

La valutazione delle aziende con il metodo patrimoniale. Riflessioni successive all'introduzione dei Principi Italiani di Valutazione

di Massimo Buongiorno - docente di finanza aziendale presso l'università Luigi Bocconi di Milano e Ca' Foscari

Il presente lavoro è il primo di una serie che si interroga circa i metodi valutativi (patrimoniali, misti, fondato sui flussi attesi e comparativi di mercato), le fondamentali metodologie sottostanti di applicazione e il trattamento che ricevono nei Principi Italiani di Valutazione (PIV) per individuare eventuali momenti di criticità applicativa nella prassi degli stessi principi.

Il primo criterio analizzato è quello fondato sull'informativa patrimoniale nella forma cosiddetta semplice, ovvero senza considerare gli intangibili che saranno invece oggetto di un prossimo contributo che tratterà anche dell'avviamento.

Ovviamente non verranno esaminate in dettaglio le modalità di applicazione del metodo patrimoniale semplice ma saranno invece evidenziati i temi di maggiore criticità ovvero di distanza tra il comportamento della prassi e le richieste contenute nei PIV.

I metodi di valutazione di un'azienda o di un ramo d'azienda, così come descritti e commentati nei PIV, sono numerosi e correlati anche alle finalità della valutazione ovvero alla natura dell'oggetto da valutare. Tra le metodiche del costo (*cost approach*) rientra il "metodo patrimoniale semplice" oggetto del capitolo III (principi III.1.28, III.1.29 e III.1.30).

Il metodo patrimoniale: la funzione del valore

I metodi patrimoniali sostengono che il valore di un'azienda sia funzione del valore delle singole attività e passività che determinano il patrimonio netto di bilancio. Date le modalità attraverso le quali il bilancio è redatto, incardinato sul principio del costo storico e della prudenza, non tutte le poste rilevanti esprimono un reale valore di mercato.

Il punto di partenza per lo sviluppo del criterio consiste nella comprensione dei fattori di inadeguatezza del patrimonio netto di bilancio ad esprimere un valore corrente di mercato.

Tali fattori sono riconducibili alle modalità di rappresentazione in bilancio delle attività e delle passività. Come noto l'iscrizione in bilancio di tali voci avviene:

- per le attività a seguito di un acquisto (immobilizzazioni materiali, finanziarie ma anche capitalizzazione di costi e rimanenze) oppure di una vendita (crediti);
- per le passività a seguito di un acquisto (debiti di fornitura), di un finanziamento o più in gene-

rale dell'assunzione di un impegno a pagare (ad esempio il fondo Tfr) già quantificato nell'ammontare e scadenza oppure più incerto (fondo rischi).

L'iscrizione in bilancio avviene in un momento specifico, in accordo con la normativa in materia di bilancio ed i principi contabili. Ne deriva che il valore del patrimonio netto è formato da dati storici e non correnti e questa distorsione è tanto più forte quanto più il momento dell'iscrizione in bilancio è lontano dal momento della valutazione.

In più, le rettifiche successive sono possibili ma non sono simmetriche. Ad esempio, il valore delle immobilizzazioni può essere svalutato in caso di perdita durevole di valore ma non rivalutato nel caso contrario. In tale situazione il patrimonio netto di bilancio sottostima il valore corrente di mercato.

Una seconda area di inadeguatezza del patrimonio contabile riguarda la stessa presenza in bilancio di attività con valore nullo. In particolare, tutti gli intangibili non acquistati sul mercato, quali ad esempio i marchi, il *know how*, il *software*, etc. sviluppati internamente, non rientrano nel patrimonio di bilancio dell'impresa (se non per i costi eventualmente capitalizzati, quali costi di registrazione) ma costituiscono certamente una componente rilevante del valore di mercato.

Anche questa seconda tipologia di fattori evidenzia una possibile sottovalutazione del valore corrente

CONTABILITÀ E BILANCIO

del patrimonio netto di bilancio.

La prassi riconosce solitamente due modalità applicative del metodo: la prima nota come metodo patrimoniale semplice procede solamente alle rettifiche per l'allineamento ai valori correnti che riguardano la prima area, la seconda (metodo complesso) include anche gli intangibili.

È allora necessario procedere ad un'attività di rettifica della attività e delle passività patrimoniali per assicurarsi che siano effettivamente riferite a valori di mercato.

