



GIORNATE DI STUDIO

I PIV e gli errori più frequenti nelle valutazioni

Le cinque fasi della valutazione piena

Andrea Arrigo Panato

20 - gennaio -2022

Indice

- 1. Tipologia di incarico**
- 2. Approccio del lavoro**
- 3. Le 5 Fasi della Valutazione**
 - a) Base Informativa**
 - b) Analisi Fondamentale**
 - c) Metodologie di stima**
 - d) Fattori di rischio**
 - e) Sintesi Valutativa**
- 4. Criticità della valutazione nelle PMI**



1.

INCARICO

TIPOLOGIA DI LAVORO SVOLTO

Tipologia di lavoro svolto

Il processo di valutazione si può articolare in differenti fattispecie:

- **Valutazione**
- **Parere Valutativo**
- **Parere di congruità**
- **Calcolo Valutativo**
- **Revisione del lavoro svolto da altro esperto**

Tipologia di lavoro svolto

Valutazione

Principio I.1.4: Una **valutazione** è un documento che contiene **un giudizio sul valore di un'attività** (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) **o una passività fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo** che si sviluppa attraverso **cinque fasi**:

1. **Formazione** e apprezzamento della **base informativa**;
2. **Analisi Fondamentale** ;
3. Selezione della metodologia o delle **metodologie di stima** più idonee agli scopi della valutazione;
4. L'apprezzamento dei principali **fattori di rischio**;
5. La costruzione di una razionale **sintesi valutativa**.

Tipologia di lavoro svolto

Parere Valutativo

Principio I.4.4: Un **parere valutativo** (expert opinion, valuation opinion, expert report) comporta lo **svolgimento controllato**, con la diligenza richiesta dal mandante o dalla natura del compito, **di una parte soltanto del processo finalizzato alla valutazione, alla quale l'esperto limita la propria responsabilità professionale.**

Tipologia di lavoro svolto

Parere di Congruità

Principio I.4.5: I pareri di congruità comportano un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto (anche ad esito del lavoro di altro soggetto), generalmente costituito da un prezzo o da un rapporto di scambio. Possono derivare da una valutazione o da un parere valutativo.

La caratteristica essenziale dei pareri di congruità è quella di comportare un **giudizio in merito ad una determinazione già assunta o ipotizzata**, in relazione alla quale il mandante desidera avere un conforto professionale indipendente.

Tipologia di lavoro svolto

Incarichi di calcolo valutativo

Principio I.4.6: Gli incarichi di calcolo valutativo (calculation engagement) non presuppongono stime di valore, ma solo il calcolo del valore di una attività o passività sulla base di formule predefinite e/o input predefiniti.

Gli incarichi di calcolo valutativo devono esplicitare che non costituiscono né valutazioni né pareri valutativi, ma sono esclusivamente finalizzati all'esatto calcolo di valori convenzionali per i quali siano definiti o la formula valutativa e/o gli input (ad esempio, multiplo, tasso di sconto, ecc.).

Tipologia di lavoro svolto

Revisione di una valutazione

Principio I.4.7: La **revisione di una valutazione**, o di un parere valutativo, o di un parere di congruità (valuation review) consiste nel suo esame critico da parte di un esperto diverso da quello che ne è stato l'autore. I principi ai quali si conforma la revisione sono quelli di volta in volta afferenti l'oggetto della medesima.

Si tratta di un compito particolarmente delicato che richiede comprovata ed adeguata esperienza valutativa da parte del soggetto incaricato.



2. APPROCCIO DI LAVORO

Approccio di lavoro

Principio I.1.4: L'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere:

- **Razionale**, ovvero deve seguire uno schema logico rigoroso;
- **Verificabile**, dal punto di vista dei dati e delle fonti;
- **Coerente** con l'incarico ricevuto;
- **Affidabile**, riducendo al minimo la discrezionalità;
- **Svolto in modo professionale**, indispensabile che l'esperto disponga di **adequate competenze tecniche, di una buona esperienza professionale** e delle necessarie conoscenze in merito all'oggetto della valutazione (Principio I.1.3);
- **Svolto con competenza**, in quanto il soggetto deve essere dotato di capacità, esperienza e conoscenza adeguate all'oggetto e alla finalità della valutazione.

Approccio di lavoro

Scetticismo Professionale ed obiettività

Scetticismo Professionale, inerente **all'obiettività** e allo **spirito critico** che guida il processo di valutazione al fine di giungere a un **giudizio motivato**.

Il giudizio deve esse formulato in modo obiettivo, senza sovra o sottostime, quindi *non* vi deve essere prudenza ma obiettività.

3.

