

Fabio Giulio Grandis, Federica Palazzi, La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese, Giappichelli, Torino, 2017.

La stima del valore delle aziende è un tema centrale della dottrina economico-aziendale e un problema rilevante della pratica professionale, tanto in Italia quanto all'estero. In questo volume, gli Autori analizzano le principali metodologie di determinazione del capitale economico delle Piccole e Medie Imprese (PMI) italiane in ipotesi di trasferimento, ossia con mutazione del soggetto economico, identificando i metodi di stima più utilizzati dai periti e dalla pratica professionale in funzione della finalità valutativa, del grado di formalizzazione richiesto e del settore in cui opera l'azienda oggetto di valutazione.

Le domande di ricerca sono fondamentalmente due:

qual è il metodo di valutazione teoricamente più adatto a stimare il valore del capitale economico delle PMI? quali metodi valutativi sono utilizzati dai professionisti per definire il capitale economico delle PMI, a seconda della finalità valutativa, della tipologia di stima, ossia del grado di formalizzazione richiesto, e del settore di attività?

Nel primo capitolo, dopo aver definito la nozione di PMI, sono delineati i tratti distintivi di tali categorie di imprese e sono descritti i percorsi di sviluppo che esse intraprendono. Si analizzano le peculiarità

dei sistemi di proprietà e controllo delle PMI, nonché le scelte di struttura del capitale con l'identificazione delle prevalenti fonti di finanziamento a cui fanno ricorso. Il capitolo 2 illustra dettagliatamente lo sviluppo dottrinale del concetto di capitale economico, a partire dalle origini rinvenibili nella dottrina tedesca ed italiana degli inizi del XX secolo sino agli sviluppi più recenti, con un approfondimento riferito al contesto specifico delle PMI. Non manca un richiamo alla dottrina anglosassone e alle raccomandazioni della UEC/FEE in tema di valutazione d'azienda, con particolare riferimento alle PMI. È, inoltre, descritta la teoria di creazione del valore come approccio alla valutazione della performance mediante la misurazione del valore creato. Il capitolo 3 introduce il lettore alle metodologie e al processo di valutazione del capitale economico. Una particolare attenzione viene dedicata a due elementi imprescindibili in questa valutazione: la stima del valore di avviamento e le caratteristiche della struttura finanziaria. L'analisi di tali elementi, infatti, può far emergere quelle peculiarità dell'impresa che risultano più significative per il processo di stima. L'opzione per un giudizio integrato di valutazione si collega alla necessità che il processo valutativo da intraprendere consenta di ottenere risultati credibili e dimostrabili: le formule di valutazione devono inserirsi, infatti, in un più ampio quadro di informazioni, qualitative e quantitative, interne

ed esterne, consuntive e preventive, che si integrino vicendevolmente. Successivamente, sono illustrate le principali caratteristiche delle varie tipologie di stima che il professionista può trovarsi ad effettuare, accorpandole in tre tipologie distinte in funzione del grado di formalizzazione richiesto. In tal senso si è utilizzata la distinzione in: stime informali, formali oppure ufficiali. Infine, è descritto il ruolo dell'esperto nel processo valutativo ed è proposta una breve descrizione dei principi italiani di valutazione. I successivi cinque capitoli descrivono le principali metodologie di valutazione, con rinvii all'ampia bibliografia in argomento.

Così, di seguito vengono analizzati: i metodi diretti di valutazione (quelli in senso stretto e quelli fondati su moltiplicatori empirici, anche nel caso in cui provengano dalla prassi professionale condivisa e consolidata mediante un processo induttivo che fa perno su variabili di mercato); il metodo patrimoniale (semplice oppure complesso, a seconda che il patrimonio netto rettificato sia considerato senza o con l'aggiunta del valore degli elementi immateriali non contabilizzati in bilancio, i quali giustificano e quantificano l'avviamento d'impresa); i metodi fondamentali teorici basati su valori di flusso (con le tre formule teoriche, reddituale, finanziaria e quella basata sui flussi di dividendo da distribuire, oltre all'illustrazione delle modalità di determinazione del tasso di sconto e di congrua remunerazio-