La funzione del valore è rappresentata graficamente dalla Tavola 1.

Tavola 1. La formazione del valore nei metodi patrimoniali semplici

Attività di bilancio	Passività di bilancio	Patrimonio netto Rettificato
	Patrimonio netto contabile	
Plusvalenze da rettifiche delle attività	Minusvalenza da rettifiche delle passività	Patrimonio netto Rettificato
	Oneri fiscali potenziali	
	Valore netto delle rettifiche	

La Tavola 1 mostra come il metodo patrimoniale semplice:

- pervenga a determinare direttamente il valore del capitale investito dagli azionisti, dai soci o dall'imprenditore nell'azienda;
- sia il risultato di due componenti distinte, il patrimonio netto di bilancio e la differenza tra le rettifiche nette d'imposta dell'attivo e del passivo patrimoniale.

Ne risulta quindi che una corretta applicazione del metodo deve prevedere tre fasi successive:

- la verifica dei valori contabili di attività e passività per assicurarsi che il patrimonio netto di bilancio sia stato determinato correttamente;
- la stima a valori correnti delle attività e passività che conduce all'accertamento di plusvalenze e minusvalenze rispetto ai valori di bilancio;
- la determinazione dell'onere fiscale potenziale derivante dalle plusvalenze accertate (al netto delle minusvalenze).

Il metodo patrimoniale complesso (Tavola 2) aggiunge una ulteriore fase che riguarda la valutazione degli intangibili che fanno parte del patrimonio aziendale quali marchi, rete e canali distributivi e commerciali, portafoglio prodotti, brevetti e tecnologia e quanti altri possano contribuire al valore d'impresa.

In questo caso il valore economico del patrimonio è il risultato della stratificazione di tre diverse componenti: il patrimonio netto di bilancio, le rettifiche di valore delle attività e passività nette d'imposta e il valore degli intangibili al netto della fiscalità latente.

Tavola 2. La formazione del valore nei metodi patrimoniali tenendo conto degli intangibili

Attività di bilancio	Passività di bilancio	Patrimonio netto Rettificato
	Patrimonio netto contabile	
Plusvalenze da rettifiche delle attività	Minusvalenza da rettifiche delle passività	Patrimonio netto Rettificato
	Oneri fiscali potenziali	
	Valore netto delle rettifiche	
Intangibili	Oneri fiscali potenziali	Patrimonio netto Rettificato
	Valore netto degli intangibili	

I metodi patrimoniali nei Principi Italiani di valutazione

L'Organismo Italiano di Valutazione è una fondazione che nasce con l'obiettivo di redigere principi di valutazioni da intendersi come una codifica della *best practice*, validata dal contributo di alcuni dei maggiori esperti accademici e non di valutazioni d'impresa. Nel corso del 2015 sono stati emessi i Principi Italiani di Valutazione che entreranno in vigore dal 1 gennaio 2016 e che costituiranno uno standard di riferimento per la prassi applicativa.

In merito al metodo patrimoniale, il Principio III.1.28 sostiene che: "Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. L'esperto deve perciò indi-

CONTABILITÀ E BILANCIO

viduare gli elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di valutazione utilizzati. Se l'analisi è estesa ai beni immateriali specifici, deve anche motivare la scelta di tali elementi, accertandosi della loro coerenza specifica".

La lettura integrata del principio e del relativo commento non introduce elementi di sostanziale distanza rispetto al comportamento della maggior parte della prassi, tuttavia si rendono necessari alcuni commenti. In primo luogo viene riconosciuta la necessità di tener conto della fiscalità latente nelle eventuali plusvalenze e minusvalenze, in linea con teoria e prassi che si era però divisa secondo due diverse modalità applicative:

- l'applicazione esclusiva delle aliquote fiscali correnti sull'importo delle plusvalenze/minusvalenze alla data di riferimento della valutazione;
- l'applicazione di aliquote ridotte per tenere conto di eventuali benefici presenti¹ o futuri o comunque del momento di effettiva manifestazione della plusvalenza/minusvalenza.

È evidente che in presenza di significative plusvalenze, come spesso accade nella valutazione di aziende sane, la scelta della prima modalità porta alla determinazione di un valore più prudentiale.