LE 5 FASI DELLA VALUTAZIONE

Le 5 Fasi della Valutazione

Principio I.1.4: Una **valutazione** è un documento che contiene **un giudizio sul valore di un'attività** (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) **o una passività fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo** che si sviluppa attraverso **cinque fasi**:

1. **Formazione** e apprezzamento della **base informativa**;
2. **Analisi Fondamentale** ;
3. Selezione della metodologia o delle **metodologie di stima** più idonee agli scopi della valutazione;
4. L'apprezzamento dei principali **fattori di rischio**;
5. La costruzione di una razionale **sintesi valutativa**.



3.a

LA BASE INFORMATIVA

La base informativa

La valutazione deve esprimere un **giudizio informato**.

Una valutazione **presuppone una dichiarazione da parte dell'esperto che a sua conoscenza «non esiste migliore informazione ragionevolmente acquisibile esercitando l'ordinaria diligenza».**

La base informativa

L'esperto deve dunque **precisare la base informativa di cui ha fatto uso** e le eventuali **limitazioni** rilevate.

Laddove l'esperto ritenga che l'informazione sia **incompleta rispetto all'esecuzione del mandato ricevuto** deve esplicitarne le ragioni ed esprimersi sulle ragioni per cui ritiene comunque affidabile la valutazione o il parere valutativo.

La base informativa deve risultare **ragionevolmente obiettiva e completa**. Un giudizio informato presuppone che l'esperto svolga **un'analisi della base informativa a disposizione con il necessario spirito critico (scetticismo professionale)**.

La base informativa

Completezza della base informativa

L'esperto deve garantire, per quanto gli è possibile, la completezza della base informativa. Il costo od il tempo di acquisizione di nuove informazioni non è ragione sufficiente per escluderla.

L'esperto deve raccogliere tutta l'informazione ragionevolmente reperibile ad un costo coerente con l'incarico ricevuto (dove il costo deve fare riferimento al costo di una struttura adeguata allo svolgimento dell'incarico).

- **L'esperto non deve accettare incarichi la cui remunerazione è incompatibile con i costi necessari a garantire la necessaria completezza della base informativa.**

L'esperto non deve accettare incarichi per i quali i tempi non sono adeguati all'acquisizione dell'informazione rilevante per lo svolgimento dello specifico incarico.

La base informativa

Recepimento di perizie di terzi e coerenza dei dati

Quando sono utilizzate le **analisi di altri specialisti**, basate su competenze diverse, l'esperto deve esercitare lo spirito critico (professional skepticism) al fine di **attestare che a sua conoscenza non vi sono ragioni per dubitare della credibilità e dell'affidabilità della base informativa utilizzata, come pure che non vi sono elementi di contesto tali da far ritenere che il processo svolto e i risultati ottenuti non siano attendibili.**

Se l'esperto non è in grado di esprimersi sulla ragionevolezza dei risultati raggiunti dallo specialista deve riportare esplicitamente nella relazione le ragioni di ciò.

Nei pareri valutativi l'esperto è comunque impegnato a **giudicare la coerenza fra gli input valutativi ricevuti ed i dati autonomamente raccolti.**

La base informativa

Maggiore peso all'informazione di fonte esterna ed indipendente.

L'esperto deve considerare tutta l'informazione rilevante ai fini dell'espletamento del proprio incarico, assegnando **maggiore peso all'informazione di fonte esterna ed indipendente.**

La base informativa e le ipotesi alla base della valutazione devono essere ragionevolmente obiettive.

Attenzione: Difficilmente ipotizzabile una prevalenza di informazione di fonte esterna rispetto a quella interna quando oggetto di una valutazione legale sia una PMI.

In linea di principio quando è ridotta l'informativa interna in parallelo dovrebbe essere più sviluppata l'informativa esterna.



3.b

ANALISI

FONDAMENTALE

L'Analisi Fondamentale

L'analisi fondamentale mira all'individuazione degli input richiesti dai metodi di valutazione. Tipicamente include:

- Analisi degli **elementi distintivi** dell'attività o passività da valutare;
- Analisi del **contesto di mercato**;
- Esame dei **driver di valore** e della loro evoluzione del tempo;
- Individuazione dei **fattori di rischio** e dei loro possibili effetti.

Il modello di business

«Se il valore è funzione della capacità dell'impresa di mantenere la capacità competitiva nel tempo, assume rilievo l'analisi del modello di business»

Mauro Bini

«QUALI SONO LE SFIDE CHE LA VALUTAZIONE D'AZIENDA È CHIAMATA AD AFFRONTARE?»

