



© photon_photo

IL GLOSSARIO DI VALUTAZIONE D'AZIENDA SIDREA-ANDAF

L'ESIGENZA DI UN LINGUAGGIO IN TEMA DI VALUTAZIONE D'AZIENDA E DI SINGOLI ASSET, IN CUI POSSANO RICONOSCERSI ESPERTI DELL'AMBITO ACCADEMICO E DI QUELLO PROFESSIONALE, HA ORIGINATO UNA COLLABORAZIONE TRA SIDREA E ANDAF. IL RISULTATO È IL "SISTEMA DI DEFINIZIONI" DEL "GLOSSARIO ITALIANO DI VALUTAZIONE D'AZIENDA SIDREA-ANDAF", CHE È DA INTENDERSI NON COME UN PUNTO DI ARRIVO MA COME UNA BASE DI PARTENZA PER UN MIGLIORAMENTO CONTINUO DELLA QUALITÀ DELLE VALUTAZIONI D'AZIENDA IN ITALIA



di GIOVANNI LIBERATORE

Ordinario di Economia Aziendale, Università degli Studi di Firenze, Coordinatore del Gruppo di Lavoro SIDREA sulla Valutazione d'Azienda

ANNA PARIS

Associata di Economia Aziendale, Università degli Studi di Siena

MARCO GIULIANI

Associato di Economia Aziendale, Università Politecnica delle Marche

e DANIELA RUPO

Associata di Economia Aziendale, Università degli Studi di Messina

1. Lo sviluppo dei principi di valutazione tra *standard setting* e *standard enforcement*

Sulla scia di analoghe iniziative già adottate nei principali Paesi industrializzati, e in particolare nel contesto nord-americano, anche in Italia – ad opera dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) – si è dato avvio alla definizione dei principi di valutazione al fine di promuovere la professione del valutatore e garantire *standard* valutativi di alta qualità, incoraggiando il loro utilizzo da parte della professione.

Favorire la qualità della valutazione d'azienda è la prevalente finalità che ispira il lavoro degli *standard setter*, i quali attraverso l'emanazione di principi concorrono a definire norme di comportamento e regole valutative di portata generale per assicurare che il valore di stima sia frutto di un processo che, a partire dall'analisi dei fondamentali dell'azienda, si sviluppi in modo razionale e verificabile⁽¹⁾. In un contesto di crescente specializzazione, i principi di valutazione si propongono quindi di evitare che le stime di valore possano scaturire da un processo arbitrario in cui il valutatore assuma ipotesi e dati con parzialità per arrivare a un esito prestabilito.

Con il medesimo intento di offrire un apporto qualitativo all'area di studio della valutazione d'azienda e di contribuire al rafforzamento nell'applicazione dei principi di riferimento, è stato formato il Gruppo di Lavoro sulla Valutazione d'Azienda da parte di SIDREA (Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale). Il Gruppo è formato da professori e ricercatori che, operando secondo criteri condivisi, dal 2013 hanno intrapreso un percorso di approfondimento di tematiche valutative che sono sembrate non sufficientemente coperte dalla dottrina aziendalistica e dai contributi di carattere professionale.

La finalità del Gruppo di Lavoro è sia stimolare la ricerca sull'argomento che promuovere la cultura valutativa e fornire collaborazione agli *standard setter*, agli organismi professionali, al Legislatore e alle Autorità di Vigilanza del nostro Paese nell'emanazione e nell'applicazione di principi, linee guida, normative e regolamenti attinenti alla valutazione d'azienda. La qualità delle stime valutative, nonché la comprensibilità della perizia nel suo complesso, sono infatti legate a filo stretto con la comprensione delle regole – sia generali che specifiche – elaborate in materia. Il Gruppo SIDREA intende costituire quindi un punto di riferimento anche nel processo di definizione di principi di valutazione aziendale da parte dell'OIV, con cui è attivo un canale di collaborazione già resosi concreto attraverso l'invio di commenti nella fase di stesura del *Conceptual Framework*.

