



**EXPERT  
SUISSE**

Revisione contabile  
Fiscalità  
Consulenza fiduciaria

# Comunicazione professionale

«Valutazione d'azienda per piccole e medie imprese (PMI)»

Data di prima pubblicazione: 6 settembre 2018

## INDICE

1. Premesse .....	4
2. Accettazione del mandato .....	4
2.1. Compito di valutazione .....	4
2.1.1. Delimitazione del compito di valutazione .....	4
2.1.2. Motivo della valutazione .....	5
2.1.3. Finalità della valutazione e concetto di valore .....	5
2.1.4. Funzione dell'esperto .....	6
2.2. Requisiti posti all'esperto .....	6
2.2.1. Requisiti di competenza professionale .....	6
2.2.2. Principi etici professionali .....	6
2.2.3. Indipendenza .....	7
2.2.4. Assicurazione della qualità .....	7
2.2.5. Utilizzo della documentazione di terzi .....	7
2.3. Assegnazione e accettazione dell'incarico .....	7
3. Esecuzione del mandato .....	8
3.1. Principi di valutazione .....	8
3.1.1. Metodo basato sui flussi di cassa .....	8
3.1.2. Importanza dello scopo della valutazione .....	8
3.1.3. Principio della data di riferimento .....	8
3.1.4. Valutazione dell'unità economica .....	9
3.1.5. Non pertinenza del principio di prudenza .....	9
3.1.6. Valutazione separata del capitale non operativo .....	9
3.1.7. Inclusione degli oneri fiscali .....	10
3.1.8. Trasparenza dei metodi di valutazione .....	10
3.2. Metodi di valutazione .....	10
3.3. Valutazione basata sulla stima del reddito prospettico .....	11
3.3.1. Metodologia .....	11
3.3.2. Struttura di un modello finanziario integrato .....	12
3.3.2.1. Analisi del modello di business .....	12
3.3.2.2. Analisi dell'azienda .....	12

3.3.2.3.	Previsione e pianificazione .....	13
3.3.2.4.	Trasferibilità della capacità di generare reddito .....	14
3.3.3.	Stima delle eccedenze finanziarie future .....	15
3.3.3.1.	Pianificazione per fasi .....	15
3.3.3.2.	Ipotesi di lavoro .....	15
3.3.3.3.	Periodo di pianificazione dettagliata.....	16
3.3.3.4.	Pianificazione nel periodo del valore residuo.....	16
3.3.4.	Sconto delle eccedenze finanziarie future .....	17
3.3.4.1.	Metodologia .....	17
3.3.4.2.	Determinazione del costo del capitale proprio .....	17
3.3.4.3.	Determinazione degli oneri finanziari per il capitale di terzi .....	18
3.3.4.4.	Determinazione del costo ponderato del capitale .....	18
3.3.5.	Premi e sconti.....	19
3.3.6.	Riconciliazione del valore delle quote con il valore dell'impresa nella sua interezza .....	19
3.3.7.	Plausibilizzazione dei risultati tramite multipli .....	20
4.	Documentazione e relazione.....	20
4.1.	Documentazione dell'incarico.....	20
4.2.	Documenti di lavoro.....	20
4.3.	Dichiarazione di completezza .....	20
4.4.	Relazione.....	21
	Glossario .....	22
	Allegato.....	25

## **1. Premesse**

- (1) La presente comunicazione professionale «Valutazione d'azienda per piccole e medie imprese (PMI)» di EXPERTsuisse sostituisce la precedente comunicazione professionale relativa a direttive e principi per gli esperti, pubblicata dalla CAMERA FIDUCIARIA nell'aprile 2008, in cui sono formulati alcuni principi e raccomandazioni per determinati aspetti della valutazione delle PMI. La comunicazione professionale fornisce un contesto di riferimento, all'interno del quale la soluzione per il caso specifico rimane di competenza e responsabilità dell'esperto. Non riguarda tuttavia i casi per cui si procede diversamente in conformità a un mandato o contratto. Si raccomanda di tenere conto della presente comunicazione professionale nelle valutazioni condotte dopo il 1 gennaio 2019.
- (2) La comunicazione professionale si basa sulla teoria di valutazione aggiornata applicabile alla valutazione delle PMI. Nel documento si è tenuto conto della letteratura corrente e delle pubblicazioni di altre organizzazioni professionali e di categoria. Sebbene non esistano metodi di valutazione specifici da applicare alle PMI, nella loro valutazione occorre tenere conto di alcune peculiarità.
- (3) La comunicazione professionale segue il processo di una valutazione d'azienda. Sono affrontati temi come l'accettazione e l'esecuzione dell'incarico, la documentazione e il rendiconto.
- (4) Nella comunicazione professionale si consiglia di valutare le PMI in un'ottica prospettica, applicando quindi procedimenti che stimano il rendimento futuro, come i modelli di discounted cash flow (DCF) e le valutazioni basate sul valore di reddito. Le valutazioni basate sui prezzi di mercato (multipli) presuppongono un raffronto con i prezzi di imprese comparabili, che non sono sempre disponibili nel caso delle PMI. I procedimenti misti (metodo del valore medio o metodo pratico) trovano ancora una diffusa applicazione ma sono scarsamente giustificabili sul piano teorico. Questi approcci possono servire tuttavia per la plausibilizzazione, in cui si può fare riferimento sia ai prezzi pagati (multipli), sia alle aspettative di valore diffuse nella prassi (metodo pratico).

## **2. Accettazione del mandato**

### **2.1. Compito di valutazione**

#### **2.1.1. Delimitazione del compito di valutazione**

- (5) Al momento in cui viene assegnato e accettato l'incarico, bisogna concordare e documentare se la valutazione è finalizzata alla formulazione di un giudizio di valore definitivo oppure se si tratta di una valutazione sommaria. Le valutazioni sommarie sono valutazioni semplificate in cui si applicano delle limitazioni.

- (6) A seconda di come è circoscritto il compito di valutazione, varierà il tipo e l'ampiezza del resoconto. Le valutazioni d'azienda si concludono con un giudizio di valore, ossia con un valore univoco oppure un intervallo di valore delimitato. Le valutazioni sommarie offrono un'indicazione di valore oppure una forchetta di possibili valori.
- (7) Nella relazione finale è necessario specificare il tipo di valutazione condotta (valutazione d'azienda o valutazione sommaria). Le valutazioni d'azienda possono essere allestite nella forma di una perizia particolareggiata o di un documento di sintesi. Per le valutazioni sommarie bisogna sottolineare sempre le limitazioni del tipo di lavoro svolto, nonché del relativo risultato.

### **2.1.2. Motivo della valutazione**

- (8) Una volta chiarito il compito di valutazione e determinati il motivo e la finalità, si può procedere alla valutazione. Il compito di valutazione determina il metodo e l'approccio da applicare, da cui dipenderà anche il valore dell'azienda. Il motivo per cui viene effettuata la valutazione determina anche il quadro giuridico applicabile (ad es. requisiti dell'esperto e responsabilità).
- (9) Una valutazione è richiesta principalmente in riferimento a:
- a. iniziative imprenditoriali: come la compravendita di imprese o parti d'impresa, misure di capitalizzazione, management orientato al valore;
  - b. presentazione dei conti e fiscalità: come la valutazione di partecipazioni, l'allocazione del prezzo di acquisto, l'accertamento dei valori fiscali;
  - c. norme di legge: come il diritto societario e matrimoniale, la legge sulle fusioni;
  - d. necessità contrattuali: come nel caso di indennità, accordi di risoluzione, compromessi arbitrari.

### **2.1.3. Finalità della valutazione e concetto di valore**

- (10) Il motivo della valutazione indica anche la sua finalità. Essa può essere strumentale a un processo decisionale (consulenza), confermare un parere (argomentazione) o mediare tra punti di vista contrapposti (mediazione). A seconda della finalità si applicano concetti di valore diversi (valore soggettivo o valore oggettivo).
- (11) Il valore di un'azienda dipende dalle concezioni dell'esperto ed è quindi necessariamente soggettiva. Tali valori soggettivi sono valori di decisione e risentono chiaramente di orientamenti individuali, condizioni personali e altre circostanze.
- (12) Quando si deve trovare una soluzione a una situazione di conflitto non si può tenere conto solo della prospettiva soggettiva di una delle parti. In quel caso occorre stabilire un valore oggettivo,

quantificato senza tenere conto delle aspettative di valore personali delle parti coinvolte e presentato come valore indipendente.