La valutazione delle aziende

volume 1

È cambiato il contesto

«In momenti di forte cambiamento ed a maggior ragione in **contesti competitivi particolarmente dinamici** è necessario

- in primis focalizzare l'analisi sulla **sostenibilità ed efficacia del business model** dell'impresa

- e solo successivamente **applicare le tecniche valutative** che ben conosciamo».

L'analisi dei modelli di business

«L'analisi dei modelli di business è un'area dell'analisi fondamentale ancora **nuova e priva di riferimenti consolidati**. Tuttavia rappresenta una cornice indispensabile per **far evolvere le tecniche valutative**».

«La ragione va ricercata nel fatto che qualunque **modello dinamico di valutazione** deve essere in grado di rappresentare due diverse configurazioni di reddito:

- il reddito corrente normalizzato ed
- il reddito che l'impresa potrà esprimere nel futuro sulla base dell'**evoluzione naturale del suo modello di business** (declino, stabilizzazione o sviluppo)».

Analisi del Piano

Flussi Prospettici (segue)

Nel caso di **valutazione** l'esperto deve **esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano a lui sottoposto per la determinazione dei flussi** e ove necessario deve integrarlo con specifiche motivazioni. Il giudizio deve tenere conto di:

- Delle **finalità per cui è stato redatto il piano** e dell'approvazione o meno da un organo aziendale o di gruppo;
- Dell'**esperienza dell'azienda** in materia di gestione programmata;
- Delle **caratteristiche dell'attività svolta dall'azienda e dello scenario di riferimento**;
- Della **coerenza strategica del piano**, della sua **adeguatezza tecnica** e della sua operatività, nonché della **sostenibilità**.

Analisi del Piano

Flussi Prospettici

- Della **ragionevolezza delle ipotesi assunte** e delle **stime** formulate;
- Della **coerenza dei risultati medio-normali attesi** e della loro **sostenibilità**;
- Della **ragionevolezza dei rischi impliciti** rispetto alle condizioni tipiche della realtà aziendale oggetto di valutazione, del settore di appartenenza e dell'ambito competitivo di riferimento;
- Del **coinvolgimento delle unità di business** responsabili dei risultati previsti;
- Della **qualità del processo di pianificazione**.

L'esperto deve infine espressamente segnalare se dal suo esame siano emersi elementi che facciano ritenere inappropriate le indicazioni del piano anche per l'eventuale comparsa di fatti o circostanze nuovi, o al contrario, se tali indicazioni possano costituire una base adeguata per la stima.

Analisi del Piano

Flussi Prospettici

Nell'analisi del piano prospettico, bisogna tenere a mente che **difficilmente si mantengono nel tempo elevati tassi di redditività del capitale investito, a causa del logoramento prodotto dall'azione concorrenziale.**

Anche i forti tassi di crescita sono soggetti a erosione naturale: bisogna porre attenzione alle **differenze settoriali** e alla **posizione nel ciclo di vita dell'azienda.**

Qualche domanda prima dei numeri

Domande tratte da «La redazione del Piano Industriale» di Borsa Italiana

- Qual è il business model adottato dalla società?
- Qual è il grado di automazione degli impianti?
- Qual è la capacità produttiva della società? Qual è la relativa saturazione?
- Quali sono le attività gestite internamente e quali quelle svolte in outsourcing?
- Quali sono le risorse impiegate e le competenze distintive della società? La società dispone di significative competenze tecnologiche?
- Qual è il grado di automazione degli impianti?
- La società presenta un rapporto di dipendenza rilevante verso un determinato cliente, fornitore o distributore?

Il Piano di Impresa

Qualche domanda prima dei numeri: gestione dei rischi

- Quali sono i principali rischi di mercato e qual è il loro potenziale impatto sulla società?
- Qual è la strategia di copertura adottata dalla società in relazione al rischio?

3.c

SELEZIONE DELLA METODOLOGIA DI STIMA

Metodologia di Valutazione

Le tre principali metodiche nell'ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti:

- a) Metodica di mercato (*comparabili*)
- b) Metodica dei flussi di risultati attesi
- c) Metodica del costo.

Poiché la scelta della metodica di valutazione non è neutrale rispetto al risultato della stima, l'esperto deve spiegare le ragioni per cui non ha fatto uso di una o due metodiche.

3.d

APPREZZAMENTO DEI PRINCIPALI FATTORI DI RISCHIO

Apprezzamento dei fattori di rischio

- Fondamentale per un corretto e ponderato giudizio di valore è l'individuazione degli elementi caratteristici dell'attività/passività oggetto di valutazione, al fine di identificare i principali fattori di rischio emersi grazie all'analisi fondamentale e le modalità più idonee per il loro trattamento.
- Particolarmente rilevante è il rischio connesso alle informazioni previsionali, per il quale è opportuno fare riferimento ad appositi metodi e modelli di attualizzazione (PIV I.21-I.22).
- L'utilizzo di premi per il rischio deve essere supportata da scelte che l'esperto deve motivare in modo esaustivo nella sua relazione.