Tra le esigenze maggiormente sentite da SIDREA vi è quella di favorire il dibattito su questa materia con imprenditori, *manager*, professionisti e accademici di altri raggruppamenti. La disciplina della valutazione d'azienda richiede, infatti, una forte collaborazione da parte dei

(1) Per approfondimenti sui principi di valutazione diffusi in altri contesti nazionali o a livello internazionale, si rinvia a: A. AMADUZZI, G. GONNELLA, G. LIBERATORE (a cura di), "I principi di valutazione d'azienda: esperienze nord-americane, europee e internazionali a confronto", Giuffrè, Milano, 2015.

diversi portatori d'interesse, ognuno dalla sua prospettiva, visto anche il ruolo estremamente delicato che essa riveste sia in ottica di normale funzionamento, sia nelle operazioni di gestione straordinaria. In questa cornice si colloca la collaborazione tra SIDREA e ANDAF nella predisposizione di un glossario italiano di valutazione d'azienda in cui si possano riconoscere esperti di estrazione accademica e professionale⁽²⁾.

2. La ricerca di un linguaggio condiviso: il glossario italiano per la valutazione d'azienda SIDREA-ANDAF

Nell'ambito delle iniziative promosse dal Gruppo di Lavoro SIDREA è maturata l'idea di approfondire le questioni definitorie per giungere a un linguaggio condiviso nel campo della valutazione d'azienda. A tal fine, all'inizio del 2015 è stata costituita in seno al Gruppo la "Commissione per lo Sviluppo di un Glossario Italiano di Valutazione d'Azienda" che si è occupata di predisporre un glossario con unità di analisi l'azienda e i singoli *asset* immateriali, in linea con l'impostazione della dottrina e della tradizione economico-aziendale⁽³⁾.

Alla luce dei vari contributi esistenti a livello internazionale in tema di principi di valutazione economica, la volontà di costruire un "vocabolario della valutazione d'azienda" trae origine dalla convinzione che una chiara definizione e condivisione dei concetti fondamentali costituisca il primo e imprescindibile passo per la formulazione di principi di valutazione di elevata qualità.

La Commissione ha operato per riuscire a offrire a tutti coloro che si occupano di valutazione d'azienda:

- una guida che possa chiarire dubbi interpretativi nell'uso dei termini delle valutazioni aziendali;
- uno strumento per supportare i processi di interazione tra gli esperti di valutazione, e per garantire proprietà di linguaggio e univocità di significato dei termini usati.

Per conseguire tali obiettivi si è ritenuto che il glossario dovesse contemplare i termini di maggiore diffusione nel linguaggio delle valutazioni, previsti dai glossari degli *standard setter* più accreditati, e altresì dovesse recepire i termini provenienti dalla dottrina economico-aziendale e dalla prassi valutativa italiana. Ciò ha richiesto non solo di armonizzare la terminologia proposta a livello internazionale, ma anche di adattare i principali concetti rendendoli coerenti con la dottrina e la prassi italiane.

Al fine di comprendere l'impianto logico sotteso al "sistema di definizioni" del "Glossario Italiano di Valutazione d'Azienda", che scaturisce dalla collaborazione SIDREA-ANDAF, si illustra la metodologia di sviluppo percorsa che consta delle seguenti fasi:

- analisi dei glossari proposti dai principali *standard setter*;
- selezione dei termini da includere nel glossario;

- individuazione delle definizioni da assegnare a ciascun termine selezionato;
- discussione, condivisione e pubblicazione del glossario⁽⁴⁾.

Relativamente al primo aspetto, l'analisi dei glossari proposti dagli *standard setter* ha portato la Commissione a selezionare alcuni tra quelli esistenti all'inizio del 2015, a cui è stato attribuito il carattere di rilevanza internazionale in considerazione della diffusione o dell'importanza dell'organizzazione proponente. In particolare, sono stati selezionati i seguenti cinque glossari:

- l'*International Glossary of Business Valuation Terms* (IGBVT), documento adottato fin dai primi anni 2000 da cinque delle principali organizzazioni operanti – esclusivamente o meno – nel campo della valutazione aziendale negli Stati Uniti e in Canada: l'*American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA), l'*American Society of Appraisers* (ASA), il *Canadian Institute of Chartered Business Valuators* (CICBV), la *National Association of Certified Valuation Analysts* (NACVA) e l'*Institute of Business Appraisers* (IBA);
- il *Glossary of Business Valuation Terms* (GBVT) del *Business Valuation Resource* (BVR), adottato nel 2010 dagli stessi *standard setter* che hanno proposto l'IGBVT e che, di fatto, costituisce un ampliamento del primo;
- l'*International Valuation Glossary* (IVG), predisposto dall'*International Valuation Standards Council* (IVSC), che rappresenta l'organismo preposto all'emanazione dei principi di valutazione internazionali e al quale fanno riferimento numerosi *standard setter* nazionali;
- il glossario proposto dal *Royal Institute of Chartered Surveyors* (RICS), contenuto nel *Red Book* e di obbligatoria adozione per tutti gli aderenti a tale organismo, prevalentemente professionisti operanti in UK e nei Paesi dell'*ex Commonwealth*; si tratta di un glossario che deve essere considerato integrativo all'IVG;
- il glossario redatto dall'*Appraisal Foundation* (AF), organismo americano che ha emanato gli USPAP, riconosciuti come principi generalmente accettati per le valutazioni economiche nel contesto nord-americano.