- (13) Il valore oggettivo valuta l'impresa presupponendo che questa mantenga una continuità operativa basata sul modello aziendale esistente e abbia aspettative realistiche per il futuro entro i limiti dei rischi e delle opportunità del mercato, delle sue possibilità finanziarie e di altri eventuali fattori. Le ipotesi necessarie alla valutazione delle circostanze personali o delle caratteristiche dell'entità valutata (tipizzazioni e oggettivazioni) possono essere di tipo diverso a seconda dello scopo per cui si effettua la valutazione.
- (14) Nelle valutazioni obbligatorie per legge, la discrezionalità dell'esperto è limitata. La valutazione deve essere infatti condotta osservando la lettera e lo spirito delle norme vigenti.

#### **2.1.4. Funzione dell'esperto**

- (15) A seconda del tipo di valutazione richiesto, l'esperto può intervenire assumendo funzioni diverse: in qualità di esperto neutrale, mediatore o arbitro conciliatore, è chiamato a stabilire un valore oggettivo, mentre come consulente gli è richiesto in genere un valore soggettivo. La funzione dell'esperto deve essere definita chiaramente prima di accettare l'incarico e indicata nella perizia, precisando se egli riveste eventualmente una posizione nella società.

## **2.2. Requisiti posti all'esperto**

### **2.2.1. Requisiti di competenza professionale**

- (16) Per condurre ad arte una valutazione d'azienda bisogna disporre di un'adeguata competenza in questo ambito. Ciò significa che bisogna soddisfare i requisiti specialistici e ottemperare ai principi etici professionali.
- (17) Il possesso dei requisiti specialistici viene dichiarato al committente e documentato nel resoconto (ad esempio precisando di avere completato una formazione di base e di perfezionamento pertinente).

### **2.2.2. Principi etici professionali**

- (18) Durante lo svolgimento dei compiti di valutazione vanno rispettati i principi etici professionali sanciti nelle regole d'organizzazione e di etica professionale di EXPERTsuisse.

### **2.2.3. Indipendenza**

- (19) Il principio generale dell'indipendenza vale anche nell'ambito della valutazione d'azienda, per quanto sia subordinato al motivo della valutazione e alla funzione dell'esperto.
- (20) Quando l'esperto agisce in qualità di consulente del venditore o dell'acquirente, la sua valutazione sarà per propria natura una valutazione di parte. Le relazioni strette e i rapporti di fiducia possono essere utili e opportuni, ma non devono portare all'allestimento di perizie di compiacenza.
- (21) L'attività di arbitro conciliatore, perito neutrale o mediatore deve essere svolta garantendo l'imparzialità. Le Direttive sull'indipendenza di EXPERTsuisse valgono per i servizi di revisione e non sono quindi direttamente applicabili alle valutazioni d'azienda.
- (22) Le valutazioni richieste ai sensi di legge sono disciplinate dalle relative disposizioni normative.

### **2.2.4. Assicurazione della qualità**

- (23) La qualità deve essere garantita durante l'intero processo della valutazione d'azienda. La presente comunicazione professionale fornisce indicazioni e raccomandazioni per lo svolgimento di una valutazione corretta delle PMI. È lecito supporre che una valutazione d'azienda allestita in base ad essa sia corretta.
- (24) Inoltre si applicano agli incarichi di valutazione anche le disposizioni sugli obblighi generici di diligenza descritte nelle Regole d'organizzazione e di etica professionale di EXPERTSuisse volte a garantire la qualità. Sono pertinenti in particolare le disposizioni relative all'accettazione e all'esecuzione degli incarichi.
- (25) L'assicurazione della qualità si estende anche ai software e ai modelli di calcolo utilizzati ai fini della valutazione.

### **2.2.5. Utilizzo della documentazione di terzi**

- (26) Quando si utilizza materiale di terzi ai fini della valutazione (come rapporti di revisione, opinioni sul valore, dati di mercato), l'esperto ha il dovere di verificare l'affidabilità e la plausibilità della documentazione consultata. Nella perizia deve essere esplicitato e spiegato il ricorso a fonti esterne.

## **2.3. Assegnazione e accettazione dell'incarico**

- (27) Prima di cominciare la valutazione bisogna disporre di una conferma dell'incarico. In occasione di un colloquio per l'accettazione dell'incarico è possibile farsi un quadro chiaro del compito di valutazione e del mandante.

- (28) La conferma dell'incarico deve contenere almeno l'accettazione del mandato, la descrizione della valutazione da svolgere, la funzione e la posizione dell'esperto, nonché il tipo di resoconto richiesto. Si consiglia di precisare anche il tipo e il livello di approfondimento dell'esame documentale, eventuali restrizioni d'accesso alle informazioni, deroghe ai principi enunciati nella presente comunicazione professionale, nonché eventuali limitazioni alla divulgazione.

### **3. Esecuzione del mandato**

#### **3.1. Principi di valutazione**

##### **3.1.1. Metodo basato sui flussi di cassa**

- (29) I procedimenti che stimano i rendimenti futuri raccomandati nella presente comunicazione professionale definiscono il valore dell'impresa come valore corrente dei flussi finanziari futuri in entrata che perverranno al suo titolare, ovvero le eccedenze finanziarie. Queste corrispondono all'ammontare che un management in grado di operare secondo principi razionali può ragionevolmente distribuire ai finanziatori.
- (30) Per una stima delle eccedenze finanziarie attese è necessario disporre di un piano integrato delle finanze, del bilancio e dei risultati. In particolare devono essere rappresentati gli investimenti e i disinvestimenti, le variazioni del capitale circolante netto operativo e il finanziamento.
- (31) Bisogna assicurarsi che la valutazione sia coerente con la pianificazione. Ne consegue che l'attribuzione di attività e passività all'ambito operativo o finanziario deve trovare un riscontro anche nell'analisi della struttura finanziaria e nella derivazione dei costi di capitale.

##### **3.1.2. Importanza dello scopo della valutazione**

- (32) Lo scopo per cui viene condotta la valutazione determina il quadro giuridico e metodologico; in talune circostanze pone anche requisiti concreti che l'esperto deve essere in grado di soddisfare.
- (33) Lo scopo incide sul modello e sul metodo di valutazione (determinazione soggettiva od oggettiva del valore), come pure sul grado di oggettivizzazione e tipizzazione necessario.

##### **3.1.3. Principio della data di riferimento**

- (34) I dati aziendali devono essere sempre calcolati a un momento prestabilito, ossia la data di riferimento per la valutazione. La data di riferimento è indicata nel mandato, fissata per legge o scelta in base a considerazioni di opportunità o economicità.



- (35) Bisogna tenere conto anche di informazioni più precise sulle circostanze alla data di riferimento di cui si è venuti a conoscenza in seguito, laddove tali informazioni avrebbero dovuto essere note a quella data con una probabilità abbastanza elevata e sulla base di un'opportuna diligenza.
- (36) All'opposto, le variazioni non prevedibili sopravvenute successivamente alla data di riferimento non devono essere considerate nel calcolo dei valori oggettivi. Tali variazioni vanno tuttavia considerate quando si tratta di eventi che hanno avuto origine prima della data di riferimento. In questi casi deve essere valutato criticamente il nesso causale e occorre fornire una motivazione plausibile.
- (37) Nuove conoscenze derivate nel frattempo dalla dottrina e dalla pratica valutativa devono confluire nella valutazione se è dimostrata la loro importanza teorica e pratica.

#### **3.1.4. Valutazione dell'unità economica**

- (38) L'oggetto della valutazione è l'unità economica. Tale unità non deve necessariamente coincidere con un'unità giuridica. Un'unità economica può essere anche il frutto di una transazione pianificata. L'unità economica deve realizzare delle eccedenze finanziarie soltanto per se stessa, altrimenti non può essere considerata un oggetto di valutazione. L'oggetto della valutazione (l'unità economica) deve essere descritto e delimitato nella perizia.
- (39) L'unità economica può comprendere un capitale di esercizio e un capitale che non è necessario alla sua operatività. Il capitale operativo rientra nel valore dell'azienda. Il capitale non operativo è oggetto di una valutazione separata.

#### **3.1.5. Non pertinenza del principio di prudenza**

- (40) Il principio di prudenza non è pertinente nella valutazione d'azienda. Le eccedenze finanziarie future dell'oggetto valutato devono essere pronosticate con criteri realistici, ipotizzando un certo andamento probabile (valore presunto).
- (41) Gli elementi di incertezza e i rischi sono aspetti prioritari da considerare nel calcolo delle eccedenze finanziarie. In nessun caso deve accadere che i rischi siano considerati due volte, ovvero nelle eccedenze finanziarie e nei costi del capitale.

