

Introduzione

di Michele Rutigliano

Un altro volume sulla valutazione delle aziende? La letteratura scientifica e divulgativa in argomento è sterminata. In cosa si differenzia questa pubblicazione?

Comincio con il sottolineare che il volume non vuole essere l'ennesima esposizione completa di criteri e metodi di valutazione che sono oggetto di trattazione in molte opere, in modo più o meno approfondito e più o meno critico. Piuttosto costituire un complemento di analisi su temi che attengono direttamente o indirettamente alla valutazione d'azienda, presentando alcune letture nella prima parte e numerosi casi reali nella seconda parte.

Già l'indice della **Parte prima** rende evidente che i vari capitoli trattano argomenti monografici non necessariamente collegati tra loro, ma che espongono analisi e riflessioni originali, con spunti critici spesso «fuori dal coro», che suggeriscono di affrontare la valutazione d'azienda non come una esercitazione e una applicazione di una modellistica consolidata e accettata in modo dogmatico, bensì come una sfida che si rinnova ogni volta nel tentativo di attribuire un valore che potrà, auspicabilmente, soltanto essere considerato «ragionevole» sulla base del percorso di analisi seguito e delle assunzioni accolte.

Si pensi all'utilizzo del CAPM per la stima del costo dell'*equity* nelle operazioni di acquisizione, che presenta insanabili criticità in sede applicativa e ciò nondimeno costituisce un passaggio ritenuto obbligato in ogni valutazione, con l'effetto di poter giungere infine a un valore qualsiasi in funzione della più eterogenea modalità utilizzabile per stimare il parametro. Dopo una doverosa trattazione introduttiva, nel primo capitolo, ai temi della stima del valore dell'azienda, il secondo capitolo sviluppa l'argomento accennato, suggerendo conclusivamente che sia preferibile una soggettività dichiarata nella stima, piuttosto che una soggettività implicita in rilevazioni che appaiono sostenute da una incontrovertibile teoria della finanza.

Il terzo capitolo affronta i temi dei tassi di crescita e quindi del *terminal value*, definiti provocatoriamente come «l'Eldorado nella valutazione d'azienda». Dovrebbe essere sempre fonte di un certo imbarazzo constatare che il *terminal value* costituisce di regola la quota di gran lunga prevalente del valore stimato, e su un orizzonte temporale illimitato; talvolta con un valore negativo riferibile alla quo-

ta stimata con riferimento al periodo di previsione analitica e il valore complessivo riconducibile quindi esclusivamente al valore terminale. È facile obiettare che procedere nella valutazione sulla base di un orizzonte temporale finito comporta una decisione arbitraria, ma ci chiediamo se non sia ancora più arbitrario ipotizzare che in ogni valutazione – e salvo casi particolari – si possa prevedere una crescita *sine die* a un definito tasso, particolarmente quando il *terminal value* su orizzonte illimitato si discosti in misura significativa da un *terminal value* stimato su un orizzonte di non pochi decenni.

Il quarto capitolo è dedicato al tema della congruità del rapporto di cambio nella fusione e della condivisione tra i soci dell'incorporante e dell'incorporanda dei benefici di varia natura attesi dalla combinazione delle due entità, tra i quali di regola significative sinergie al netto dei costi di integrazione. Dopo una esposizione essenzialmente tecnica dell'argomento, rilevano le conclusioni, frutto della lettura di numerosi progetti di fusione, i quali di regola non dettagliano le analisi svolte dal *management* delle due entità (eventualmente con il supporto di *advisor*), e approvate dai relativi consigli di amministrazione, per definire il rapporto di cambio da sottoporre alle assemblee degli azionisti per la delibera sull'operazione. A mio parere il progetto di fusione dovrebbe essere spesso più dettagliato, trovando un punto di equilibrio tra la necessità di informare gli azionisti e quella di non divulgare anche a terzi e a concorrenti informazioni riservate, e più orientato a consentire delibere assembleari più consapevoli. Il tema riguarda, ovviamente, soprattutto società ove siano presenti minoranze che tipicamente sono escluse da rapporti di maggior «vicinanza» con i consigli di amministrazione e i *manager* apicali, e riguarda in particolare società quotate, dove perfino i soci controllanti non sono (non devono essere) destinatari di maggiori informazioni rispetto a quelle messe a disposizione del mercato.