Il commento al Principio porta a ritenere che la seconda soluzione sia ammissibile nel senso che la rettifica di valore non è ritenuta sufficiente per applicare l'imposta alle aliquote piene ma è necessario considerare "la probabilità e la tempistica di effettiva manifestazione nel tempo delle plusvalenze e delle

minusvalenze accertate (oppure i tempi di progressivo utilizzo dei crediti fiscali)" (PIV, pag.137).

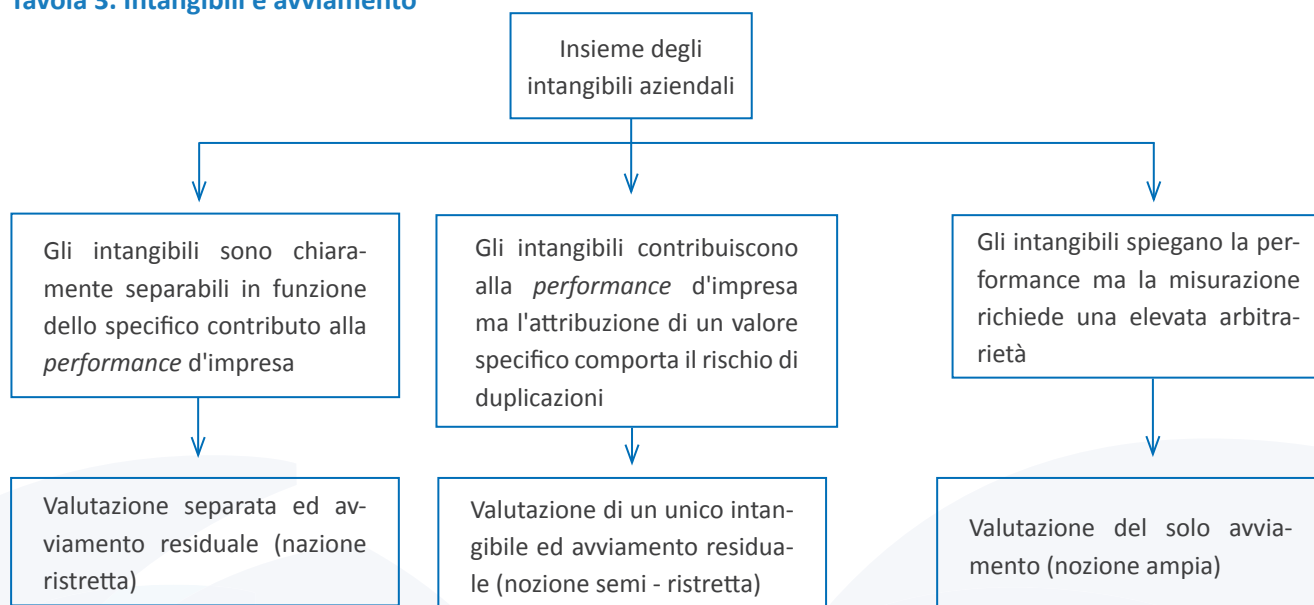
Un secondo punto importante riguarda la distinzione tra metodo patrimoniale semplice e complesso e in particolare per quanto attiene a quest'ultimo i criteri di riconoscibilità degli intangibili che non deve rispondere unicamente a logiche di settore ma "l'esperto deve verificare la solidità di tale riconoscibilità e l'inesistenza di sovrapposizioni tra i beni identificati" (PIV, pag.136) quale, ad esempio, potrebbe esserci tra il marchio e il portafoglio prodotti o la rete distributiva.

Infine, viene esplicitata la forte relazione esistente tra intangibili ed avviamento nei termini in cui quest'ultimo può essere considerato un intangibile non specifico ma generico che esprime comunque un maggior valore attribuibile al patrimonio in ragione delle risorse, competenze e capacità sviluppate internamente all'azienda.

Ne deriva una stretta relazione tra patrimoniale complesso e i cosiddetti metodi misti patrimoniali/reddituali che si fondano sulla stima dell'avviamento, tanto che si afferma che il patrimoniale complesso è un metodo misto nel quale in luogo dell'avviamento abbiamo diversi intangibili specifici e, a sua volta, il metodo misto è un patrimoniale complesso nel quale abbiamo un solo intangibile generico che chiamiamo avviamento.

La Tavola 3 illustra le differenti modalità applicative.