#### **3.1.6. Valutazione separata del capitale non operativo**

- (42) Il capitale non operativo non fornisce alcun apporto alle eccedenze finanziarie operative; esso deve essere quindi escluso dalla valutazione dell'attività operativa ed è oggetto di una valutazione separata. Il valore complessivo dell'azienda sarà quindi dato dal valore dell'attività operativa sommato al valore del capitale non operativo.

- (43) Quest'ultimo può essere alienato senza alcun pregiudizio per le finalità dell'impresa (delimitazione funzionale). In ogni caso è possibile utilizzare un rendimento inferiore alla media (delimitazione del valore) quando l'approccio funzionale non fornisce un risultato chiaro.

### **3.1.7. Inclusione degli oneri fiscali**

- (44) Le imposte e tasse sull'attività produttiva incidono sull'utile finanziario e devono pertanto confluire nella valutazione. Nel caso in cui la valutazione riguardi una ditta individuale, si possono utilizzare per maggiore semplicità le imposte sul reddito della persona anziché le imposte e tasse sull'attività produttiva.
- (45) Il compito concreto di valutazione, ad esempio nelle valutazioni previste dalla legge, può richiedere in una seconda fase che si tenga conto degli effetti fiscali sul titolare dell'impresa.
- (46) Non è necessario includere gli effetti fiscali delle transazioni, almeno per quanto concerne il calcolo dei valori oggettivi. Tali effetti possono essere tenuti in considerazione invece nella determinazione di valori di decisione soggettivi. Lo stesso vale per i vantaggi ottenuti da ammortamenti fiscali (*tax amortization benefit*).

### **3.1.8. Trasparenza dei metodi di valutazione**

- (47) Il procedimento applicato e il risultato della valutazione devono poter essere compresi e giudicati da terzi. Il tipo e il grado di dettaglio delle spiegazioni necessarie deve essere adattato al livello di esperienza e alle aspettative dei destinatari e commisurato al compito di valutazione.
- (48) Una valutazione risulta comprensibile se illustra le ipotesi da cui si è partiti per la determinazione del valore d'impresa utilizzando un linguaggio accessibile e formulazioni chiare. I termini e i concetti utilizzati non devono dare adito a interpretazioni errate.
- (49) Per ogni affermazione si deve riuscire a comprendere se si tratta di conclusioni a cui è giunto l'esperto o di risultati e opinioni di terzi. Bisogna sempre precisare anche se si stanno menzionando fatti piuttosto che ipotesi o stime e se si operano delle semplificazioni.

## **3.2. Metodi di valutazione**

- (50) La valutazione può essere eseguita sulla scorta di procedimenti per valutazioni individuali e complessive, come pure avvalendosi di metodi misti e comparativi. Tali metodi di valutazione determinano il valore dell'azienda da un punto di vista finanziario.
- (51) Nella valutazione singola si può procedere al calcolo del valore reale e di liquidazione. Il valore di liquidazione corrisponde al valore corrente delle eccedenze finanziarie che si otterrebbe con la cessione dei valori patrimoniali e l'estinzione dei debiti, una volta dedotte le imposte e i costi

associati alla liquidazione. Nel processo di liquidazione è fondamentale anche l'arco di tempo in cui la liquidazione è completata. Notoriamente il valore reale è soltanto un valore indicativo che può rivestire una certa importanza per un eventuale acquirente potenziale quale valore di decisione soggettivo (valore di sostituzione).

- (52) Nei metodi di valutazione complessiva, il valore delle singole posizioni di attivo e passivo confluisce nel valore aziendale complessivo. Il valore complessivo dell'impresa equivale al valore corrente dei rendimenti futuri attesi. Tali eccedenze possono essere stimate sulla base del cash flow (metodo del discounted cash flow, DCF) oppure degli utili contabilizzati (metodo del valore di reddito). Entrambi i procedimenti forniscono il medesimo risultato se si applicano ipotesi identiche. Tra i due viene scelto il metodo più opportuno e che meglio rappresenta la situazione. In molti casi è privilegiato il modello DCF.
- (53) I procedimenti misti che utilizzano sia valori di reddito sia valori reali (metodo del valore medio e metodo pratico) sono scarsamente giustificabili sul piano teorico. I metodi misti possono essere presi in considerazione in singoli casi se si può supporre che portino a risultati simili a quelli ottenuti con metodi dottrinali comprovati. Il ricorso a tali metodi deve essere motivato e documentato separatamente nella perizia.
- (54) I procedimenti basati su multipli si avvalgono di alcune grandezze di riferimento per stimare il valore aziendale quale possibile prezzo di mercato. Le PMI non possono essere valutate esclusivamente ricorrendo ai multipli, poiché per questa categoria di imprese non sono disponibili i dati di mercato necessari. L'unica eccezione può essere rappresentata da approcci empirici osservabili che si sono affermati in uno specifico settore. I metodi comparativi possono essere sempre utilizzati per la plausibilizzazione dei valori calcolati con altri metodi.
- (55) Altri procedimenti che possono integrare i modelli DCF o del valore di reddito sono il profitto eccedente (utile residuo) o l'EVA (*Economic Value Added*), che forniscono i medesimi risultati se applicati partendo da ipotesi identiche.

### **3.3. Valutazione basata sulla stima del reddito prospettico**

#### **3.3.1. Metodologia**

- (56) I metodi DCF calcolano il valore dell'impresa come valore corrente dei benefici finanziari di cui godrà l'investitore sotto forma di flusso di cassa.
- (57) Quando il calcolo comprende il flusso a tutti i finanziatori (capitale proprio e capitale di terzi), si parla di (Cash-) Flow to Entity. Quest'ultimo è scontato al costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital* – WACC). Questo procedimento è chiamato metodo DCF-WACC. Il valore della partecipazione ovvero del capitale proprio è ricavato sottraendo successivamente i debiti finanziari, e per questo la procedura è definita anche del metodo lordo.

- (58) Quando il calcolo del cash flow prende in considerazione solo il reddito spettante ai titolari di quote (del capitale proprio), si parla di (Cash-) Flow to Equity. Questo cash flow viene attualizzato al costo del capitale proprio. Il valore delle quote ovvero del capitale proprio è ricavato direttamente, e per questo la procedura è definita anche del metodo netto.
- (59) Il metodo lordo e quello netto portano allo stesso risultato se il calcolo è effettuato a partire dalle stesse ipotesi. Il metodo DCF-WACC è quello più raccomandato e utilizzato anche per la valutazione delle PMI.
- (60) Nel metodo del valore di reddito, il cash flow necessario alla valutazione è calcolato sulla base dell'utile contabile. Il risultato esprime il valore del capitale proprio, come lo si deriverebbe anche utilizzando il metodo DCF-Equity. Sotto questo punto di vista non esistono differenze tra i due metodi.

### **3.3.2. Struttura di un modello finanziario integrato**

#### **3.3.2.1. Analisi del modello di business**

- (61) Le eccedenze finanziarie da considerare nella valutazione sono desunte applicando un modello finanziario integrato. Prima di tutto, occorre identificare e analizzare il modello di business.
- (62) Le prospettive di crescita di un'impresa e del suo modello di business dipendono da fattori macroambientali e circostanziali, che devono essere considerati in un passo successivo. L'analisi dell'ambiente e del contesto in cui opera l'impresa è necessaria anche per verificare la plausibilità della pianificazione, delle premesse di pianificazione e delle ipotesi per il calcolo del valore residuo.
- (63) Si annoverano tra i fattori ambientali tutte le dinamiche macroeconomiche, ossia l'impatto che la crescita dell'economia nazionale, l'inflazione o la moneta esercitano sull'oggetto valutato.
- (64) Il contesto in cui opera l'impresa è determinato invece dalle caratteristiche del suo mercato: il potenziale (in termini di estensione e dinamismo), la struttura (concorrenza, fornitori e clienti) e il tipo di prodotti e servizi.

#### **3.3.2.2. Analisi dell'azienda**

- (65) Un'impresa può essere analizzata prendendo in considerazione dai tre ai cinque conti annuali pregressi. Il risultato dell'analisi fornisce la base necessaria per l'allestimento e/o la plausibilizzazione del conto previsionale.
- (66) L'analisi aziendale comprende: la rettifica dei dati retrospettivi allo scopo di ottenere un reddito costante, l'analisi del bilancio e del conto economico rettificati per calcolare un risultato operativo

costante e la determinazione degli indicatori per verificare i calcoli sulla scorta ad esempio di parametri settoriali.

