

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DOPO L'INTRODUZIONE DEI PIV Aspetti teorici e modelli applicativi

A cura di Renato Santini

Incontri di Approfondimento - Bologna 28/02/2017

L'ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE

L'Organismo Italiano di Valutazione è una fondazione indipendente promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC, Università Bocconi con l'obiettivo di:

Predisporre Principi di valutazione, Guide applicative e partecipare ad analogo processo a livello internazionale

Divenire lo Standard Setter di riferimento per gli stakeholders

Favorire la conoscenza dei principi nazionali e internazionali e promuovere la cultura valutativa

OIV è ente sponsor dell'IVSC (International Valuation Standard Council)

SCOPO DEI PIV

Cosa sono i PIV?



L'OIV ritiene che “i Principi definiscano le linee guida utili a garantire gli utilizzatori finali delle valutazioni della affidabilità delle valutazioni stesse ed auspica che le associazioni professionali chiedano ai propri associati il rispetto dei PIV e che i singoli esperti non aderenti ad associazioni professionali aderiscano su base volontaria ai PIV nello svolgimento del proprio lavoro di valutazione”.

L'ADESIONE AI PIV

L'ADESIONE AI PIV È VOLONTARIA, DEVE ESSERE DICHIARATA NELLA RELAZIONE/PERIZIA E RICHIEDE:

Che l'esperto aderisca anche al Code of Ethical Principles for Professional Valuers emanato dall'IVSC (2011)

Che l'esperto dichiari la propria competenza rispetto all'oggetto ed allo scopo della valutazione

LA STRUTTURA DEI PRINCIPI

CIASCUN PRINCIPIO SI COMPONE DI:

**ENUNCIATO DEL
PRINCIPIO**

**PREMESSE E
COMMENTI
ALL'ENUNCIATO**

**ESEMPI DI
APPLICAZIONE**

L'adesione ai PIV presuppone che sia obbligatorio aderire solo all'enunciato del Principio

AGGIORNAMENTO DEI PIV E ENTRATA IN VIGORE

DA QUANDO ENTRANO IN VIGORE I PIV?



*I PIV sono entrati in vigore, nel testo attuale, il 1 gennaio 2016.
L'OIV ritiene "inappropriata l'applicazione retrospettiva dei PIV"
tuttavia è ragionevole ritenere che tale indicazione possa essere
disattesa nella prassi.*

I PIV verranno aggiornati in sincronia coi gli IVS ogni due anni.

DISPONIBILITÀ DEI PIV

I PIV SONO PUBBLICAMENTE



CONSULTABILI (www.fondazioneOIV.org)



MA NON STAMPABILI

**SONO ACQUISTABILI NELL'EDIZIONE
STAMPATA.
PIV – Principi Italiani di Valutazione,
EGEA 2015 (euro 50,00)**

LE SEZIONI DEI PIV

1

LA RETE CONCETTUALE DI BASE (I.1 – I.23)

2

L'ATTIVITÀ DELL'ESPERTO (II.1 – II.5)

3

PRINCIPI PER SPECIFICHE ATTIVITÀ (III.1 – III.9)

4

APPLICAZIONI PARTICOLARI (IV.1 – IV.7)

PREMESSA GENERALE

A QUALI ATTIVITA' SI APPLICANO I PIV?



*L'OIV ha emanato un insieme di Principi che coprono tutte le valutazioni di attività e passività finanziarie.
Nel seguito si approfondiranno solamente i Principi che si applicano alla valutazione delle aziende che per quanto preponderanti non sono esclusivi nei PIV.*

PIV I.1.4: L'OPINIONE DI VALORE CUI GIUNGE L'ESPERTO DEVE ESSERE:

1

RAZIONALE: Inteso nei termini dell'utilizzo di un processo logico rigoroso.
Tipicamente riguarda la metodica di valutazione

2

VERIFICABILE: Inteso come dimostrabilità dei dati, della ragionevolezza e chiarezza di esplicitazione delle ipotesi, della logicità del modello matematico

3

COERENTE: Inteso nei termini della corrispondenza tra incarico, base informativa, obiettivi della valutazione e risultati

4

AFFIDABILE: Intesa come capacità di circoscrivere l'inevitabile soggettività della valutazione