Tavola 3. Intangibili e avviamento



¹ Si pensi ad esempio alla *participation exemption* (art.87 Tuir) che con-

sente di ottenere un ingente beneficio fiscale in caso di cessione di partecipazione con specifici requisiti.

Aspetto dirimente è l'effettiva separabilità e scindibilità degli intangibili senza rischio di duplicazioni. Ove tale processo sia fattibile l'avviamento si riduce ad una componente residuale o anche può non essere considerato. In tal caso si parlerà di metodi patrimoniali complessi. Nelle altre situazioni l'incapacità di scindere gli intangibili richiede la stima del valore dell'avviamento e quindi l'applicazione di un metodo misto.

Non sfugga però che al di là delle differenti terminologia, le metodologie valutative sono assai simili; per questo motivo i metodi complessi e quelli misti saranno trattati insieme in un prossimo lavoro.

Il metodo patrimoniale semplice: le maggiori criticità emergenti dai PIV

Il Principio III.1.29, unitamente al seguente III.1.30 definisce l'ambito di applicazione del metodo patrimoniale semplice limitando a due situazioni ben definite:

1. l'azienda è di fatto un "contenitore di valori" tipicamente di natura immobiliare o finanziaria (*holding* di partecipazioni);
2. il rendimento atteso del capitale investito è pari al costo.

La comprensione del primo punto è agevole. Il metodo patrimoniale semplice è correttamente applicabile a quelle imprese che gestiscono un portafoglio di attività immobiliari o imprenditoriali; in tal caso però il valore, attribuibile per "somma delle parti", non è nel contenitore bensì nel contenuto che dovrà essere stimato con metodi opportuni.

Il secondo punto è più ostico.

Per fare maggiore chiarezza si consideri il caso di una impresa alla quale può essere attribuito un valore patrimoniale pari a 2,5 milioni di euro.

Il reddito annuo normalizzato per questa impresa è pari a 150.000 euro ed il rendimento atteso annuo dagli investitori è del 7%. Utilizzando una semplice valutazione reddituale ed ipotizzando che il reddito possa essere generato in perpetuo si ottiene un valore pari a 2,143 milioni di euro e quindi inferiore al valore patrimoniale.

Ciò indica che il valore patrimoniale non è supportato dalla verifica reddituale che evidenzia come, dato il rendimento corrente di mercato del capitale investito (il patrimonio netto), il reddito previsto non è sufficiente a sostenere il valore patrimoniale di 2,5 milioni di euro. Ne deriva che il metodo patrimoniale semplice non può mai essere l'unico metodo di

valutazione (ad eccezione del caso al punto 1) ma è sempre necessaria, secondo il principio, una verifica reddituale perché "la valutazione sia accettabile ai fini delle valutazioni legali".

È pur vero che lo stesso principio III.1.29 richiama l'opportunità di accertare "la consistenza effettiva del patrimonio netto aziendale", anche quando si utilizzino metodi diversi, per agevolare la comprensione della capacità dell'impresa di produrre flussi di cassa o di reddito.

Il blocco di principi più interessante ai presenti fini è parte del Capitolo III nei punti dal 6 al 9 che trattano delle metodologie valutative delle specifiche attività e passività che rientrano nell'ambito del metodo patrimoniale semplice.

La valutazione degli impianti, macchinari e attrezzature

Il principio al punto 6 riguarda la valutazione degli impianti, macchinari e attrezzature inclusi nelle immobilizzazioni materiali dell'impresa da valutare. L'impianto generale e le metodiche di valutazione, pur non discostandosi da quanto ormai da tempo acquisito sia in letteratura sia nella prassi, hanno il pregio di riordinare la materia.

Più in particolare il principio III.6.8 riconosce tre metodiche di valutazione:

1. la metodica del costo;
2. la metodica di mercato (o comparativa);
3. la metodica dei flussi di risultato attesi.

La prima metodica si basa sul principio che

"definisce il valore massimo di un bene, per un investitore prudente e informato, come il costo necessario per disporre di uno con utilità equivalente a quella in esame. Poiché quest'ultimo normalmente non è un bene nuovo ed è disponibile per la sua vita residua, si rende necessario ridurre il costo a nuovo del deperimento fisico e dell'obsolescenza economica e funzionale attribuibili al bene al momento della stima" (P. III.6.9).