### **3.3.2.3. Previsione e pianificazione**

- (67) La valutazione dell'impresa si basa sulla pianificazione aziendale. Se non è presente una pianificazione per motivi pratici o giuridici, l'esperto è chiamato a formulare delle previsioni proprie o adottare delle ipotesi semplificative.
- (68) Quando esiste una pianificazione, bisogna innanzitutto verificarne la plausibilità. La presentazione di una dichiarazione di completezza non esonera l'esperto da questa responsabilità. Il risultato della verifica deve essere illustrato nella perizia.
- (69) La plausibilizzazione deve riguardare gli aspetti sia formali sia sostanziali della pianificazione aziendale. Il giudizio va espresso sulla pianificazione nel suo complesso e può essere formulato in negativo («non sono state osservate fattispecie tali da confutare la plausibilità della pianificazione») oppure in termini positivi («la pianificazione è plausibile»).
- (70) Non è possibile basare una valutazione su una pianificazione che si riveli lacunosa o non plausibile. Se l'esperto esegue correzioni e modifiche, deve comunque evidenziare le carenze della pianificazione nella perizia di valutazione. L'esperto deve altresì spiegare le modalità e l'ampiezza del suo intervento.
- (71) Sono pianificazioni aziendali affidabili e idonee a fungere da base per una valutazione quelle predisposte liberamente dall'impresa sulla base di una programmazione concreta di quantitativi e importi. In questo processo bisogna tenere conto delle specificità delle PMI. Ciò significa trattare anche i costi non contabilizzati (come il salario calcolato del titolare nel caso di una ditta individuale), le spese non congrue per ammontare o infondate, oppure una politica dei dividendi restrittiva. Bisogna prestare particolare attenzione alla pianificazione dell'attivo circolante netto.
- (72) Attraverso il piano degli investimenti si deve risalire alla politica d'investimento pregressa e ai volumi d'investimento attuali e pianificati. Un piano previsionale dettagliato dovrebbe abbracciare almeno un intero ciclo d'investimento. Nelle imprese poco patrimonializzate si può scegliere per semplicità di assumere come sostanza necessaria il capitale di esercizio disponibile alla data di riferimento.
- (73) La liquidità presente alla data di riferimento deve essere valutata alla luce delle sua effettiva necessità operativa. Le disponibilità non necessarie all'esercizio rilevate alla data di riferimento vanno sommate al valore dell'impresa al loro valore nominale.
- (74) Per la pianificazione successiva si può partire dall'assunto che la liquidità operativa individuata alla data di riferimento sarà mantenuta ed evolverà in funzione dell'andamento degli affari. Questa consistenza può essere compresa anche nell'attivo circolante netto oppure essere oggetto di

una previsione e valutazione separate se gli importi coinvolti sono elevati. Se si effettua un'operazione di compensazione dei debiti finanziari, questa deve essere tenuta in considerazione nelle ipotesi per la configurazione della struttura finanziaria e nel calcolo dei costi di capitale.

- (75) Il calcolo previsionale è in genere analizzato e plausibilizzato sulla scorta di determinati indici, che devono coprire almeno i fattori chiave principali, la redditività, la crescita e l'immobilizzo del capitale. Tali indici devono essere applicati in modo coerente e uniforme tanto agli esercizi pregressi quanto al periodo di pianificazione.
- (76) Il piano previsionale deve indicare dei valori attesi. È consigliabile formulare previsioni per scenari diversi (*best, base e worst case*) da applicare in una pianificazione unica in base alle probabilità del loro realizzarsi.

#### **3.3.2.4. Trasferibilità della capacità di generare reddito**

- (77) Nelle PMI, l'imprenditore riveste un'importanza determinante. La capacità di generare reddito operativo dell'impresa è spesso legata alla persona dell'imprenditore e non può essere trasferita ad altri, oppure è possibile farlo solo parzialmente o temporaneamente. L'imprenditore influenza anche aspetti come la remunerazione della direzione, la divisione tra sostanza personale e patrimonio dell'impresa, nonché la struttura del capitale e il finanziamento.
- (78) La remunerazione, la segregazione patrimoniale e il finanziamento devono essere approfonditi nel corso dell'analisi dell'impresa ed adeguatamente rappresentati nella pianificazione. Mentre questi elementi possono essere valutati secondo criteri perlopiù obiettivi, la trasferibilità della capacità di generare reddito può essere in genere soltanto stimata.
- (79) A seconda della finalità della valutazione e dei modelli di valore utilizzati, questa trasferibilità sarà considerata o meno e variabilmente quantificata. Quando viene richiesto di calcolare il valore venale, lo scopo finale è sempre la vendita in cui si deve ipotizzare che l'influenza del proprietario precedente si estinguerà del tutto.
- (80) Se la capacità di generare reddito non può essere trasferita, si applica in genere il valore di liquidazione.
- (81) In caso di trasferibilità parziale, solo una parte dell'influenza personale del precedente proprietario si annulla con la sua partenza. Questo aspetto deve essere tenuto in considerazione nella pianificazione mediante un adeguamento dei proventi o degli oneri.
- (82) Nell'eventualità più frequente per le PMI di una trasferibilità solo temporanea della capacità di generare reddito operativo, sono importanti i rapporti stretti con la clientela e quindi il portafoglio clienti. Occorre analizzare l'apporto di questo elemento al valore ed escluderlo prima di passare alla fase successiva del valore residuo. Potrebbe essere opportuno impiegare il valore di liquidazione al posto di un valore basato sul presupposto di continuità della gestione.

- (83) La perizia deve esporre separatamente le analisi e le considerazioni formulate in merito alla trasferibilità della capacità di generare reddito. Bisogna anche spiegare come queste considerazioni abbiano influito sulla valutazione.

### **3.3.3. Stima delle eccedenze finanziarie future**

#### **3.3.3.1. Pianificazione per fasi**

- (84) Nel valutare un'impresa si ipotizza in genere che questa avrà una durata illimitata. Per questo motivo, il periodo di pianificazione è suddiviso in una fase più prossima e una più remota.
- (85) Per il breve termine si procede a una pianificazione dettagliata, in cui sono pianificati in maniera analitica i ricavi e i costi. Per il periodo successivo, definito periodo del valore residuo o terminale, si procede semplicemente a una stima generale del valore d'impresa.
- (86) Vista l'importanza attribuita al valore residuo, quest'ultimo deve essere in genere pianificato e plausibilizzato con particolare cura. Quando l'azienda entra nella fase di valore residuo dovrebbe avere già raggiunto lo stato di maturità (*steady state*).
- (87) Se l'impresa non ha ancora raggiunto la maturità dopo cinque-otto anni, è opportuno prevedere alcuni esercizi con una pianificazione di massima prima di passare alla fase del valore residuo.

#### **3.3.3.2. Ipotesi di lavoro**

- (88) La pianificazione aziendale su cui si basa la valutazione formula una previsione dello sviluppo futuro dell'impresa. La pianificazione si basa su un determinato modello aziendale e sulle relative ipotesi. Nella pianificazione bisogna tenere presente sia il motivo che lo scopo della valutazione.
- (89) Una valutazione oggettiva stima l'impresa «nello stato in cui si trova», prospettando quindi un'evoluzione realistica a partire da un modello operativo che rimane invariato. Nella valutazione soggettiva devono confluire invece le pianificazioni del potenziale acquirente o venditore. La procedura è diversa a seconda di queste due finalità, in particolare per quanto concerne le misure future, le sinergie e il cosiddetto «fattore management».
- (90) Nella valutazione d'azienda oggettiva si prendono in considerazione soltanto le misure che risultano già avviate alla data di riferimento. Parimenti si considerano soltanto gli effetti sinergici che qualsiasi acquirente sarebbe in grado di realizzare (quali l'utilizzo di perdite riportate, il superamento di inefficienze rilevate ecc.). Nella valutazione oggettiva si presume che sarà garantita la continuità gestionale del management, pur tenendo conto di tutti gli avvicendamenti che si verificano nelle società di persone (stimando quindi la trasferibilità della capacità di generare reddito).

- (91) Nella pianificazione finanziaria occorre formulare delle ipotesi in relazione alla copertura del fabbisogno di capitale (tramite finanziamento interno o esterno), alla struttura del finanziamento (capitale proprio o di terzi) e ai suoi costi. Tutte queste ipotesi di lavoro devono essere menzionate e motivate nella perizia valutativa.
- (92) Quando è l'esperto stesso ad allestire la pianificazione, o se esiste soltanto una pianificazione approssimativa, si può stabilire per semplicità di applicare una politica dei dividendi residuali. In questo caso i mezzi liquidi disponibili sono distribuiti interamente. La pianificazione del finanziamento risulta così dalla pianificazione operativa e degli investimenti. Se un piano esistente prevede già una distribuzione dei dividendi, occorre verificarne la plausibilità.