Il quinto capitolo tratta il tema delle sinergie nelle operazioni di M&A, talvolta valorizzate dall'acquirente in misura ottimistica e tale da giustificare il prezzo di acquisizione concordato. Obiettivo del capitolo è sottolineare la necessità che la specifica stima delle sinergie sia esplicita e trasparente nell'ambito della valutazione della *target*, ma soprattutto evidenziare con chiarezza, da parte del *management* al consiglio di amministrazione chiamato ad approvare l'operazione, le quote di condivisione delle sinergie tra acquirente e venditore. Infine, e mi pare l'aspetto più critico, è necessario che il *management* rendiconti a posteriori al consiglio di amministrazione gli effettivi benefici derivanti dalle sinergie stimate, in tal modo invitando pro-futuro a stime sempre più realistiche, condivise, trasparenti, non orientate da obiettivi diversi da quelli di creazione di valore per gli azionisti.

Il sesto capitolo affronta alcuni rilevanti aspetti controversi nella valutazione d'azienda, suggeriti da una Tavola rotonda alla quale hanno partecipato illustri colleghi: la struttura finanziaria ai fini della stima del WACC, la relazione fra saggio di crescita usato nella stima del valore terminale e costo del capitale, la relazione fra *equity risk premium* e tasso risk free, l'eventuale considerazione del rischio «size» nella stima del valore di un'impresa di minori dimensioni, il tema

del tax rate effettivo vs. tax rate nozionale nelle valutazioni, la stima del flusso di risultato da capitalizzare nella stima del valore terminale, l'eventuale maggiorazione del costo del capitale calcolato sulla base del CAPM con premi per il rischio specifico, il tema dell'aumento di capitale con rinuncia al diritto di opzione e il valore dell'azienda pre e *post* money, l'uso di medie o mediane in applicazione del criterio dei multipli di società quotate comparabili, la stima di premi di controllo e di sconti di minoranza.

Senza alcuna pretesa di risultare esaustivo e definitivo nella esposizione delle problematiche elencate, su ciascuno di questi aspetti controversi ho riportato le mie valutazioni come contributo alla discussione.

Il settimo capitolo affronta due temi rilevanti nella pratica delle valutazioni: la lordizzazione (*grossing up*) del costo medio ponderato del capitale (WACC) *post tax* negli *impairment test* ex IAS 36, in particolare per la valutazione del mantenimento dell'avviamento iscritto a bilancio; il ruolo del *Risk management* per la valutazione dei rischi specifici ai fini della stima del WACC nelle valutazioni d'azienda in generale.

Sul primo tema si è concluso che, se si condivide la natura del WACC, quale media ponderata del costo del debito, al netto della fiscalità sugli oneri finanziari, e del rendimento atteso sull'*equity* nella prospettiva degli azionisti, la ricerca di un WACC *pre-tax*, per l'attualizzazione dei flussi al lordo delle imposte, conduce a risultati inattendibili, quale che sia la tecnica di *grossing up* proposta. L'argomento è stato affrontato anche dallo stesso IASB, che ha pubblicato nel marzo 2020 un *Discussion paper* con il quale si propone pertanto, e si condivide, che le stime del valore d'uso possano essere effettuate sulla base dei flussi *post-tax* attualizzati al WACC *post-tax*.

Sul secondo punto si è giunti alla seguente conclusione. Quando la stima del WACC è basata su parametri di mercato estranei alla specifica realtà oggetto di valutazione, come per lo più si rileva, viene meno la considerazione dei rischi specifici, salvo che questi siano già riflessi adeguatamente nella stima dei flussi. A questo proposito, si è voluto enfatizzare il possibile ruolo del *Risk management* che ha certamente le informazioni e le competenze per contribuire, insieme alla funzione Amministrazione e Finanza, ad integrare tali rischi nella procedura di *impairment*, secondo uno dei due approcci alternativi: *add-on* sul *cost of equity*, oppure *cash flow adjustments*.

Nell'ottavo capitolo si rappresenta una interessante operazione straordinaria: una scissione parziale non proporzionale con opzione asimmetrica, che ha visto protagonisti Banca Monte dei Paschi e AMCO, società specializzata nella gestione di *non performing loans*. L'operazione è, appunto, interessante sotto il profilo tecnico, a prescindere da alcune considerazioni critiche espresse conclusivamente, e a mio parere merita di essere analizzata. Si torna qui a trattare anche del rapporto di cambio, ovviamente rilevante per gli effetti sulle percentuali delle partecipazioni nel capitale della banca *post* scissione detenute dal socio di maggioranza (il Ministero dell'Economia e delle Finanze, MEF) e dai soci di minoranza. E viene però sottolineato che, nella fattispecie, eventualmente anche a pa-

rità di rapporto di cambio, diversi valori stimati e attribuiti al compendio scisso e all'*equity* delle due entità avrebbero determinato un diverso numero di azioni da annullare in capo al MEF e agli altri soci, il che avrebbe influenzato, anche per questa via, le percentuali di partecipazione in MPS *post* scissione. Ma tali valori stimati, come non di rado accade, non sono stati resi pubblici, pertanto non è stato possibile verificare da parte dei soci di minoranza la congruità del rapporto di cambio e la ragionevolezza delle conclusioni dell'esperto nominato dal Tribunale.

