica del capitale è svolta nell’ottica del perito indipendente, che si pone come garante tra le parti interessate a una transazione (Liberatore, 2010, p. 5), al fine di definire un congruo valore di scambio di un’attività d’impresa (Pavan e Paglietti, 2017, p. 11), si distingue nettamente dalle valutazioni soggettive o strategiche, che conside-

3. In questo passaggio, Zappa recepisce in Economia Aziendale la nozione di capitale avanzata da alcuni economisti, in particolare Pantaleoni (1925) e Fisher (1906), per cui in termini economici il reddito è il valore originario e il capitale il valore derivato.

4. È del 1981 il primo testo sulla valutazione delle aziende di Guatri, successivamente riproposto in diverse edizioni, sino ad assumere la veste di Trattato sulla valutazione delle aziende (Guatri, 1998a), arrivando alle edizioni del 2005 e del 2009 dove a Luigi Guatri si associa Mauro Bini (Guatri e Bini, 2005 e 2009). Cfr., inoltre, Tiscini (2001, p. 150 e ss.), sul percorso che porta Guatri ad abbandonare il requisito in precedenza incluso della *generalità* delle valutazioni economiche e, in prospettiva più ampia, sulla contrapposizione tra valore oggettivo e soggettivo, valore astratto (generale) e valore concreto, con specifiche notazioni rispetto alle aziende di famiglia, per le quali «[i]l carattere di astrattezza del capitale economico rimane [...] fonte di informazioni preziose sul grado di dipendenza del valore dell’azienda da fattori “non appropriabili”, che potrebbero quindi svanire in tempi brevi, quali la competenza e le relazioni dell’imprenditore o del management, l’inserimento in contesti relazionali favorevoli (es. gruppi o reti di imprese)».

rano invece l'ottica del cedente o dell'acquirente, e può ben allontanarsi dall'effettivo prezzo di cessione praticato in uno scambio reale in funzione delle condizioni soggettive di negoziazione delle parti coinvolte (Zanda *et al.*, 1993, Zanda *et al.*, 2013) quali: le asimmetrie informative, le condizioni specifiche di convenienza, gli interessi economici e non economici, la forza contrattuale e l'abilità negoziale.

La riflessione sul valore economico si sviluppa in questo ricco filone di studi non solo negli aspetti di più alta definizione concettuale, ma anche di più concreta metodologia applicativa, contribuendo a diffondere nel nostro paese, con interessanti spunti originali, idee e concetti che nel frattempo si affermano in tutto il mondo (Comoli, 2020), imponendo la logica di creazione del valore come riferimento universale e parametro di valutazione delle performance per imprese e manager (Paoloni, 2019).

Ne deriva un quadro logico rigoroso ed articolato per formulare un giudizio integrato di valutazione che poggia su tre pilastri: i valori assoluti, ispirati a modelli e formule; i valori relativi, fondati sui multipli di mercato; l'analisi fondamentale, supportata da una adeguata base informativa (Guatri e Bini, 2005).

1.2. Dalle Linee Guida per le Valutazioni Economiche ai Principi Italiani di Valutazione

Le valutazioni delle aziende sono «costellate da ipotesi [...] alluvionate da una miriade di assunti e da incertezze e arbitrarietà di input» e, pur accettando un inevitabile grado di approssimazione connotato al tipo di misura, non possono tollerare errori (di metodo, di input, di prospettiva e di comunicazione) che ne compromettano la qualità (Guatri, 2007, p. 16).

Data l'importanza delle valutazioni, in particolare ove vi siano interessi deboli da tutelare (ad esempio minoranze societarie e creditori), significativi sforzi sono stati fatti nel tempo per gettare luce sul «lato oscuro della valutazione» (Damodaran, 2010) e scovare e catalogare gli errori quali “ospiti indesiderati” del procedimento di stima (Guatri, 2007; Fernández, 2008).

Parallelamente, in svariati contesti nazionali e sovranazionali, accreditate istituzioni hanno emanato veri e propri principi per promuovere la qualità e

l'uniformità delle stime svolte nell'interesse pubblico⁵. Tra queste, risalta per la sua rilevanza l'International Valuation Standards Council (IVSC), fondato nel 1981 con sede a Londra nel Regno Unito, impegnato nella promozione della qualità delle valutazioni mediante la statuizione di principi di adozione universale per la valutazione di attività, con il fine ultimo di accrescere la fiducia riposta dalla collettività nei processi di stima condotti in aderenza agli standard tecnici e ai principi etici dettati dall'IVSC Standard Board⁶.

Nel contesto italiano, prima dell'istituzione dell'Organismo Italiano di Valutazione quale vero e proprio standard setter nazionale, vi sono state alcune significative esperienze di codifica delle best practices in campo valutativo:

- i Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie, pubblicati nel 1989 e frutto del lavoro della Commissione promossa dall'Istituto di economia delle aziende industriali e commerciali dell'Università Bocconi con Assirevi, Borsa Valori Milano e Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti;
- la Guida alla Valutazione pubblicata nel 2004 da Borsa Italiana (Masari *et alii*, 2004), documento rivolto sia alle società che intendono affrontare il processo di quotazione, sia agli operatori coinvolti nella

5. Per una rassegna di significative esperienze nordamericane e europee si veda (Amaduzzi *et al.*, 2016). Per una panoramica a livello internazionale, evidenziando un percorso di omologazione ormai in atto, cfr. Fazzini (2016).

6. I principi internazionali di valutazione, IVS, sono stati emanati per la prima volta nel 1985 e per l'ultima volta aggiornati nel 2019, con efficacia dal 31 gennaio 2020. Il corpus dei principi e linee guida emanati dall'IVSC è articolato come segue. — IVS Glossary (Glossario); — IVS Framework (Quadro di riferimento concettuale). — General standards (Principi generali): — IVS 101 Scope of work (Oggetto e portata dell'incarico); — IVS 102 Investigations and Compliance (Indagini, ricerche e conformità a normative); — IVS 103 Reporting (Relazione); — IVS 104 Bases of Value (Configurazioni di Valore); — IVS 105 Valuation Approaches and Methods (Approcci e Metodi di Valutazione). — Asset Standards (Principi specifici per singole classi di attività): — IVS 200 Business and Business Interests (Aziende e Partecipazioni); — IVS 210 Intangible Assets (Attività Immateriali); — IVS 220 Non-Financial Liabilities (Passività non Finanziarie); — IVS 300 Plant and Equipment (Impianti, Macchinari e Attrezzature); — IVS 400 Real Property Interests (Proprietà Immobiliari); — IVS 410 Development Property (Progetti di Sviluppo Immobiliare); — IVS 500 Financial Instruments (Strumenti Finanziari). Sono stati, inoltre, pubblicati quattro Technical Information Paper (TIP): — TIP 1 Discounted Cash Flow (Flussi di cassa scontati); — TIP 2 The Cost Approach for Tangible Assets (L'approccio del costo per le attività materiali); — TIP 3 The Valuation of Intangible Assets (La valutazione delle attività immateriali); — TIP 4 Valuation Uncertainty (L'incertezza nella valutazione). I principi etici e deontologici per i professionisti della valutazione sono stati codificati nel Code of Ethical Principles for Professional Valuers.