#### **3.3.3.3. Periodo di pianificazione dettagliata**

- (93) In genere è richiesta una pianificazione dettagliata per un periodo che varia fra i tre e i cinque anni. Per calcolare sulla base delle ipotesi adottate le eccedenze finanziarie rilevanti ai fini della valutazione occorre pianificare innanzitutto lo sviluppo operativo futuro, gli investimenti che saranno necessari per realizzarlo (per sostituzioni e ampliamenti) e infine il finanziamento e le distribuzioni.
- (94) Di consueto si comincia dall'allestimento del budget, in base al quale si stima l'attivo circolante netto, ad esempio sulla base dei tassi di rotazione. Gli investimenti necessari per sostituzioni si determinano in base all'analisi del capitale di esercizio necessario alla data di riferimento della valutazione. Gli investimenti per ampliamenti sono calcolati sulla base dell'andamento previsto del fatturato e della capacità produttiva.
- (95) Trattandosi della stima di cash flow prospettici, bisogna verificare l'impatto sui flussi di cassa di ratei e risconti attivi e passivi presenti alla data di riferimento (tra cui accantonamenti per manutenzione o riparazioni, costi di sviluppo iscritti all'attivo ecc.).

#### **3.3.3.4. Pianificazione nel periodo del valore residuo**

- (96) Una parte sostanziale del valore dell'impresa è dichiarato valore residuo. Si comprenderà pertanto l'importanza di effettuare un calcolo particolarmente accurato di questo valore. Il valore residuo può essere calcolato come valore di liquidazione o di continuità. Nel primo caso si presuppone che l'impresa sarà o dovrebbe essere liquidata o venduta a un dato momento.
- (97) Per il valore residuo stimato in un'ottica di continuità gestionale sono fondamentali le previsioni relative alle eccedenze finanziarie e al tasso di crescita.
- (98) Il valore residuo è calcolato partendo dal presupposto che l'impresa abbia raggiunto la «maturità», ma è fondamentale verificare la veridicità di tale ipotesi. In un tempo successivo si può inoltre decidere di intercalare tra la pianificazione dettagliata e la fase del valore residuo un periodo di pianificazione più approssimativa.



- (99) Il valore dell'impresa risultante all'inizio del periodo del valore residuo corrisponde al valore corrente calcolato in quel momento delle eccedenze finanziarie stimate. Queste possono essere determinate in forma analitica e nella struttura della pianificazione relativa al periodo della pianificazione dettagliata. È corretto limitarsi ad aggiornare l'ultimo esercizio soltanto nel caso in cui l'impresa a quel punto abbia raggiunto la maturità.
- (100) In alternativa si può determinare il valore residuo sulla scorta di modelli fattoriali che calcolano l'eccedenza finanziaria di lungo termine direttamente dai fattori che la determinano, ossia la redditività, la crescita e gli investimenti necessari. Bisogna assicurarsi che le ipotesi di lavoro siano coerenti.
- (101) Il tasso di crescita è un dato predittivo specifico per la singola azienda, che tiene conto della crescita reale e di quella inflattiva. Il tasso di crescita applicato deve essere plausibilizzato. Per stimarlo è fondamentale tenere conto dei seguenti parametri: aspettative di inflazione, crescita macroeconomica, tassi d'interesse e posizionamento dell'impresa.

#### **3.3.4. Sconto delle eccedenze finanziarie future**

##### **3.3.4.1. Metodologia**

- (102) Il valore dell'impresa equivale al valore corrente delle eccedenze finanziarie che spettano ai finanziatori dell'azienda. La serie di pagamenti ipotizzata per le eccedenze finanziarie viene aggiornata con i costi del capitale alla data di valutazione.
- (103) Tali costi possono essere desunti utilizzando modelli basati sui dati di mercato o stimati tramite un calcolo soggettivo. In questo ambito l'esperto dispone di un margine di discrezionalità, fermi restando eventuali requisiti contrattuali o di legge. La scelta deve essere motivata e i costi del capitale devono essere esposti in maniera chiara e comprensibile. Le ipotesi di lavoro applicate e le fonti devono essere menzionate e illustrate.

##### **3.3.4.2. Determinazione del costo del capitale proprio**

- (104) Quando i costi del capitale proprio sono calcolati tramite modellazione, il rischio viene in genere calcolato applicando il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Il premio per il rischio è qui inteso come una sorta di indennizzo che l'investitore esige per avere assunto un rischio più elevato rispetto a un investimento privo di rischi (remunerato con un interesse anch'esso privo di rischi).
- (105) Il tasso di interesse senza rischio può essere determinato da una media di rendimenti storici, dal reddito alla data di riferimento o da una curva degli interessi. Occorre motivare la metodologia scelta e illustrare il calcolo effettuato. In particolare bisogna verificare la plausibilità dell'interesse privo di rischio che deve dimostrarsi coerente con le ipotesi inflattive, di crescita e di premio di rischio del mercato.

- (106) Il premio di rischio del mercato (*market risk premium*, MRP) corrisponde al reddito che eccede l'interesse privo di rischi, atteso da un detentore di quote che ha investito nel portafoglio di mercato. Gli MRP sono stimati in genere su serie storiche dei rendimenti. In alternativa si possono calcolare anche MRP impliciti. Indipendentemente dal modello di calcolo prescelto, bisogna verificare che queste previsioni siano coerenti con gli altri elementi che vanno a determinare i costi del capitale.
- (107) Il fattore beta misura il rischio sistemico che comprende il rischio operativo e finanziario di un'impresa. I beta presenti sul mercato devono essere innanzitutto corretti per il rischio finanziario (*unlevered*) e successivamente adattati alla struttura finanziaria dell'impresa valutata (*re-levered*).
- (108) Per le aziende quotate in borsa, i fattori beta possono essere calcolati utilizzando i propri dati del mercato dei capitali. Nel caso delle PMI, i beta possono essere calcolati orientandosi sui valori del mercato dei capitali, ossia facendo riferimento a imprese quotate che rientrano nel *peer group*, applicando così un beta di settore o di mercato. In alternativa si può effettuare una stima soggettiva del rischio sulla scorta di caratteristiche qualitative. Il metodo scelto e i premi di rischio derivati devono essere illustrati e motivati nella perizia.

#### **3.3.4.3. Determinazione degli oneri finanziari per il capitale di terzi**

- (109) Gli oneri finanziari relativi al capitale di terzi corrispondono ai rendimenti attesi dai creditori. Siccome i creditori si assumono il rischio d'insolvenza e parzialmente anche il rischio operativo, hanno diritto a rivendicare una parte del premio di rischio. Si può tenere conto di questa circostanza prevedendo un *debt beta*.
- (110) Nella valutazione di una PMI si può prescindere dal *debt beta* quando si suppone che i creditori non abbiano assunto un rischio sistemico (prestito garantito o clausole di revisione del tasso di remunerazione) o che la sua inclusione nel calcolo avrebbe effetti trascurabili.
- (111) Il capitale di terzi gode di un trattamento fiscale privilegiato rispetto al capitale proprio, nel senso che gli interessi costituiscono un costo deducibile. Il beneficio fiscale riduce l'onere effettivo della remunerazione e gli oneri finanziari vanno ridotti di conseguenza. In alternativa si può tenere conto del vantaggio fiscale anche nel calcolo delle eccedenze finanziarie.

#### **3.3.4.4. Determinazione del costo ponderato del capitale**

- (112) Il modello DCF-WACC fornisce un valore complessivo dell'impresa. Per conseguenza logica, le eccedenze finanziarie future sono scontate del costo complessivo del capitale. Tale costo complessivo si calcola in proporzione al costo relativo al capitale proprio e agli oneri sul capitale di terzi; esso rappresenta il costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, WACC).