Il criterio del costo si esplica a sua volta secondo due metodologie principali: il costo di ricostruzione e il costo del rimpiazzo a nuovo del bene. La distinzione tra i due concetti che paiono simili consiste nella possibilità di ricostruire esattamente il bene da valutare. Se tale possibilità esiste, il bene andrà valutato al costo di ricostruzione, ovvero la somma dei costi necessari per ricostituirlo; nel caso sia impossibile ricostruire esattamente il bene, ad esempio perché è cambiata la tecnologia o i materiali, si dovranno

considerare i costi necessari per acquistare macchine e impianti basati su tecnologie correnti (logica del costo di rimpiazzo o di sostituzione).

Il principio III.6.9 richiama il concetto di “eccesso di investimento” inteso come la differenza tra i due costi di ricostruzione e di rimpiazzo e “*rappresenta il minor investimento da sostenere per un bene nuovo analogo a quello oggetto di valutazione e in grado di svolgere la stessa funzione*”. Tale concetto trova una sua applicabilità pratica nell’ipotesi che il costo di ricostruzione sia superiore al costo di sostituzione e rappresenta il minor investimento che si potrebbe sostenere acquistando il bene nuovo. Tale differenza dovrebbe ridurre il valore attribuito al bene (P. III.6.3).

Nel commento al principio III.6.9 vengono dettagliati i metodi “ammessi” di determinazione del costo a nuovo:

1. metodo per sommatoria che considera tutti i costi diretti e indiretti necessari per disporre di un bene a nuovo. Tra i costi diretti si considerano il costo di acquisto del bene o dei materiali, la manodopera, il trasporto, il montaggio mentre tra quelli indiretti sono inclusi i costi di assicurazione, gli onorari dei professionisti (ingegneri, architetti), spese legali e amministrative e simili. Questo metodo viene ritenuto preferibile quindi da applicare ove possibile;
2. metodo della rivalutazione dei costi storici attraverso opportuni indici o *trend* in modo da ottenere un costo a nuovo. Questo metodo è applicabile al costo di riproduzione e trova numerose limitazioni di impiego che i principi evidenziano in dettaglio (P. III.6.9. p.211 e 212);
3. metodo della correlazione del costo alle capacità;
4. altri metodi ingegneristici.

Il criterio del valore di mercato “*ha lo scopo di determinare il valore del bene mediante un’analisi delle compravendite recenti di beni simili (comparable)*” (P. III.6.10). L’esperto può rettificare il valore in presenza di differenze tra i comparable e il bene da valutare. Tali rettifiche sono riassumibili nelle seguenti:

1. età;
2. condizione ovvero stato di conservazione del bene;
3. quantità in termini di numerosità dei beni oggetto delle compravendite comparabili (la distorsione può dipendere da eventuali sconti per quantità elevate);
4. capacità;
5. modello;

6. tipo di bene;
7. tipo di vendita;
8. ubicazione sia geografica sia nel *layout* di stabilimento.

Il presupposto del criterio è quello di utilizzare un dato di mercato e quindi per sua natura oggettivo per la stima del valore, tuttavia, nella certezza dell’impossibilità di ottenere una perfetta comparabilità, il principio prevede analiticamente i fattori che possono essere causa di distorsioni nella stima e richiedono opportune rettifiche. Ad esempio in presenza di compravendite comparabili di beni nuovi o più nuovi del bene da valutare è necessaria una rettifica al ribasso.

Infine la terza metodica possibile è quella del valore attuale dei futuri benefici economici attesi dal possesso del bene (P. III.6.11) per la quale non vengono forniti commenti rimandando alla descrizione della metodologia riferita alla valutazione degli immobili. I principi III.6.12 e III.6.13 trattano del deprezzamento inteso come perdita di valore che può derivare dal deterioramento fisico del bene o dall’obsolescenza economica (intesa come dipendente da fattori esogeni quali il cambiamento della domanda che richiede diverse tipologie di prodotti/processi) o da quella funzionale che nasce dal sopravvenuto superamento della tecnologia con la quale il bene è stato costruito.

Il calcolo del deprezzamento può essere effettuato in vari modi che sono sostanzialmente riconducibili all’età del bene ed alla sua vita residua mentre l’obsolescenza dovrà essere valutata caso per caso. I principi consigliano, ove possibile, l’uso congiunto di diverse metodologie per valutare la robustezza della stima.