DEVE ESSERE SVOLTA IN MODO PROFESSIONALE E CON COMPETENZA

LA TIPOLOGIE DI VALUTAZIONE

I PIV DELLA SEZIONE I.4 DEFINISCONO LE DIFFERENTI TIPOLOGIE DI VALUTAZIONI:

| VALUTAZIONI | PARERI VALUTATIVI | PARERI DI CONGRUITÀ | CALCOLI VALUTATIVI | REVISIONE DELLE VALUTAZIONI |
|---|--|---|--|---|
| <p><i>La valutazione è un giudizio sul valore di una azienda che si sviluppa su 5 fasi:</i></p> <ol style="list-style-type: none"><i>1. Formazione e apprezzamento base informativa;</i><i>2. Applicazione dell'analisi fondamentale;</i><i>3. Selezione delle metodologie di stima;</i><i>4. Analisi dei fattori di rischio;</i><i>5. Sintesi valutativa</i> | <p><i>Il parere valutativo comporta lo svolgimento di una parte soltanto del processo di valutazione, tipicamente l'applicazione della metodologia di stima.</i></p> <p><i>L'esperto rimane responsabile solamente per la fase svolta del processo valutativo.</i></p> | <p><i>I pareri di congruità sono un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto, generalmente costituito da un prezzo o da un rapporto di scambio.</i></p> | <p><i>I calcoli valutativi non presuppongono stime di valore, ma solo il calcolo sulla base di formule o di input predefiniti.</i></p> | <p><i>La revisione di una valutazione consiste nell'esame critico da parte di un esperto diverso da quello che ne è stato l'autore.</i></p> |

GLI INPUT DELLA BASE INFORMATIVA (PIV I.5)

1

RISPETTO AL TEMPO: STORICA, CORRENTE, PROSPETTICA

2

**RISPETTO ALLA DATA DELLA VALUTAZIONE E DELLA
RELAZIONE/PERIZIA DI STIMA**

3

RISPETTO ALL'ACCESSIBILITÀ DEI DATI: PRIVATA O PUBBLICA

4

RISPETTO ALLA FONTE: INTERNA O ESTERNA

5


RISPETTO ALLA COMPLETEZZA: COMPLETA O INCOMPLETA

L'INFORMAZIONE PROSPETTICA


SI FONDA SU IPOTESI CIRCA EVENTI FUTURI




LE IPOTESI SI FONDANO SU UNA COMBINAZIONE DI INFORMAZIONI DISPONIBILI E DI GIUDIZI PROFESSIONALI E POSSONO DEI SEGUENTI TIPI:




*CONDIZIONI
IPOTETICHE,
COERENTI CON
L'OBIETTIVO DELLA
STIMA*



*IPOTESI SPECIALI,
CHE UN NORMALE
OPERATORE NON
FORMULEREBBE*



*IPOTESI RILEVANTI,
CHE HANNO UN
PESO ELEVATO SUL
RISULTATO FINALE*



*IPOTESI SENSIBILI, CHE
HANNO UNA ELEVATA
VOLATILITÀ E CHE HANNO
UN EFFETTO RILEVANTE
SUL RISULTATO FINALE*

LE CONFIGURAZIONI GENERALI DI VALORE

I PIV DELLA SEZIONE I.6 DEFINISCONO LE CONFIGURAZIONI DI VALORE:

VALORE DI MERCATO

E' il prezzo al quale l'azienda potrebbe essere negoziata tra soggetti indipendenti che operano in modo informato, prudente e senza essere esposti a particolari pressioni. Può includere premi e sconti e ipotizza il massimo e miglior uso dell'azienda

VALORE D'INVESTIMENTO

Esprime i benefici offerti dall'azienda al soggetto che la detiene con finalità operative o a solo scopo d'investimento.

VALORE NEGOZIALE EQUITATIVO

Costituisce il prezzo al quale verosimilmente l'azienda potrà essere negoziata fra due soggetti specifici, informati e interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi.

VALORE CONVENZIONALE

Deriva dall'applicazione dei criteri specifici che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, da regolamenti, da principi contabili o da contratti.

VALORE DI SMOBILIZZO

È un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura di un ciclo di investimento. Il valore di liquidazione è un particolare valore di smobilizzo.