- (113) La ponderazione di entrambe le componenti di capitale avviene ai valori di mercato e non ai valori contabili. La struttura del capitale può essere pianificata o calcolata, eventualmente per singoli periodi.
- (114) La struttura del capitale è stabilita in funzione del compito e dello scopo per cui viene svolta la valutazione: nella valutazione di partecipazioni di minoranza ci si può basare sulla struttura del capitale attuale o prevista dall'impresa, giacché non esiste la possibilità di modificarla. Ciò vale sia per un calcolo del valore oggettivo sia soggettivo.
- (115) Nella valutazione soggettiva di un'impresa nella sua interezza ci si può basare sulla struttura del capitale ritenuta vantaggiosa dall'acquirente. Nel calcolo del suo valore oggettivo ci si può invece basare sulla posizione di un acquirente tipico del mercato. Per definirla ci si può orientare in base alle aspettative correnti del settore o con un approccio empirico.
- (116) Se la struttura del capitale ipotizzata nella valutazione si discosta da quella effettiva dell'impresa valutata, occorre motivare nella perizia tale scostamento, spiegando quali sono le sue conseguenze sulla valutazione.

### **3.3.5. Premi e sconti**

- (117) Nella prassi è comune applicare premi e sconti sul valore dell'impresa o della partecipazione, anche se questo aspetto è controverso nella dottrina e poco sostenuto a livello empirico. La loro applicazione è lasciata alla discrezionalità dell'esperto, che deve tenere conto sia del motivo sia dello scopo della valutazione.
- (118) Le diverse caratteristiche che danno adito a premi e sconti (come le dimensioni dell'azienda, la liquidità, la quota di partecipazione e quindi i relativi diritti di decisione e controllo) sono interdipendenti e interconnesse. S'impone quindi la massima cautela nella loro scelta e quantificazione.

### **3.3.6. Riconciliazione del valore delle quote con il valore dell'impresa nella sua interezza**

- (119) Nel caso di una partecipazione al 100%, il valore delle quote è dato dal valore complessivo dell'azienda dopo avere dedotto i debiti finanziari effettivi esistenti il giorno di riferimento della valutazione. Il capitale non operativo (liquidità non necessaria all'esercizio ecc.) va aggiunto al suo valore nominale o di liquidazione.
- (120) Il valore di una partecipazione inferiore al 100% può essere determinato direttamente o indirettamente. Nella valutazione diretta si considerano direttamente le eccedenze finanziarie percepite dal detentore della quota. Nella valutazione indiretta si determina il valore della quota in percentuale del valore complessivo dell'impresa.
- (121) I due approcci conducono a risultati diversi quando si stabilisce che l'entità della partecipazione ha un influsso sul suo valore (e si applicano quindi premi o sconti di maggioranza o minoranza).

La valutazione diretta o indiretta delle quote dipende dal compito e dallo scopo per cui è condotta la valutazione.

### **3.3.7. Plausibilizzazione dei risultati tramite multipli**

- (122) I risultati della valutazione possono essere opportunamente plausibilizzati utilizzando multipli basati sull'EBIT o sull'EBITDA. Per alcuni settori sono disponibili anche valori di riferimento più specifici.
- (123) I multipli possono essere ricavati dai dati di mercato oppure ottenuti da pubblicazioni. I multipli pubblicati e di libero accesso recano in genere poche informazioni sui metodi con cui sono stati ottenuti. Inoltre, di solito non sono disponibili i dati relativi a transazioni su PMI, pertanto questi dati vanno utilizzati con circospezione. Per determinare i multipli in proprio si può definire un *peer group* di aziende quotate che esibiscono un profilo di rischio comparabile.
- (124) È probabile che si riscontrino differenze tra i multipli utilizzati per la plausibilizzazione e il processo di stima delle prospettive reddituali a causa delle diverse metodologie applicate. Tali scostamenti devono essere analizzati e tenuti in considerazione quando si valuta la plausibilità dei risultati della stima sui redditi futuri.

## **4. Documentazione e relazione**

### **4.1. Documentazione dell'incarico**

- (125) L'incarico è documentato anche tramite una conferma d'incarico ed eventualmente un verbale scritto relativo al colloquio di accettazione dell'incarico.

### **4.2. Documenti di lavoro**

- (126) I documenti di lavoro servono a documentare l'attività svolta e sono finalizzati a consentire a una persona terza qualificata di comprendere i diversi passaggi del processo valutativo e i risultati che ha prodotto. Oltre a fungere da evidenza e da strumento di controllo, i documenti di lavoro servono anche da base per processi valutativi successivi.

### **4.3. Dichiarazione di completezza**

- (127) L'esperto (incaricato) deve ricevere una dichiarazione di completezza dai rappresentanti dell'azienda (oggetto della valutazione). Nella dichiarazione va precisato anche che i dati prospettici presentati corrispondono alle aspettative attuali della direzione aziendale, sono stati calcolati secondo criteri plausibili e tengono conto di tutte le opportunità e i rischi di cui si è a conoscenza.

#### **4.4. Relazione**

- (128) A seconda dell'esercizio di valutazione condotto, il resoconto allestito può assumere forme diverse, come quella di (a) un giudizio corroborato da una perizia dettagliata, (b) un giudizio con una perizia sintetica e (c) una valutazione sommaria con una relazione sul calcolo del valore. Sulla pagina di copertina o nel titolo del documento bisogna specificare se si tratta di una valutazione d'azienda oppure di una valutazione sommaria.
- (129) In funzione del compito da svolgere potrebbe essere necessario divulgare ulteriori fatti e informazioni in merito ad esempio a una remunerazione legata al risultato e altri interessi finanziari dell'esperto, o ancora in ordine all'obbligo di aggiornare la perizia in una data successiva.
- (130) Il resoconto può essere pubblicato anche in versioni diverse se è stato convenuto che taluni dati devono rimanere confidenziali. In questi casi nella perizia il risultato della valutazione è spiegato solo verbalmente e i dati riservati sono riportati in un allegato separato.
- (131) L'esperto deve firmare la perizia e il resoconto indicando anche la data del loro allestimento. L'esperto deve indicare nel documento l'eventuale obbligo di un successivo aggiornamento della perizia o del resoconto.

## Glossario

- Politica dei dividendi** – Definisce la periodicità e l'ammontare dei dividendi distribuiti. Tale politica può definire un importo fisso oppure variabile in funzione della liquidità disponibile (politica dei dividendi residuali).
- Beta** – Misura statistica del rischio associato a un singolo investimento. Un beta di 1,0 indica un rischio che corrisponde esattamente a quello di un investimento nel portafoglio di mercato utilizzato come riferimento (ovvero il premio di rischio del mercato). Il rischio è inferiore se il beta è meno di 1,0 e superiore se il beta è maggiore di 1,0.
- Capital Asset Pricing Modell (CAPM)** – Questo modello per il mercato dei capitali serve a calcolare premi di rischio specifici per le imprese. Basato su una versione standard della teoria per la selezione del portafoglio elaborata da *Markowitz*, questo modello è stato sviluppato negli anni Sessanta del secolo scorso da *Sharpe*, *Lintner* e *Mossin*.
- Debt beta** – Misura per l'assunzione da parte dei creditori del rischio sistemico, inizialmente sostenuto solo dai finanziatori interni.
- Periodo della pianificazione dettagliata** – Periodo per cui viene presentata una previsione dettagliata delle finanze, del bilancio e degli utili (compreso tra 3 e 5 anni).
- Discounted cash flow** – Valore corrente di una serie di pagamenti periodici (con flussi di cassa opportunamente scontati per il costo del capitale).
- EBIT** – *Earnings before Interest and Taxes* – Utile al lordo degli oneri finanziari e fiscali.
- EBITDA** – *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – Risultato operativo prima di imposte, interessi e ammortamenti di immobilizzazioni materiali e immateriali.
- Economic Value Added (EVA)** – Indicatore di controllo basato sull'utile residuo che dovrebbe favorire una gestione dell'impresa orientata al valore.
- Maturità** – Stato in cui in base alle ipotesi si trova l'impresa nel momento in cui passa alla fase del valore residuo. Una volta raggiunto questo stato di equilibrio, le eccedenze finanziarie continuano a crescere in maniera costante e «perpetua» al tasso di crescita presunto.
- Valore di reddito** – Eccedenze finanziarie future spettanti agli azionisti (capitale proprio), scontate dei costi del capitale proprio.
- Eccedenza finanziaria** – Concetto generico per l'avanzo finanziario rilevante ai fini della valutazione, ottenuto applicando il processo di stima dei redditi futuri. Tale eccedenza può essere espressa in termini di flussi di cassa (metodi DCF) o utili (metodo del valore di reddito).
- Debiti finanziari** – In genere il capitale di terzi oneroso.
- Periodo di previsione semplificato** – Periodo di previsione pianificato solo in maniera sommaria (in genere solo per i margini) che succede al periodo di pianificazione dettagliata di 3-5 anni e precede il periodo del valore residuo, nell'ipotesi di una struttura e una crescita costanti.
- Beta di settore** – Misura del rischio calcolata per un determinato settore.
- Salario calcolato del titolare** – Salario dovuto per la gestione dell'azienda che nel caso di una ditta individuale non è contabilizzato ma deve essere invece compreso nel calcolo e nella valutazione.
- Allocazione del prezzo di acquisto** – Ripartizione del prezzo di acquisto complessivo tra le diverse attività e passività acquisite.
- Valore di liquidazione** – Il valore di liquidazione corrisponde al valore corrente delle eccedenze finanziarie risultanti dalla cessione dei valori patrimoniali e dall'estinzione dei debiti, al netto delle imposte e dei costi associati alla liquidazione.
- Beta di mercato** – Misura del rischio calcolata per un determinato mercato.
- Premio di rischio del mercato** – Parte di remunerazione eccedente quella priva di rischio, richiesta da chi investe nel portafoglio di mercato in cambio dell'assunzione dei rischi associati al possesso di titoli azionari.