ne); i metodi indiretti semplificati, reddituali e finanziari (con la relativa procedura di normalizzazione del reddito, attraverso la quale la successione dei dati storici è resa omogenea, attendibile e rispondente a regole definite e costanti nel tempo); infine, i metodi misti di valutazione (metodo del valor medio, metodo della valutazione autonoma dell'avviamento e metodo EVA), con la relativa discussione della loro validità scientifica anche alla luce dei più recenti contributi scientifici internazionali.

Appare interessante l'impostazione data al lavoro, che pur rimanendo ancorato all'analisi teorica, offre nell'ultimo paragrafo di ciascun capitolo le riflessioni, tratte dall'analisi delle 100 perizie di stima esaminate nell'indagine empirica, sull'applicabilità alle PMI dei metodi esposti. Inoltre, ogni capitolo è corredato da un'appendice nella quale sono proposti degli stralci, ritenuti significativi, di tali perizie, al fine di dimostrare l'operato dei professionisti rispetto alle tematiche trattate nello stesso capitolo.

L'ultimo capitolo presenta in dettaglio i risultati dell'indagine empirica condotta su 100 perizie di stima del capitale economico di PMI italiane, realizzate nel periodo compreso tra il 1978 e il 2017.

Emerge che il metodo di valutazione teoricamente più adatto a stimare il valore del capitale economico delle PMI sia il metodo misto patrimoniale-reddituale, con stima autonoma dell'avviamento. E i risultati dell'indagine empirica con-

fermano che tale metodo misto è il più utilizzato dai professionisti per determinare il valore economico delle PMI. Il metodo di stima autonoma dell'avviamento è idoneo al comparto delle imprese minori, sia teoricamente sia empiricamente, poiché è il metodo che meglio consente di depurare il valore del capitale economico dalle componenti soggettive, che afferiscono alla figura imprenditoriale ossia al soggetto economico cedente.

Infatti, l'elemento che maggiormente caratterizza le PMI è la figura dell'imprenditore (o gruppo/famiglia imprenditoriale) che assume in sé sia la figura del proprietario, sia la figura del manager. Nelle PMI non vi è scissione fra governo e proprietà, come invece è rinvenibile nella maggior parte delle grandi imprese.

Diretta conseguenza di tale caratteristica è l'elevatissima commistione fra gli elementi soggettivi dell'imprenditore e l'economia dell'azienda sottoposta a valutazione. Tali commistioni si rinvencono in tutte le dimensioni della gestione: nel patrimonio, nei flussi reddituali e nei flussi finanziari, nonché nelle prospettive future. Pertanto, un processo estimativo che non tenga conto di tali influenze condurrebbe, inevitabilmente, ad una stima del valore nell'ottica del cedente, ossia dell'imprenditore uscente, e non ad un valore neutrale. Inoltre, lo stretto legame tra l'imprenditore-proprietario e l'impresa provoca spesso una fusione tra patrimonio personale e patri-

monio aziendale, con l'inserimento di beni estranei alla gestione aziendale tra gli elementi patrimoniali dell'impresa, allo scopo di ridurre il costo del capitale di credito grazie ad una maggiore consistenza patrimoniale oppure di diminuire il carico fiscale mediante un incremento degli ammortamenti.

Con il metodo della stima autonoma dell'avviamento:

- il patrimonio netto rettificato aziendale è ripulito dalle componenti patrimoniali di tipo personale, non strumentali al processo produttivo e trasferibili esclusivamente come beni accessori;
- il reddito è opportunamente normalizzato depurandolo di quei costi e ricavi imputabili esclusivamente all'economia "privata" dell'imprenditore. Inoltre, il conseguente sovra-reddito è ipotizzato di durata limitata, in quanto l'avviamento nelle PMI è prevalentemente soggettivo, ossia determinato dalle qualità imprenditoriali del soggetto cedente, che esauriscono il loro effetto nel breve/medio periodo, in quanto non sono totalmente trasferibili in capo al nuovo soggetto economico.