LE CONFIGURAZIONI SPECIFICHE PER LE AZIENDE

IL PIV I.6.8 E IL PRIV I.6.11 IDENTIFICA DUE ULTERIORI CONFIGURAZIONI CHE SONO TIPICHE DELLE AZIENDE:

VALORE INTRINSECO:

Esprime l'apprezzamento che un qualunque soggetto razionale operante sul mercato dovrebbe esprimere alla data di riferimento. Non include premi e sconti e ipotizza l'uso corrente dell'azienda

VALORE IN ATTO/POTENZIALE:

Il valore in atto esclude ogni ipotesi di speciale e/o condizione ipotetica mentre il valore potenziale le può includere

LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE

DATA DI RIFERIMENTO

Definisce il momento temporale al quale è riferita la stima. La valutazione deve riflettere i fatti e le circostanze riferibili a quella specifica data.

La data di riferimento definisce anche i dati disponibili per la stima (PIV I.8.1).
La data di redazione del rapporto è successiva. Dati resi disponibili dopo la data di riferimento e prima della redazione del rapporto possono essere considerati solo se con adeguata cura e diligenza potevano essere conosciuti prima.

VALUTAZIONI RETROSPETTIVE

Una valutazione retrospettiva si riferisce a fatti e circostanze relativi al passato.
Anche le valutazioni retrospettive devono tenere conto dell'incertezza concernente il futuro.

LE METODICHE UTILIZZABILI

LA SEZIONE I.14 DEI PIV RICONOSCE TRE METODICHE PRINCIPALI DECLINABILI IN NUMEROSE VARIANTI

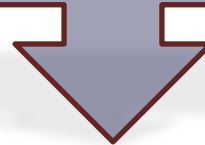
**METODICA DI
MERCATO**

**METODICA DEI
FLUSSI DI
RISULTATI ATTESI**

**METODICA DEL
COSTO**

LA METODICA DI MERCATO

FORNISCE UN'INDICAZIONE DI VALORE ATTRAVERSO LA
COMPARAZIONE CON AZIENDE SIMILI O IDENTICHE CON RIFERIMENTO
ALLE QUALI SONO DISPONIBILI INDICAZIONI SIGNIFICATIVE DI PREZZI
RECENTI



Le condizioni da verificare sono le seguenti:

- 1. Le attività presentano un grado accettabile di comparabilità;***
- 2. I prezzi osservati si formano in normali condizioni di mercato;***
- 3. Non sono riconosciuti valori o sinergie speciali***

LA METODICA DEI RISULTATI ATTESI

FORNISCE UN'INDICAZIONE DI VALORE BASATA SULLA CAPACITÀ DI UNA AZIENDA DI GENERARE FLUSSI DI RISULTATI PER IL FUTURO.



La logica sottostante questa metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'azienda un valore diverso da quello recuperabile attraverso l'uso o l'investimento nell'attività stessa e quindi dal valore attuale dei risultati attesi dal detenere l'attività.

LA METODICA DEL COSTO

FORNISCE UN'INDICAZIONE DELL'ONERE CHE DOVREBBE ESSERE SOSTENUTO PER SOSTITUIRE O RIMPIAZZARE L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE INTESA COME SOMMA DI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ.



Il costo può essere inteso come:

- 1. Costo di riproduzione;*
- 2. Costo di sostituzione inteso come il costo necessario per rimpiazzare i beni in uso possedendone analoga capacità e resa.*

Entrambe le tipologie di costo devono tenere conto dell'obsolescenza dei beni alla data di riferimento della valutazione.

LA CONDOTTA PROFESSIONALE NELLE VALUTAZIONI (PIV II.1)

L'ESPERTO ASSUME UN OBBLIGO DI CONDOTTA PROFESSIONALE, AL MEGLIO DELLE PROPRIE CAPACITÀ.