Il nono capitolo tratta il delicato tema della stima del danno nelle azioni di responsabilità per illegittima prosecuzione dell'attività sociale in seguito alla perdita del capitale, con una diversa proposta metodologica rispetto alle impostazioni più frequenti utilizzate in tali situazioni. A mio parere non appaiono infatti funzionali, all'obiettivo di commisurare l'ammontare del danno risarcibile alla distruzione del valore aziendale, né il criterio del deficit fallimentare, né il criterio della differenza tra i netti patrimoniali. Tali criteri appaiono infatti non condivisibili, in quanto si fondano su approcci prettamente contabili che, non essendo in grado di evidenziare se vi sia stata effettivamente una perdita di valore in ragione della continuazione dell'attività, possono condurre, e per lo più conducono, a un'erronea stima del danno. Si è quindi voluto avanzare una diversa proposta metodologica che si reputa possa esprimere l'effettivo danno subito dalla società e dai suoi creditori in ragione della prosecuzione dell'attività sociale. Tale proposta è basata sulla considerazione che un'impresa in uno stato di disequilibrio, qual è tipicamente il caso di una società con un capitale inferiore al minimo di legge, ha un valore pari al più elevato tra il capitale economico e il capitale di liquidazione. Anche nel momento della cessazione dalla carica dell'amministratore o del sindaco oppure della dichiarazione di fallimento, il valore dell'impresa risulta sempre identificabile nel più alto tra l'*equity value* e il capitale di liquidazione. In conclusione si ritiene che soltanto mediante l'applicazione, ove possibile, di un criterio basato sulla stima dell'effettivo valore distrutto si possa correttamente valutare il pregiudizio arrecato dalla prosecuzione illegittima dell'attività dopo la perdita del capitale sociale e, di conseguenza, apprezzare in modo più attendibile l'ammontare del danno eventualmente da imputare ai componenti dell'organo gestorio e di controllo della società fallita verso i quali è stata promossa l'azione di responsabilità.

Nel decimo capitolo viene esaminata in dettaglio, sulla base di informazioni disponibili al pubblico, l'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio di Intesa San Paolo su UBI Banca, che si è conclusa con successo per l'Offerente nell'anno 2020. Si è voluto così ripercorrere le fasi di un'operazione contrastata dall'Emitente, esaminando tutti i documenti prodotti e messi a disposizione degli azionisti per l'apprezzamento dell'Offerta, compresi ovviamente quelli di natura valutativa prodotti dai diversi advisor, volti a confermare o negare la convenienza dell'operazione per gli azionisti di UBI. Oltre alla descrizione minuziosa di una interessante operazione, principale obiettivo è stato valutare se l'informativa fornita da entrambe le parti, agli azionisti di UBI e a tutti gli *stakeholder* a vario titolo interessati, sia stata sotto il profilo sostanziale e non solo formale suffi-

ciente per consentire di valutare la congruità del rapporto di scambio, prima e dopo l'integrazione con il corrispettivo monetario, e più in generale le condizioni dell'Offerta. Nel capitolo viene fornita una chiara risposta alla domanda.

L'undicesimo capitolo tratta il tema della stima del «congruo» canone nell'affitto di azienda, proponendo una diversa prospettiva di analisi, coerente con le logiche valutative della finanza d'azienda, rispetto a impostazioni essenzialmente contabili. Si ritengono di particolare interesse, come contributo critico, alcune conclusioni secondo le quali in Finanza il concetto di «congruo» canone in realtà è essenzialmente privo di significato, come sarebbe priva di significato la nozione di congrua redditività per un'impresa, o di congruo tasso di rendimento di un investimento, oppure di congruo costo di un finanziamento, etc. Un criterio valutativo deve essere in grado di porre il soggetto nella condizione di assumere una decisione dalla quale possa attendersi una creazione di valore, pertanto dovrà condurre a stimare una soglia oltre la quale quella decisione avrebbe l'effetto opposto di distruggere valore. Quando la decisione attiene a scelte in alternativa tra loro, il criterio deve permettere di stimare il vantaggio comparativo. Se poi si ritenesse che il concetto di «congruità» rifletta proprio la nozione di «soglia», allora più chiaramente si discuta di canone minimo (per il locatore) o massimo (per l'affittuario) di *break-even*, al di sotto o al di sopra del quale, rispettivamente, l'affitto di azienda, in termini comparativi, costituisce un'operazione economicamente non conveniente.