L'idea comune a tali glossari è quella di diffondere l'uso di termini di significato chiaro e coerente, cosicché l'esperto possa comunicare in modo intellegibile e senza trarre in errore il contesto, i presupposti, il processo e la conclusione raggiunta nella stima di valore.

Dall'analisi dei glossari sono emerse impostazioni ed espressioni per alcuni versi simili, ma anche alcune differenze: i termini proposti non sono sempre gli stessi, non hanno sempre lo stesso identico significato, o lo stesso concetto è a volte indicato con espressioni difformi. Tutto ciò può potenzialmente portare a confusione non solo tra gli esperti di valutazione, ma anche tra gli utilizzatori delle stime. Tale confusione rischia inoltre di amplificarsi quando quei termini vengono tradotti dalla lingua inglese, in modo discrezionale, senza potersi affidare a un comune codice linguistico.

Successivamente, sono stati selezionati i termini ritenuti pertinenti al tema della valutazione d'azienda tralasciando, ad esempio, quelli che si riferivano al bilancio o all'analisi di bilancio, a grandezze statistiche o a modelli matematici. La selezione è stata effettuata una volta definita la valutazione d'azienda come l'attività o il processo teso «*alla determinazione del valore economico del capitale di un'azienda o di quote di capitale proprio o di subsistemi della stessa, o ancora del valore di singoli asset materiali o immateriali (stima di valore)*». Con l'intento di prospettare un glossario in linea con le impostazioni della dottrina economico-aziendale italiana in materia di valutazione d'azienda sono stati selezionati sia i termini più noti nella "lingua franca" della valutazione d'azienda (ad esempio: *Discounted Cash Flow Method*), sia quelli più specifici (ad esempio: *Entity Specific Factors* o *Special Assumption*).

Fase ulteriore è stata la traduzione in italiano dei termini selezionati e delle relative definizioni. Tale traduzione è stata effettuata con l'obiettivo di rispettare il contenuto sostanziale originario, senza tuttavia perdere di vista l'esigenza di adattamento del significato del termine (significante) alla luce del linguaggio (sintattica) delle valutazioni nella prospettiva della dottrina italiana. In considerazione di ciò, in alcuni casi è stato necessario allontanarsi dal significato letterale/originale del termine e/o della definizione per proporre un termine e/o una definizione conformi alle nostre impostazioni dottrinali, alle nostre prassi operative e al nostro contesto economico e giuridico.

In linea con lo stile dei cinque glossari internazionali, le definizioni sono rimaste concise e si è quindi tentato di curare la scelta di termini, aggettivi, ecc. per individuare quelli più efficaci e calzanti. Questa impostazione non è stata seguita quando il termine da definire richiedeva specificazioni ulteriori per la sua corretta interpretazione nel nostro contesto.

Il glossario è poi stato integrato con altri termini, non contemplati in alcuno dei glossari esaminati, per tener conto dei contributi della dottrina e della prassi e del quadro normativo di riferimento che caratterizzano la cultura delle valutazioni d'azienda a livello nazionale. La scelta dei termini, prima, e quindi delle relative definizioni si è basata sull'analisi critica della letteratura scientifica e professionale italiana. Ciò ha permesso di individuare i termini più in valse nell'uso, e relativi significati, su cui si è ravvisata una maggiore convergenza: ecco quindi che le definizioni non sono mai attribuibili a uno specifico autore ma risultano da un processo di sintesi dei vari contributi esaminati.

Il risultato del lavoro di analisi, selezione, traduzione, interpretazione e integrazione dei termini è stato inizialmente condiviso dal Gruppo SIDREA e poi divulgato tra i soci ANDAF per raccogliere suggerimenti attraverso la compilazione di un questionario. Queste ultime fasi di consultazione sono state orientate a ottenere un glossario in cui si possano riconoscere gli esperti di valutazione d'azienda sia di estrazione accademica sia del mondo degli operatori.