LA CONDOTTA PROFESSIONALE È GARANZIA DI AFFIDABILITÀ SE È:

**VERIFICABILE:
RICHIEDE
ALL'ESPERTO
COMPETENZA,
DILIGENZA,
IMPARZIALITÀ,
CHIAREZZA**

**NEUTRALE:
RICHIEDE
ALL'ESPERTO
INDIPENDENZA DI
GIUDIZIO, EQUITÀ
E RISERVATEZZA**

**COMPLETO:
RICHIEDE CHE
L'ESPERTO SI
ESPRIMA IN
MERITO
ALL'ADEGUATEZZA
DELLA BASE
INFORMATIVA**

LE CARATTERISTICHE DELL'INCARICO (PIV II.2)

L'INCARICO DEVE



- 1. Risultare da mandato scritto datato;**
- 2. Indicare chiaramente l'esperto;**
- 3. Indicare con precisione l'oggetto e le finalità della valutazione;**
- 4. Consentire di evincere la professionalità dell'esperto;**
- 5. Indicare la tipologia di giudizio richiesta;**
- 6. Indicare la tipologia di valore richiesta;**
- 7. Indicare la data di riferimento della valutazione;**
- 8. Indicare le modalità di acquisizione e trattazione della base informativa;**
- 9. Indicare eventuali limiti all'attività dell'esperto;**
- 10. Indicare le modalità di uso e di circolazione della valutazione effettuata dall'esperto;**
- 11. Indicare i corrispettivi riconosciuti all'esperto;**
- 12. Indicare i tempi previsti per lo svolgimento delle attività.**

Ogni modifica deve risultare per iscritto.

LO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO (PIV II.3)

Nello svolgimento dell'incarico l'esperto può rilevare limitazioni alla piena sostenibilità del giudizio di valore. Nelle situazioni più gravi, l'esperto deve rinunciare all'incarico, altrimenti può rilasciare un giudizio con richiami di informativa.

Il pagamento dovrebbe avvenire per fasi di avanzamento dei lavori. Tale forma di pagamento consente una maggiore autonomia di giudizio all'esperto.

L'esperto deve adottare le procedure necessarie a garantire la minimizzazione del rischio di errori e un adeguato controllo di qualità.

LA RELAZIONE DI STIMA

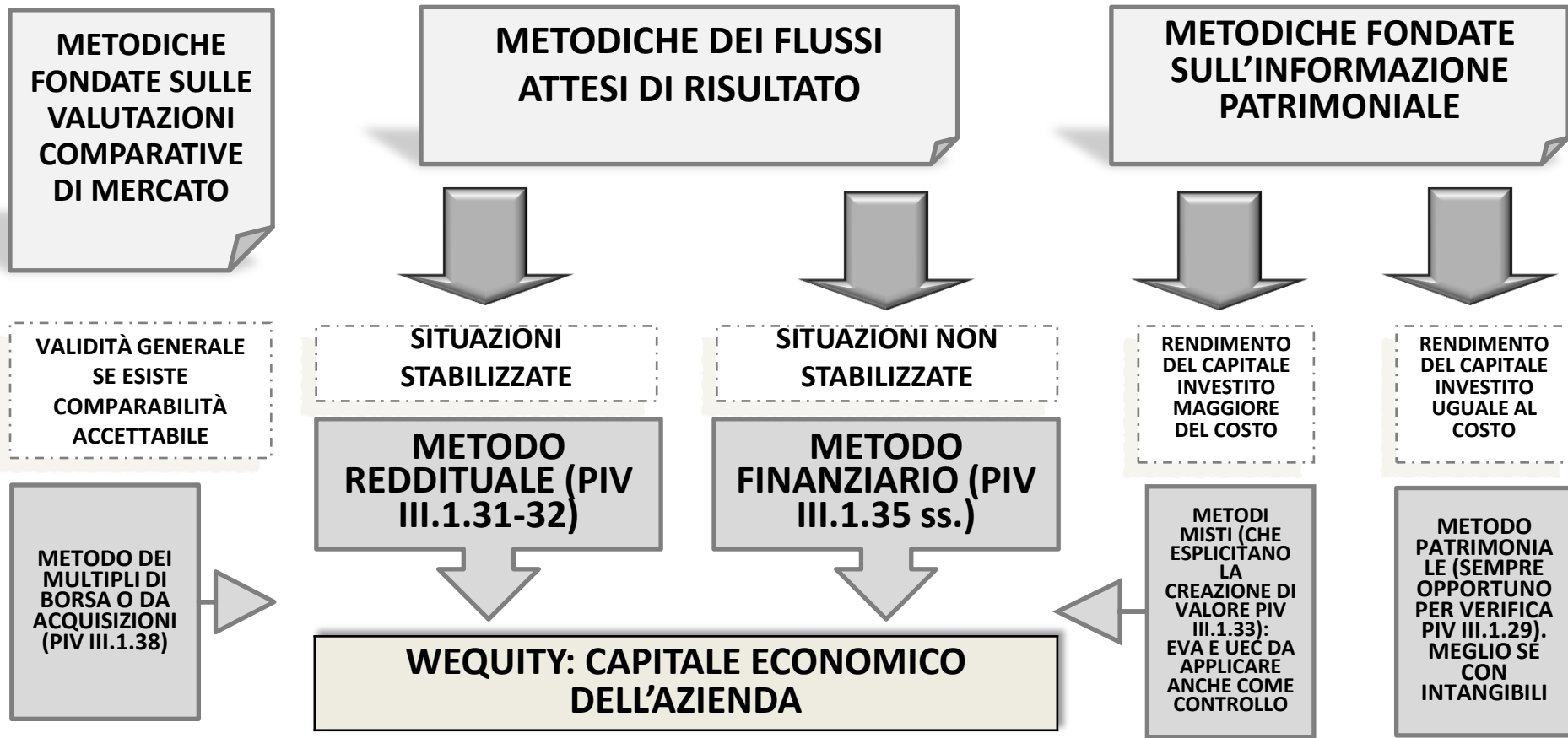
LA RELAZIONE IN FORMA SCRITTA È SEMPRE DOVUTA.