I limiti del processo valutativo

L'esperto deve indicare **nella relazione di valutazione i limiti oggettivi del processo valutativo e dei risultati di valutazione**. Tali limiti possono consistere ad esempio nella disponibilità delle sole informazioni di pubblico dominio oppure nella mancanza di documenti di pianificazione aziendale o in altre circostanza limitative che interessano le diverse fasi del processo valutativo.

3.e

LA COSTRUZIONE DELLA SINTESI VALUTATIVA

Contenuto Minimo relazione di Valutazione

Principio II.4.3: I **contenuti della relazione di valutazione** ed il suo grado di dettaglio devono essere **tali da consentire ai destinatari di comprendere pienamente l'intero processo valutativo adottato e di ripercorrerlo criticamente e di comprendere le ragioni delle scelte compiute.**

La relazione di valutazione deve attestare la diligenza professionale dell'esperto attraverso la **descrizione delle modalità di svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo.**

A questi fini la **relazione di valutazione deve riportare** (in forma non ambigua) i seguenti **contenuti minimi**:

Relazione di stima

Contenuto Minimo Relazione di Valutazione

1. Costituzione ed apprezzamento della base informativa:

- Dati
- Ipotesi
- Ragioni per cui si attribuisce più peso all'informazione storica, corrente o prospettica
- Coerenza con la scelta dei percorsi valutativi, la configurazione di valore ricercata e la finalità della stima

Relazione di stima

Contenuto Minimo Relazione di Valutazione

2. Analisi fondamentale:

- Analisi documentale
- Analisi di contesto
- Analisi storica
- Analisi prospettica
- Analisi comparativa
- Esame dei fattori di rischio
- Analisi delle variabili di mercato

Relazione di stima

Contenuto Minimo Relazione di Valutazione

3. **Metodiche di valutazione adottate** (sia quelle utilizzate sia quelle escluse con relativo relazione)
4. **Criteri di valutazione adottati per ciascuna metodica** (con indicazione delle ragioni per cui sono stati scelti gli specifici criteri utilizzati)
5. **Scelte compiute relativamente alla fiscalità** in relazione a ciascuna metodica di valutazione

Relazione di stima

Contenuto Minimo Relazione di Valutazione

6. Eventuale applicazione di premi e sconti
7. Sviluppo e calcolo delle metodiche adottate
8. Identificazione dei principali fattori di rischio e modalità per il loro trattamento
9. Costruzione di una **razionale sintesi valutativa**

4.

CRITICITÀ DELLA VALUTAZIONE NELLE PMI

Criticità della valutazione nelle PMI

I contenuti, l'ampiezza ed il grado di approfondimento delle fasi del processo valutativo sono condizionati dalle informazioni disponibili (ad esempio, nella valutazione d'azienda, la piccola dimensione può condizionare l'entità delle informazioni disponibili, ridurre la comparabilità, ecc.).

Criticità della valutazione nelle PMI

Determinazione quantitativa

Un'attendibile determinazione quantitativa deve, quindi, essere fondata sulla previsione di piani previsionali sostenibili. Il valutatore è tenuto pertanto ad accertare la validità delle stime presentate al fine di non giungere a conclusioni aleatorie.

Una delle principali **difficoltà** applicative di tale metodo nelle realtà di minori dimensioni è, come accennato, proprio **la determinazione di flussi previsionali in mancanza di business plan attendibili**.

Occorre, peraltro, formulare un'attenta analisi dei bilanci presentati sino alla data della valutazione, al fine di apportare le **opportune modifiche per la normalizzazione del reddito**.

Criticità della valutazione nelle PMI

Sistema Informativo

Nelle PMI le **difficoltà nel reperire le informazioni** necessarie ai fini della valutazione dipendono da:

- **Sistemi di amministrazione e controllo generalmente semplificati o addirittura limitati alla sola contabilità generale;**
- Sia la **pianificazione** sia **l'analisi dei rischi** sono spesso **non formalizzate;**
- **Sistemi di controllo limitati** (collegio sindacale?);
- Ruolo delle persone chiave.
- **Gli elementi fondamentali per la determinazione dei flussi di cassa futuri risultano dipendenti da fattori intangibili, difficilmente valutabili, come appunto la capacità imprenditoriale.**

Grazie a tutti
Andrea Arrigo Panato

Per proseguire il confronto su **LINKEDIN**
<https://www.linkedin.com/in/andreaarrigopanato>