A seguito dell'attività di consultazione presso i soci ANDAF, la Commissione ha preso atto dell'elevato numero di giudizi positivi su chiarezza, completezza, pertinenza e

coerenza del glossario, sulla sua opportunità e sulla sua costruzione con riferimento ai più diffusi glossari internazionali e alla dottrina economico-aziendale, oltreché sulle scelte operative effettuate. Ha quindi recepito alcuni suggerimenti specifici, riconsiderando le definizioni emarginate come "non condivise/poco chiare/poco esaustive" e ha, laddove ritenuto coerente con il percorso di formazione e con la struttura attuale del glossario, inserito alcuni termini che inizialmente non erano stati previsti, proponendone una definizione.

Il risultato del percorso è il "Glossario Italiano di Valutazione d'Azienda" SIDREA-ANDAF, costituito da 209 termini di cui 20 rimandi interni; le definizioni sono quindi in tutto 189 e 20 i rinvii a sinonimi o termini correlati alla stessa definizione. Poiché questo glossario è in parte frutto di un'analisi comparata di cinque glossari in lingua inglese, accanto al termine in italiano si è ritenuto opportuno richiamare quello corrispondente in inglese.

3. Profili caratterizzanti

Al fine di agevolare la comprensione delle opzioni di fondo e dei significati dei termini del glossario proposto, si enunciano alcune considerazioni intorno ad alcuni aspetti, ritenuti esplicativi delle scelte effettuate.

Unità di analisi. Il glossario che si è inteso proporre per la valutazione d'azienda (*Business Valuation*) ricomprende, indirettamente, anche la valutazione di singoli *asset* aziendali (tipicamente quelli immateriali). La nozione di azienda (così come quella di ramo d'azienda), in linea con la dottrina italiana, enfatizza la visione sistemica del complesso aziendale. Sono chiarite poi la nozione di partecipazione (di maggioranza e di minoranza), di attività immateriale e di avviamento.

Definita in generale l'attività di valutazione e quella di valutazione aziendale, per come sopra chiarito (stima di valore), l'unità di analisi pone in risalto gli ambiti delle valutazioni e la natura soggettiva del processo di valutazione, la sua essenza di giudizio di stima connotato da elementi di complessità e indeterminazione (determinazioni quantitative-moneterie intrinse di stime e congetture).

Finalità della stima, soggetto valutatore e configurazioni di valore. Dalle diverse finalità dell'incarico di valutazione e dalla posizione del soggetto incaricato della valutazione discendono le prospettive valutative e le varie configurazioni di valore. Si precisano quindi i concetti di incarico e di finalità dell'incarico, inteso quest'ultimo come

(2) Il "Glossario Italiano di Valutazione d'Azienda", frutto della collaborazione SIDREA-ANDAF, è pubblicato negli *Andaf Papers* n. 11.

(3) Hanno costituito la Commissione, coordinata da Giovanni Liberatore dell'Università degli Studi di Firenze, Anna Paris dell'Università degli Studi di Siena, Marco Giuliani dell'Università Politecnica delle Marche, Daniela Rupo dell'Università degli Studi di Messina.

(4) Per approfondimenti sulla metodologia di sviluppo del glossario si rinvia a M. Giuliani, A. Paris, D. Rupo, *Il linguaggio delle valutazioni aziendali: da un'analisi comparativa a una proposta di glossario italiano*, in A. AMADUZZI, G. GONNELLA, G. LIBERATORE (a cura di), *I principi di valutazione d'azienda: esperienze nord-americane, europee e internazionali a confronto*, Giuffrè, Milano, 2015, p. 425 e ss.

obiettivo in base al quale sono definiti l'ampiezza e la tipologia delle informazioni raccolte e delle analisi condotte, e selezionati gli approcci (e i metodi) di valutazione. Le finalità sono articolate in valutazione in senso ampio (*Valuation*), valutazione limitata (*Limited Valuation*) e calcolo di un valore (*Calculation Engagement*), che trovano corrispondenza con le tipologie di *report*.

Per quanto attiene alle prospettive valutative, il glossario chiarisce la distinzione tra valutazione *stand alone* e valutazione *combined*.

In funzione della posizione e del ruolo assunto dal perito, il glossario definisce, tra l'altro, le nozioni di: valutazione, parere valutativo, parere sulla valutazione di un terzo, parere di congruità.

Sono definiti poi gli altri soggetti, in qualche modo coinvolti o interessati alla valutazione: oltre alla figura dell'esperto (indipendente, o di parte), il destinatario (e quindi l'utilizzo previsto) e le terze parti.