Oltre alla Relazione, l'esperto può rilasciare:

- 1. Una sintesi della relazione, che può anche precedere la relazione ma solo a processo valutativo concluso (no a sintesi preliminari);*
- 2. Bozze di aggiornamento che illustrano l'avanzamento del lavoro prima della conclusione. Le bozze non possono includere il giudizio finale.*

SCHEMA DI SINTESI



LE SITUAZIONI STABILIZZATE

SECONDO LA TEORIA, NELLE SITUAZIONI STABILIZZATE



- 1. L'azienda non è in grado di generare significativa crescita dalle risorse a disposizione, per cui il flusso di risultato è stabile nel tempo;***
- 2. Se non vi sono motivi particolari, il flusso rimane stabile per un periodo indefinito;***
- 3. La crescita è possibile solo reinvestendo gli utili;***
- 4. Il flusso di reddito coincide con il flusso di cassa.***

LA FORMULA DI VALUTAZIONE

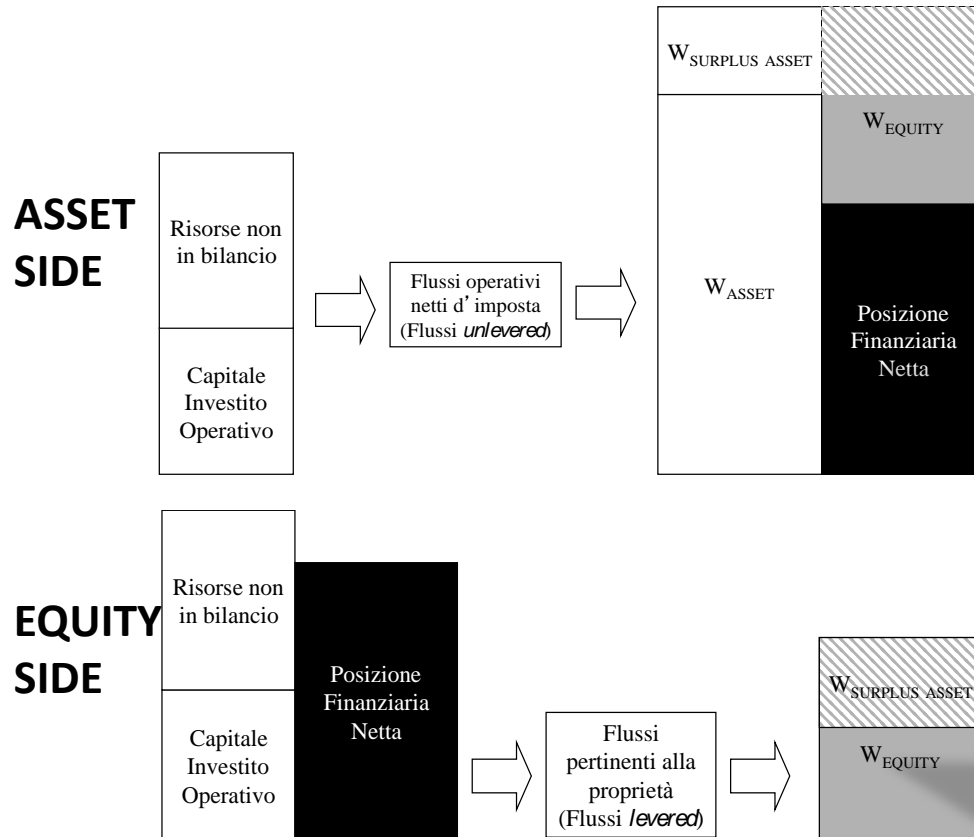
$$W = \frac{\text{Flusso di reddito/cassa}}{\text{Opportuno tasso di valutazione}}$$