Il dodicesimo e ultimo capitolo sposta l'attenzione specificamente sul valore delle società di gestione del risparmio, SGR, con una originale verifica empirica che fornisce interessanti spunti sia in una prospettiva gestionale, sia nella prospettiva della stima del valore degli asset manager anche in operazioni di aggregazione. Lo studio proposto sottolinea che alcuni elementi appaiono rilevanti.

In primo luogo, sotto il profilo gestionale, si pone l'accento sulla opportunità per i gestori di coprire il rischio di mercato implicito nel meccanismo di determinazione delle commissioni attive; tale profilo, tradizionalmente, è stato considerato poco rilevante nell'economia delle società di gestione del risparmio. In tale contesto, anche il quadro macroeconomico e le incertezze politiche dovrebbero essere analizzati quali fattori di rischio che impattano sulle commissioni (mediante la volatilità dei mercati) e quindi sul valore. Appare quindi evidente come il valore della SGR non possa essere indipendente dalla specifica tipologia di *asset class* gestita e dallo stile di gestione. I risultati del lavoro, inoltre, confermano come sia (ancora) importante per i gestori agire sulla struttura di costo, promuovendo contenimento e assorbimento dei costi fissi (significativo fattore di rischio per le SGR soprattutto più piccole) e sulla difesa dei margini di contribuzione in un contesto nel quale, a fronte di un incremento degli AuM (anche dovuto all'effetto mercato), si registrano forti pressioni sulla marginalità unitaria delle masse. Infine, in prospettiva, sostenibilità e tecnologia appaiono le principali direttrici lungo le quali (entro il quadro regolamentare di riferimento) si svilupperanno nell'*asset management* nuovi modelli di business.

Evidenti, in conclusione, gli impatti sulla complessità dell'attività di *valuation*

(soprattutto da parte dell'analista esterno) derivanti dal difficile apprezzamento delle implicazioni in termini di marginalità e rischio sottese all'evoluzione dei modelli di business.

La **Parte seconda** del volume raccoglie dodici casi reali di valutazione d'azienda o di intangibili e ringrazio gli amici, accademici e professionisti, che hanno messo a disposizione le proprie esperienze. Come si è detto, si tratta di casi reali, resi perlopiù non riconoscibili per evidenti ragioni di riservatezza, sviluppati in modo più o meno analitico sia per le medesime ragioni, sia in funzione delle diverse sensibilità degli Autori rispetto a ciò che può essere ritenuto davvero importante nei casi considerati e quindi meritevole di esser riportato.

Il lettore trarrà certamente beneficio dalla considerazione di come esperti di prim'ordine abbiano affrontato problemi non semplici di valutazione, problemi, come potrà constatarsi, specifici del caso in oggetto, per lo più non standardizzabili rispetto alle soluzioni offerte. Soluzioni che devono risultare coerenti con il criterio generale della ragionevolezza e, aggiungo, della concretezza, coerenti con i principi dell'economia e della finanza aziendale, alla luce di una valorizzazione dello *story telling* per l'inquadramento del caso, con minore enfasi, quanto basta, per gli aspetti di modellizzazione del processo di valutazione.

Scrivevo conclusivamente in altro volume¹, e ne sono più che mai convinto, che *«la valutazione si avvale in taluni casi di strumenti della matematica e della statistica, e certamente di algoritmi che riflettono il modello di riferimento, ma la valutazione è compito dell'economista aziendale², per il quale una approfondita stima del valore intrinseco ed eventualmente del valore di investimento costituisce l'impegno più gravoso, ma la sfida più affascinante»*.

¹ «La valutazione delle banche e dei gruppi bancari», in M. RUTIGLIANO (a cura di), *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, p. 236.

² È il tema su cui di fatto ha insistito relativamente di recente anche A. DAMODARAN, in *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*, Columbia Business School Publishing, 2017, sottolineando finalmente e a chiare lettere – a noi pare ovvio – che una buona valutazione richiede innanzitutto la conoscenza e l'apprezzamento del business, che è prerogativa dell'economia aziendale.