Procedura di valutazione. Numerosi termini attengono alle diverse fasi del processo di stima, e in particolare a: raccolta, selezione e analisi dei dati, conservazione degli stessi e tutela della riservatezza, tipologie di informazioni e varie attività alla base del giudizio di stima. Si definiscono le nozioni di ipotesi (*Assumption*), con particolare attenzione alle ipotesi che delimitano la validità della stima (ipotesi straordinarie e ipotesi speciali, condizioni ipotetiche).

Approcci e metodi di valutazione. Premessa la definizione di approccio di stima come "prospettiva generale di valutazione", sono stati considerati i quattro approcci presenti nei glossari internazionali:

- approccio del costo (*Cost Approach*);
- approccio del flusso di risultati (*Income/Income-Based Approach*);
- approccio di mercato (*Market/Market-Based Approach*);
- approccio patrimoniale (*Asset/Asset-Based Approach*).

Di essi, l'approccio del costo è riferibile alla valutazione di specifici *asset* materiali e immateriali (insieme all'approccio del flusso di risultati e di mercato), mentre gli altri tre sono applicabili per la valutazione d'azienda. Il metodo del patrimonio netto rettificato (*Adjusted Book Value Method/Adjusted Net Asset Method/Summation Method*), rientrante nell'approccio patrimoniale, non è stato qualificato come un distinto metodo valutativo poiché i singoli elementi sono valutati ricorrendo a un metodo riconducibile agli approcci valutativi richiamati.

Diversi termini del glossario si riferiscono ai metodi e alle tecniche valutative in cui si sviluppano gli approcci su richiamati. Sempre nell'ambito degli approcci di stima, sono qualificati poi i concetti di ottica *Asset Side* ed *Equity Side* in cui possono declinarsi i diversi metodi valutativi.

Grandezze. Il glossario definisce alcune tipiche grandezze, prese in esame nell'attività di valutazione: prezzo, valore e

sue declinazioni (valore d'uso, valore contabile, valore di mercato, ecc.), parametri (*beta*, tassi, ecc.) e flussi (atteso, di cassa, di reddito, deflazionato, ecc.).

Sconti e premi. Nel glossario italiano, come in quelli internazionali esaminati, sono presenti le nozioni riferite agli sconti e premi applicati al valore economico; ad esempio: premio di controllo, legato alla dimensione, ecc.; sconto di minoranza, di portafoglio, per la mancanza di diritti di voto, ecc.

Tipologie di report. Il glossario considera le diverse tipologie di relazione (*Report*):

- relazione di stima/valutazione (*Valuation Report*);
- relazione di stima limitata/valutazione limitata (*Limited Valuation Report*);
- relazione di calcolo di valore (*Calculation Report*);
- relazione di revisione di una stima (*Appraisal Review Report/Valuation Review Report*).

4. Considerazioni finali

Il "Glossario Italiano di Valutazione d'Azienda" SIDREA-ANDAF, come evidenziato, non è da intendersi come un punto di arrivo ma come una base di partenza in un percorso di miglioramento continuo della qualità delle valutazioni d'azienda in Italia.

L'idea di fondo è che per elevare il livello di qualità delle valutazioni sia imprescindibile condividere il linguaggio, nella consapevolezza che in un contesto di dinamismo della realtà operativa e delle conoscenze, esso è destinato a evolversi richiedendo revisioni e adattamenti ai mutevoli fattori che condizionano il processo di stima.

Tale idea è emersa con forza anche dalle risposte al questionario sottoposto ai soci ANDAF: nella fase di consultazione del glossario si è riscontrato il favore, quasi plebiscitario, sull'opportunità di avere un dizionario specifico e dedicato alla valutazione d'azienda; al contempo, vi è stata convergenza sulla necessità di monitorare l'evoluzione internazionale e nazionale per un aggiornamento periodico del glossario.

In quest'ottica, il glossario non sarà un elenco statico ma dinamico. La Commissione SIDREA, d'intesa con ANDAF, si è infatti impegnata ad aggiornarne periodicamente il contenuto.

Ovviamente, per migliorare la qualità delle stime, si ritiene necessario che i termini e i relativi significati siano acquisiti e utilizzati dai vari operatori professionali. Per riuscirci è rilevante il ruolo esercitato dalle associazioni professionali che, attraverso specifiche attività di *enforcement* (pubblicazioni, iniziative formative, convegni, ecc.), sono in grado di favorire il percorso virtuoso in parola.