Pur non essendo chiaramente esplicitato nei principi, è ragionevole ritenere che l’esperto possa concentrare l’attenzione su quei beni (o raggruppamenti di beni come indicati nel P. III.6.1) che maggiormente influiscono sul risultato finale e applicare per i beni residui criteri meno analitici come quelli di mercato.

La valutazione degli immobili

I principi appartenenti al gruppo III.7. del capitolo III riguardano la valutazione degli immobili. Non si introducono elementi significativamente differenti rispetto a quelli del gruppo precedente, a partire dalla convergenza delle metodiche valutative.

Le valutazioni di mercato (P. III.7.4) sono in questo caso le più semplici da applicare, esistendo anche dati per le compravendite immobiliari molto più am-

pie di quanto non sia per gli impianti e macchinari. Anche per gli immobili sono possibili rettifiche a fronte di limitazioni della comparabilità.

Viene maggiormente dettagliato rispetto al punto precedente la valutazione che si fonda sul valore attuale dei benefici futuri. Tale valutazione, invero assai comune nella prassi, è riconosciuta come pienamente ammissibile nella forma (P. III.7.5):

1. della capitalizzazione di un canone normalizzato “di mercato”;
2. l’attualizzazione di flussi di canoni convergenti al valore di mercato.

Nel commento al Principio III.7.5 vengono illustrate le condizioni di applicazione del metodo che riguardano le verifiche che l’esperto deve fare in merito a:

1. ragionevolezza del canone (anche rispetto al contratto di locazione in essere) ed effettiva aderenza a valori di mercato;
2. piena espressione nel tasso di attualizzazione dei rischi, impliciti nel mercato immobiliare e nell’immobile specifico;
3. coerenza tra canone e flussi, soprattutto con riferimento all’inflazione attesa.

Pare opportuno notare che questi tre punti sono centrali ai fini della ragionevole applicazione del metodo e in coerenza con i principi le metodologie applicate dovranno essere chiaramente rappresentate nel rapporto dell’esperto valutatore.

Tra i metodi previsti di calcolo, il primo, ovvero la capitalizzazione diretta intesa come rapporto tra valore del canone e tasso di attualizzazione, è di gran lunga il più comune e trova pieno riconoscimento nel Principio III.7.7².

² Gli altri due metodi previsti, capitalizzazione finanziaria e metodo della

La metodica del costo (P. III.7.10) pare limitata alla valutazione di quegli immobili (ad esempio capannoni industriali) per i quali non esistono sufficienti compravendite recenti ed è più difficile scorporare il reddito quando sono nella proprietà delle imprese che li utilizzano.

L’esperto dovrà riportare nel rapporto valutativo il grado di approfondimento delle indagini, ad esempio attraverso sopralluoghi o ulteriori analisi.

Si nota infine che l’esperto valutatore che aderisce ai PIV risponde anche del lavoro di terzi, per cui, ove la valutazione fosse delegata a terzi, si richiede anche a questi ultimi il rispetto dei principi descritti.

In sintesi³, le maggiori attenzioni che gli esperti che si troveranno ad applicare il metodo patrimoniale semplice dovranno considerare a seguito dell’introduzione dei PIV sono in primo luogo relative alla correttezza e veridicità del bilancio, posto che alcune voci quali i crediti e le rimanenze non vengono considerati nei principi in quanto ritenuto non necessario.

La presenza di immobili e di impianti, macchinari e attrezzature impone invece una cura particolare al valutatore (o a chi è stato delegato per la specifica valutazione) che dovrà preoccuparsi di costruire un impianto coerente con i PIV che, giova comunque ricordarlo, non introducono nulla di nuovo se non un rigore di metodo che troppo spesso, e soprattutto nelle valutazioni patrimoniali, ma non solo, è stato ampiamente trascurato.

trasformazione, paiono meno rilevanti.

³ I principi contenuti nei gruppi 8 (strumenti finanziari) e 9 (passività, passività finanziarie, passività potenziali) riguardano voci patrimoniali molto specifiche e riguardano più tipicamente società di maggiori dimensioni ed anche quotate sui mercati mobiliari, per cui sono qui tralasciate rimandando il lettore interessato ai Principi indicati.