

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 4 – Marzo 2023

Confrontare valori e prezzi

Un aspetto delle valutazioni d'azienda che spesso sorprende attiene al fatto che possano coesistere molti diversi valori della stessa azienda. Tuttavia, la compravendita di un'azienda presuppone che il *deal* sia conveniente per entrambe le parti (compratore e venditore), dove la convenienza non può che essere data dalla differenza fra prezzo e valore. Ciascuna parte trova conveniente il *deal* perché attribuisce all'azienda un diverso valore (in quanto ciascuna è in grado di estrarre dalla stessa azienda benefici diversi). Gli anglosassoni esprimono questo stesso concetto con una frase: il prezzo è quello che paghi ed il valore è quello che ottieni (o viceversa, in caso di vendita, il prezzo è ciò che ottieni ed il valore è ciò a cui rinunci).

Se i valori non sono (solo) funzione dell'azienda in sé ma di acquirente e di venditore significa che i diversi valori di un'azienda devono rispondere alla domanda "valore per chi?" Le diverse risposte danno vita ad altrettante configurazioni di valore.

Le configurazioni di valore

Le principali configurazioni di valore sono definite dai principi di valutazione sia internazionali (IVS) sia nazionali (PIV), ma non solo. Anche i principi contabili (IFRS/OIC) definiscono altre configurazioni di valore altrettanto importanti (valore d'uso e *fair value*).

Un elenco non esaustivo delle configurazioni di valore è il seguente:

1. Valore di mercato: corrisponde al prezzo che si formerebbe dopo un adeguato periodo di commercializzazione fra acquirenti e venditori informati, prudenti, interessati ed in grado di negoziare alla data della valutazione (i cosiddetti partecipanti al mercato);
2. Valore negoziale equitativo: corrisponde al prezzo che si formerebbe fra due specifici contraenti, avuto riguardo ai rispettivi interessi;
3. Valore di investimento: corrisponde al valore che uno specifico potenziale acquirente potrebbe estrarre dall'azienda;
4. Valore di smobilizzo: corrisponde al prezzo che si potrebbe realizzare in una vendita del bene da parte di un soggetto che intende (o deve) cedere l'azienda;
5. Valore intrinseco: corrisponde al valore che è attribuibile all'azienda sulla base della sua capacità di reddito in essere o realizzabile nel breve termine (valore *as is*);
6. Valore d'uso: corrisponde al valore attuale dei flussi di cassa stimati escludendo ristrutturazioni o investimenti di espansione e sulla base di alcuni vincoli nelle stime dei flussi attesi;
7. *Fair value*: corrisponde al prezzo di vendita (exit price) sul mercato dell'azienda, da stimare sulla base di una specifica gerarchia di dati di input.

La differenza fra configurazioni di valore riguarda il fatto che ciascuna include o esclude alcune componenti.

Conseguentemente se la stima di valore, riferita ad una particolare configurazione, è ben fatta, deve sempre essere riconciliabile con altre configurazioni di valore, attraverso l'identificazione delle componenti incluse o escluse dall'una e dall'altra.

Correttamente si sostiene che le diverse configurazioni di valore esprimono valori diversi, ma ciò non significa non riconciliabili fra loro.

La riconciliazione fra le configurazioni di valore rilevanti nello specifico contesto è sempre opportuna per due motivi: (i) perché è la base per valutare la ragionevolezza delle stime e (ii) perché solo dal confronto fra le configurazioni di valore si possono assumere decisioni corrette.

La ragionevolezza delle stime

Il valore di un'azienda è funzione dei risultati che ci si attende potrà generare nel futuro, tenuto conto dei rischi e delle prospettive di crescita (o di decrescita). Questo principio in teoria molto semplice, nella pratica è molto più difficile da applicare di quanto non possa sembrare. L'applicazione meccanica del principio può condurre a stime irragionevoli.

Se ad esempio la stima coincidesse con il mero calcolo del valore attuale dei flussi di piano si finirebbe con lo stimare valori più elevati quanto maggiore è l'estensione del piano, in quanto i piani di norma proiettano risultati in crescita. L'azienda con un piano a tre anni varrebbe meno della stessa azienda con un piano a cinque anni. Come se il valore potesse dipendere dall'orizzonte coperto dal piano (*sic!*)

Qualunque sia la configurazione di valore ricercata, la stima deve fondarsi su parametri tra loro coerenti, in grado di catturare i profili di rischio, le opportunità e la capacità di reddito di cui l'impresa è già dotata. Poiché le previsioni più lontane nel tempo sono più incerte, se si fa uso di piani a più lungo termine occorre considerare il maggior rischio. Infatti, la capacità di reddito già raggiunta dall'impresa o raggiungibile a breve (nel budget) non ha lo stesso rischio di una capacità di reddito in crescita prevista più lontana nel tempo. Il valore delle opportunità future va trattato diversamente dal valore corrente dell'azienda.

Ne consegue che per giungere a risultati ragionevoli occorre un approccio valutativo in grado di scomporre il valore dell'azienda nelle sue componenti più elementari.

Il LEGO® approach

Tanto la riconciliazione fra configurazioni di valore, quanto le verifiche di ragionevolezza delle stime richiedono un metodo di stima che identifichi le diverse componenti che formano il valore complessivo dell'azienda. Questo metodo di stima prende il nome di LEGO® approach, perché ricorda il famoso gioco di costruzioni fondato su mattoncini di diverse misure. Nel LEGO® qualunque costruzione può sempre essere ricondotta ai mattoncini elementari che l'hanno formata ed analogamente qualunque valutazione deve essere scomponibile in componenti elementari, ciascuno dei quali deve caratterizzarsi per una sua coerenza di stima, deve cioè rappresentare un mattoncino completo. Il valore d'azienda è la somma dei mattoncini, che a loro volta devono essere coerenti fra loro (nessuna costruzione può reggere sulla base di un mattoncino troppo piccolo).