- Partecipazioni di minoranza** – Partecipazioni indicate nel conto consolidato che, nel caso di partecipazioni pienamente consolidate, sono attribuite a detentori esterni.
- Metodo del valore medio** – Metodo di valutazione che calcola il valore delle quote tramite una media (ponderata) del valore di reddito e del valore reale.
- Multipli** – Valutazioni basate sui prezzi pagati per le aziende.
- Attivo circolante netto** – Disponibilità a breve termine (in genere capitale circolante) al netto delle passività correnti esenti da interessi.
- Oggettivazioni** – Caratteristiche di elementi tipici che determinano il valore considerate nel calcolo dei valori aziendali oggettivi.
- Peer group** – Gruppo di imprese con caratteristiche simili.
- Plausibilizzazione** – Verifica di massima della correttezza formale e sostanziale.
- Metodo Pratico** – vedi Metodo del valore medio.
- Re-levered** – Aggiustamento tramite una formula di un beta unlevered alla struttura finanziaria dell'oggetto valutato al fine di comprendere anche il rischio finanziario.
- Utile residuo** – Utile dell'impresa (anche profitto eccedente) che rimane al netto degli oneri finanziari dovuti per la remunerazione del capitale impiegato.
- Periodo del valore residuo** – Periodo che segue la fase di pianificazione dettagliata, in cui si prevede il successivo sviluppo dell'impresa per una durata in genere «illimitata».
- Tasso d'interesse senza rischio** – Rendimento ottenuto da un investitore su investimenti che garantiscono pagamenti sicuri, tempestivi e privi di rischi di cambio.
- Steady state** – vedi Maturità.
- Reddito alla data di riferimento** – Reddito di un investimento avente una durata prestabilita (nel caso del tasso d'interesse senza rischio si prende in genere come riferimento un titolo di Stato decennale) così come rilevato alla data di riferimento della valutazione.
- Valore reale** – Il valore reale esprime la sostanza disponibile nell'impresa, stimata al valore contabile (valore di bilancio) o al costo di sostituzione (valore di ricostruzione), in genere senza tenere conto dell'avviamento.
- Effetti sinergici** – Effetti combinati che possono essere ottenuti da qualsiasi acquirente dell'impresa nel caso di effetti sinergici «fittizi» (come possono esserlo i riporti di perdite dell'entità valutata) oppure da acquirenti specifici in grado di produrre sinergie «effettive» (in termini di vantaggi nei costi o di mercato).
- Tax Amortization Benefit (TAB)** – Vantaggio fiscale che l'acquirente ottiene grazie all'ammortamento dei costi di acquisizione.
- Tax Shield** – Vantaggio fiscale legato alla deducibilità fiscale degli oneri di finanziamento (in genere sotto forma di riduzione degli oneri finanziari nella misura dell'agevolazione fiscale riconosciuta).
- Effetti fiscali della transazione** – Effetti fiscali legati al passaggio della proprietà dal venditore all'acquirente.
- Costi di transazione** – Costi sostenuti per il trasferimento della proprietà.
- Tipizzazioni** – Caratteristiche e specificità tipiche che sottendono il calcolo di valori aziendali obiettivi, come il modello operativo, gli effetti sinergici, il fattore management.
- Unlevered** – Esclusione calcolata del rischio finanziario dai beta di mercato.
- Dichiarazione di completezza** – Dichiarazione in cui la direzione aziendale dichiara e assicura che è stata presentata all'esperto una base informativa corretta e completa dei dati necessari per il regolare svolgimento del suo incarico.
- Tasso di crescita** - Tasso percentuale posto per la crescita successiva dell'impresa o del suo risultato finanziario nel periodo del valore residuo. Il calcolo è effettuato deducendo i costi del capitale.
- Modello fattoriale** – Modello utilizzato nel calcolo per evidenziare il nesso tra la crescita e gli investimenti necessari a conseguirla, assumendo un determinato reddito per il capitale investito.

**Fattori chiave** – Fattori che incidono sul valore dell'impresa, tra cui la disponibilità e la struttura patrimoniale, l'indebitamento e i costi del capitale.

**Curva del reddito** – Rappresentazione grafica della situazione di diverse strutture di reddito. Solitamente la curva è ascendente, poiché si suppone che gli investitori pretendano una remunerazione maggiore per gli investimenti con un orizzonte temporale più lungo.

**Processo di stima dei redditi futuri** – Insieme dei metodi di valutazione che desumono il valore d'impresa dalle eccedenze finanziarie future (flussi di cassa o utili).



## **Allegato**

### **Modello 1: Conferma dell'incarico**

#### **Personale, confidenziale**

Luogo, data

#### **Conferma d'incarico – Progetto [nome] – Valutazione d'azienda**

Gentili signore, egregi signori,

facciamo riferimento alla vostra del ...

Con piacere accettiamo di svolgere l'incarico per la valutazione d'azienda e con la presente ci permettiamo di confermare la sua accettazione alle condizioni descritte di seguito.

#### **Premessa e incarico**

Descrizione della situazione e dell'incarico.

#### **Metodologia e relazione**

Descrizione del procedimento e del tipo di documento prodotto.

La base informativa è costituita dalle seguenti fonti:

– ...

Non rientra nei nostri compiti verificare l'affidabilità e la correttezza delle fonti e della base informativa che ci avete trasmesso.

Riferiremo in merito all'incarico esclusivamente a [nome]. Senza la nostra approvazione scritta preliminare non siete autorizzati a mostrare e distribuire a terzi o pubblicare la nostra relazione del tutto o in parte, né a fare riferimento ad essa in un documento distribuito a terzi.

#### **Organizzazione del progetto**

Le seguenti persone saranno i nostri interlocutori presso [mandante]: [nomi].

Presso [società incaricata], l'incarico è gestito da [nome]. Ove necessario, saranno coinvolti altri collaboratori.

## **Calendario**

Un calendario di massima non vincolante per lo svolgimento dell'incarico è stato definito in occasione della riunione di kick-off del [data]. Siamo in grado di mettere a disposizione tutte le risorse necessarie. Se dovessero verificarsi imprevisti inattesi passibili di causare ritardi, prenderemo contatto con voi per concordare i passi successivi.

## **Onorario e condizioni di pagamento**

Il nostro onorario è calcolato sulla base dell'impegno effettivo alla tariffa oraria stabilita. Vi terremo informati periodicamente in merito alla natura e al grado di avanzamento del nostro lavoro, documentando costi e onorari maturati fino a quel momento. Le tariffe orarie individuali sono indicate in tali conteggi. L'attività di segreteria, le spese e l'imposta sul valore aggiunto sono addebitate separatamente.

Per l'onorario viene emessa fattura al termine del progetto con scadenza di pagamento a 30 giorni.

[Variante: Inizieremo il lavoro al ricevimento del vostro anticipo di CHF [...]. Secondo le nostre stime, l'anticipo sarà sufficiente a coprire l'onorario per i nostri servizi [... ad es. «fino al completamento della fase 1]. La parte di onorario che eccede l'importo anticipato sarà posta a vostro carico].

## **Corrispondenza**

Siamo consapevoli dei requisiti specifici di riservatezza del presente mandato e ci impegniamo ad agire con la discrezione necessaria. Il mandato sarà gestito con la denominazione interna «[nome del progetto]». La corrispondenza sarà inviata alla sede della vostra società in [indirizzo] provvista della dicitura «Personale / Confidenziale».

Su richiesta di uffici autorizzati della vostra società potremo inviare le comunicazioni anche tramite posta elettronica. Acconsentendo all'utilizzo della posta elettronica, accettate i rischi associati a questa forma di trasmissione dei dati (compreso il rischio che il messaggio digitale sia intercettato, distrutto, manipolato o altrimenti alterato).