Viene recuperata, così, la consistenza teorica del metodo misto di stima autonoma dell'avviamento che fonda le proprie radici nel principio di composizione di Onida, secondo il quale la stima del valore corrente di ogni elemento patrimoniale deve considerarne il contri-

buto al processo di formazione del reddito aziendale e il reddito considerato nelle formule valutative deve essere strettamente correlato ai beni che compongono il patrimonio aziendale. Tale assunto teorico trova piena conferma nei risultati dell'indagine empirica. Infatti, i metodi misti sono i più diffusi per le stime informali e formali, e sono i secondi più utilizzati dai professionisti per le stime ufficiali.

Il metodo della stima autonoma dell'avviamento è adottato principalmente per finalità valutative relative alla cessione d'azienda o alla rivalutazione monetaria, ma anche per finalità informativo-strategiche. Inoltre, tale metodo, anche se diffuso in tutti i settori, è principalmente associato al settore terziario, contraddistinto da aziende il cui livello di capitale investito è ridotto, ma con significativi *intangible assets* che giustificano la redditività futura e costituiscono quelle componenti dell'avviamento il cui contributo alla redditività aziendale è più facilmente quantificabile e dimostrabile.

Le metodologie patrimoniali di valutazione sono diffuse, tra le PMI italiane, all'aumentare del grado di formalismo della perizia di stima e del proporzionale livello di dimostrabilità che il professionista intende garantire ai risultati della stima. L'applicabilità di tali metodologie è di certo più agevole rispetto agli altri metodi indiretti di valutazione, ma non è priva di problematicità. Infatti, le PMI interpretano gli adempimenti conta-

bili solo come un mero obbligo, finalizzato a determinare le imposte da versare allo Stato, anziché come strumento atto a rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica. Di conseguenza, si è diffusa una prassi contabile orientata all'abbattimento del carico fiscale, su richiesta e a vantaggio delle PMI, che rende però decisamente poco attendibile l'informativa di bilancio.

L'utilizzo dei metodi reddituali è modesto e decresce quando aumenta il grado di formalismo della stima. Purtroppo, il risultato economico delle PMI è soggetto a varie politiche di bilancio e manipolazioni. Le congetture di medio-lungo termine circa le capacità reddituali prospettiche sono particolarmente complesse, poiché le PMI sono contraddistinte dall'assenza di una qualunque forma di pianificazione aziendale, nonché da un sistema informativo-contabile poco strutturato, a prevalente orientamento fiscale.

Infine, i metodi diretti di stima sono di improbabile, se non impossibile, applicazione ai processi di valutazione delle piccole e medie imprese. Le PMI si distinguono, infatti, per tratti del tutto peculiari ed unici che le rendono difficilmente comparabili l'un l'altra. Purtroppo, le PMI sono scambiate in mercati affetti da forti asimmetrie informative ed il numero di transazioni è decisamente esiguo. Tuttavia, sono utilizzati, in via residuale, i metodi empirici, esclusivamente in quei

settori per i quali è prassi diffusa l'impiego di specifici moltiplicatori empirici; l'applicazione di tali metodi diminuisce all'aumentare del grado di formalismo della stima.

Lo studio in oggetto offre pertanto un significativo contributo nel verificare come un'ipotesi teorica, assunta come plausibile anche alla luce della dottrina più recente, possa trovare conferma nella prassi. Infatti, la conclusione, secondo la quale il metodo di valutazione da ritenersi teoricamente più adatto a stimare il valore del capitale economico delle PMI sia il metodo misto di stima autonoma dell'avviamento, trova piena conferma dai dati empirici tratti dalla pratica professionale.

Massimo Ciambotti