Ciò permette ad esempio:

- di riconciliare il valore dell'azienda così come è (valore intrinseco) con il suo valore di mercato (identificando le componenti di valore – i mattoncini - di differenza);
- di identificare se e in che misura un particolare progetto o un ramo di azienda contribuisce al valore dell'azienda complessiva;
- di verificare se e quanto le opportunità future contribuiscono a spiegare il valore dell'azienda;
- di apprezzare il valore della base clienti esistente;

- e più in generale di conoscere addendi e sottraendi di valore.

Nella nostra esperienza un approccio valutativo così strutturato consente al management di identificare quali componenti deve ancora valorizzare, quali altre deve difendere, quali deve ancora guadagnare e quali infine deve dismettere.

Stime fondate sul LEGO® *approach* consentono al management di controllare il valore dell'azienda.

Controllare il valore

Ciò che non si misura non si controlla e ciò che non si controlla non si gestisce. Se il management non misura prima e controlla poi le diverse componenti che concorrono a formare il valore complessivo dell'azienda, difficilmente è in grado di gestirle e di valorizzarle adeguatamente.

Controllare il valore significa adottare una prospettiva diversa da quella tipica industriale. In particolare, significa adottare la prospettiva più distaccata tipica dell'investitore che guarda ed apprezza l'azienda per la sua capacità di generare valore e di gestire i rischi, comparativamente ad altre opportunità di investimento. E' un po' come diventare un "Warren Buffet" che guarda e giudica la propria azienda.

Alla base di questa prospettiva vi è l'idea che l'azienda deve essere capace di attrarre l'interesse di un investitore attento ai fondamentali (come Warren Buffet) ossia a ciò che l'azienda ha realizzato e a ciò che può realizzare. Che si tratti di percorsi di crescita, di ridimensionamenti o di disinvestimenti, di razionalizzazioni o di turnaround, il controllo di valore permette di comprendere come i singoli componenti elementari si muovono nel tempo e quali opportunità di valorizzazione si dischiudono in ciascun contesto.

Questa prospettiva permette anche di superare la barriera psicologica rappresentata dalla distinzione fra operazioni straordinarie ed operazioni ordinarie, fra crescita organica ed inorganica. A seguito dell'accresciuta competizione, se l'azienda non adotta una prospettiva dinamica mette a rischio ciò che ha costruito.

Se nel passato il rischio era legato al "fare" (qualunque fosse la direzione: di investimento o di disinvestimento), oggi è molto più legato all'inerzia, ossia al "non fare" e come si è detto in precedenza la maggior parte delle decisioni relative al "fare" richiede il confronto fra prezzi e valori.

Più di 60 anni fa Ugo Caprara (maestro di economia aziendale) scriveva che l'equilibrio di un'azienda ricorda quello di una trottola: è un elevato equilibrio dinamico, perché se l'azienda si ferma, prima o poi, finisce con il cadere.

Equilibrio dinamico

Nei primi anni '80, nel pieno della crisi petrolifera, Stiglitz – premio Nobel per l'economia – scriveva che era più conveniente perforare Wall Street che il Texas. Voleva dire che era più conveniente comprare azioni di aziende petrolifere piuttosto che realizzare nuovi giacimenti in Texas, per due ragioni: (i) perché i prezzi di borsa delle società petrolifere erano particolarmente depressi e (ii) perché acquistando aziende già operanti non si aumentava la capacità estrattiva complessiva.

Questa semplice affermazione permette di comprendere tre aspetti importanti:

- a) gli investimenti interni aumentano la capacità produttiva, accrescono i costi fissi e aumentano i rischi di settore;

ACB

Valutazioni

- b) le acquisizioni esterne mantengono la stessa capacità produttiva di settore e gli stessi costi fissi (e nel caso di acquisizioni orizzontali riducono anche la concorrenza);
- c) il management dovrebbe sempre confrontare i prezzi con i valori (rilevanti nello specifico contesto) per decidere se è opportuno comprare, dismettere, investire internamente, ristrutturare o semplicemente mantenere l'azienda come è.

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società neocostituita che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle dei titolari di 12 studi professionali di commercialisti di grande rilevanza a livello nazionale tutti con più di 30 anni di esperienza, dedicata alle valutazioni ed alle attività complementari alle valutazioni. La missione di ACB Valutazioni consiste nel colmare un vuoto di offerta nel nostro paese nelle valutazioni di alta qualità da parte di soggetti indipendenti, coniugando fra loro tre elementi qualificanti: le competenze *best in class* nel campo delle valutazioni, anni di esperienza di professionisti qualificati nella soluzione di problemi societari complessi e l'energia imprenditoriale di una struttura societaria.

Come lavoriamo

ACB Valutazioni assiste le aziende in tutti i percorsi di crescita esterna, di razionalizzazione della compagine azionaria, di cambio di governance, di vendita, di aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione. Partiamo dall'analisi fondamentale dell'azienda, individuamo i percorsi in grado di valorizzarla al meglio in relazione agli scopi del management e forniamo assistenza qualificata in tutte le fasi dei processi di acquisto, di vendita, di ricapitalizzazione.

La nostra peculiarità è che utilizziamo solo professionisti senior, perché crediamo che quando la posta in gioco è alta non ci sia nulla di più pericoloso del non avvalersi di un team altamente esperto!

MODULO DI ISCRIZIONE ALLA NEWSLETTER

Per ricevere direttamente la newsletter mensile "Idee di Valore" e altre informazioni riguardanti il mondo delle valutazioni potete registrarvi al seguente link

<https://mailchi.mp/acb-valutazioni/iscriviti>