## **Dichiarazione di completezza**

Al termine dei lavori ci consegnerete una dichiarazione di completezza, in cui dichiarate di averci fornito o concesso in visione tutte le informazioni, conoscenze e prove documentali necessarie alla formulazione di una valutazione qualificata secondo le specifiche convenute, allo scopo di consentirci di valutare la situazione operativa attuale o la pianificazione futura dell'impresa. Si allega al presente accordo un modello generico di dichiarazione di completezza che sarà modificato in base alle vostre circostanze specifiche.

Vi ringraziamo per la fiducia accordata e siamo lieti di potervi affiancare in questo progetto interessante. Vi preghiamo di restituirci firmata la copia della lettera allegata alla presente come espressione del vostro consenso.

Cordiali saluti

---

Nome, funzione

---

Nome, funzione

Allegati:

- Modello della dichiarazione di completezza
- CG

Dichiariamo di approvare il contenuto della presente comunicazione:

Luogo, data:

---

Cognome

---

Cognome

## Modello 2: Dichiarazione di completezza

### Dichiarazione di completezza

Data

[Nome; Indirizzo]

### Valutazione di [oggetto valutato]

Egregio signor Esempio,

facciamo seguito alla lettera d'incarico del [Data], in cui le abbiamo assicurato che avremmo messo a sua disposizione tutte le informazioni necessario allo svolgimento del suo compito. A tale proposito, in base alle conoscenze di cui disponiamo le confermiamo quanto segue:

1. abbiamo messo a sua disposizione tutte le informazioni finanziarie e di altra natura che riteniamo essere pertinenti allo svolgimento del suo incarico. Al momento della presente dichiarazione, tali informazioni sono complete e autentiche. Lei non è stato incaricato di svolgere una revisione ai sensi di legge o verifiche di altro tipo; in particolare, non ha verificato la completezza e correttezza delle informazioni che le abbiamo fornito.
2. Ci assumiamo la responsabilità esclusiva per le previsioni e le relative ipotesi di lavoro che ha utilizzato per svolgere l'incarico. Confermiamo che tali previsioni e ipotesi sono realistiche nelle circostanze date.
3. Alla data della valutazione non si erano verificate variazioni o modifiche nella situazione finanziaria o di altro tipo, nei ricavi, nel tipo di transazioni o attività di [entità valutata], tali da poter cambiare le circostanze future e arrecare secondo noi serio pregiudizio, influenzando in misura sostanziale sulla valutazione stessa.
4. Tutte le informazioni confermate in una data pregressa sono ancora corrette nei loro aspetti sostanziali, come se fossero state rilasciate oggi tenendo conto della situazione odierna concreta.
5. Senza la sua approvazione scritta preliminare non mostreremo, distribuiremo a terzi o pubblicheremo la sua relazione per intero o in parte, né faremo riferimento ad essa in documenti distribuiti a terzi.

Abbiamo letto la versione preliminare della relazione «[Titolo della relazione]» del [data] e confermiamo che a nostro giudizio essa non contiene errori di sostanza e non è carente su alcun aspetto fondamentale.

Cordiali saluti

---

Cognome

---

Cognome

### **Modello 3: Indice – Perizia dettagliata di valutazione d’azienda**

1. Indice dei contenuti
2. Mandato ed esecuzione
  - a. Mandante, incaricato e destinatario
  - b. Motivo, scopo e data di riferimento della valutazione
  - c. Funzione e posizione dell’esperto
  - d. Limitazioni
  - e. Utilizzo della documentazione di terzi qualificati
  - f. Svolgimento dell’incarico
  - g. Eventi sopravvenuti dopo la data di riferimento
3. Oggetto valutato
  - a. Identificazione e descrizione dell’oggetto valutato
  - b. Basi giuridiche
  - c. Basi tributarie
4. Svolgimento della valutazione d’azienda
  - a. Metodo di valutazione
  - b. Metodo(i) di valutazione presi in considerazione e applicati
  - c. Considerazione del capitale non operativo
  - d. Premi e sconti sul valore d’azienda
  - e. Modello finanziario
    - i. Analisi del modello di business, analisi dell’ambiente e del contesto
    - ii. Analisi dell’impresa
    - iii. Previsione e pianificazione (allestimento e plausibilizzazione del calcolo previsionale)
  - f. Stima delle eccedenze finanziarie future
    - i. Procedura per la pianificazione dettagliata
    - ii. Procedura per il periodo del valore residuo
    - iii. Trasferibilità della capacità di generare reddito
  - g. Attualizzazione delle eccedenze finanziarie future
    - i. Metodo di calcolo dei costi del capitale
    - ii. Calcolo del costo del capitale proprio
    - iii. Calcolo degli oneri finanziari
    - iv. Ipotesi sulla struttura del capitale
    - v. Premi e sconti

5. Risultato della valutazione
  - a. Riconciliazione del valore delle quote con il valore dell'impresa nella sua interezza
  - b. Analisi di sensibilità
  - c. Plausibilizzazione
6. Altre considerazioni

#### **Modello 4: Lista per il controllo della qualità**

##### **Accettazione del mandato**

1. Il motivo e il compito di valutazione sono descritti in termini chiari?
2. L'entità da valutare è indicata nominativamente?
3. L'incarico può essere svolto a regola d'arte ed entro i termini con il preventivo concordato e le risorse umane disponibili?
4. Sono soddisfatti i requisiti tecnici e professionali, nello specifico è garantito il requisito d'indipendenza?
5. Ha avuto luogo un colloquio per l'accettazione dell'incarico ed è stata firmata una conferma d'incarico?
6. Esistono condizioni giuridiche e contrattuali da considerare nella valutazione o condizioni concrete poste dal mandante?
7. Le informazioni disponibili sono limitate e questo aspetto è stato menzionato all'approvazione dell'incarico?
8. È stato convenuto il tipo di resoconto da allestire (perizia, perizia sintetica o rapporto di valutazione)?
9. Occorre coinvolgere esperti esterni? È stato deciso a chi riferiscono questi esperti e a chi fatturano la prestazione? L'esperto è in grado di formulare un giudizio proprio sull'attività svolta da questi?

##### **Esecuzione del mandato**

1. È stata indicata una data di riferimento per la valutazione?
2. È presente un capitale non operativo valutato e considerato separatamente?
3. Il metodo di valutazione applicato è idoneo e la sua scelta è stata motivata?
4. Nel scegliere il metodo di valutazione e le ipotesi di partenza necessarie è stato tenuto conto dello scopo per cui è condotta la valutazione?
5. Le fonti delle informazioni necessarie alla valutazione sono attuali, note e citate nei documenti di lavoro (analisi di settore, costo del capitale ecc.)?
6. Le rettifiche ai dati pregressi sono state opportunamente motivate e documentate? Sono state effettuate le necessarie riconciliazioni e queste sono indicate nei documenti di lavoro?

7. La pianificazione presente è stata adeguatamente plausibilizzata o le modifiche ritenute necessarie sono state apportate e opportunamente documentate?
8. È stata analizzata e motivata la trasferibilità della capacità di generare reddito prima di includerla nel modello di valutazione?
9. Le ipotesi poste per la valutazione sono state concordate con il mandante e opportunamente motivate e documentate, in particolare le ipotesi relative a crescita, costi del capitale e struttura del capitale?
10. Il valore residuo è stato sufficientemente plausibilizzato? Al termine del periodo di pianificazione dettagliata l'impresa ha effettivamente raggiunto la maturità e l'ammontare del valore residuo è ragionevole?
11. Il modello finanziario impiegato fornisce calcoli coerenti e corretti?

#### **Documentazione e relazione**

1. È stata consegnata una dichiarazione di completezza firmata?
2. I documenti di lavoro sono completi e documentano l'ultima versione del modello finanziario, le ipotesi adottate e le modifiche apportate nelle diverse versioni?
3. Dai documenti di lavoro si può risalire alla fonte delle informazioni, ossia si può sapere se provengono dal mandante, da terzi o sono state ottenute grazie a competenze e lavori propri?
4. Le perizie o la relazione sono state allineate all'ultima versione dei documenti di lavoro e revisionate?
5. È stata inviata al mandante una versione preliminare della perizia o della relazione, questa è stata discussa ed eventuali modifiche sono già state incorporate?
6. La relazione è stata firmata dalla persona responsabile dell'incarico?
7. Sono state menzionate le restrizioni alla diffusione del documento?
8. Esistono altre informazioni importanti per i destinatari che andrebbero menzionate nella relazione?