La formula è il risultato di una sommatoria di infiniti flussi di uguale valore attualizzati ad un tasso costante.

La formula è definita come rendita perpetua a rendimenti costanti ma è spesso definita come “capitalizzazione perpetua” per applicando la funzione matematica dell’attualizzazione.

La formula è accettata dai PIV (III.1.31).

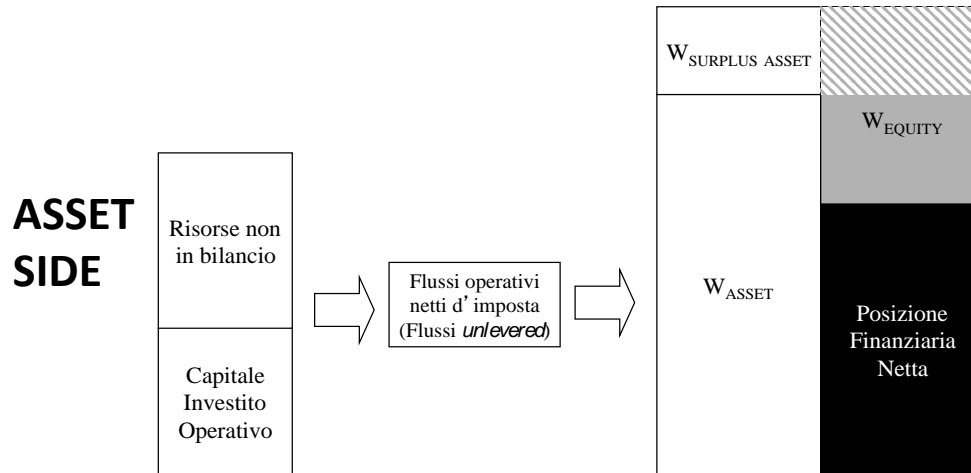
VALUTAZIONI ASSET SIDE E EQUITY SIDE



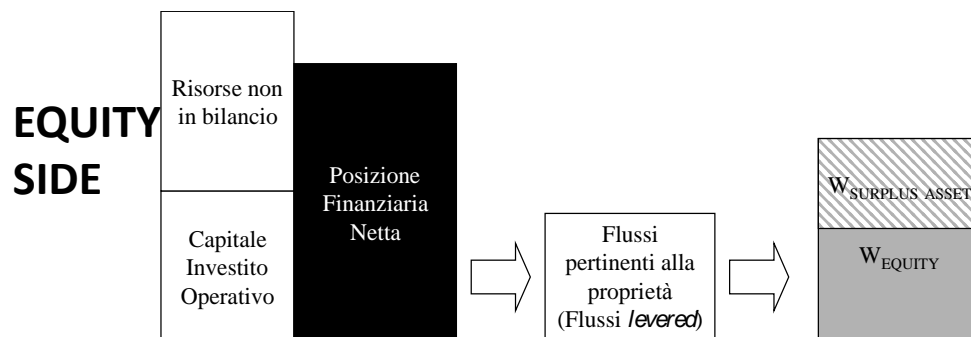
Il PIV III.1.15 richiama esplicitamente la differenza tra i due approcci, assai diffusa nella prassi. Le valutazioni asset side determinano prima il valore degli asset e successivamente, per differenza con la PFN, il Wequity. Il valore delle attività accessorie (Surplus Asset) è determinato separatamente (PIV III.1.47 - 48)

Le valutazioni equity side determinano direttamente il valore di Wequity.

VALUTAZIONI ASSET SIDE E EQUITY SIDE: LE FORMULE



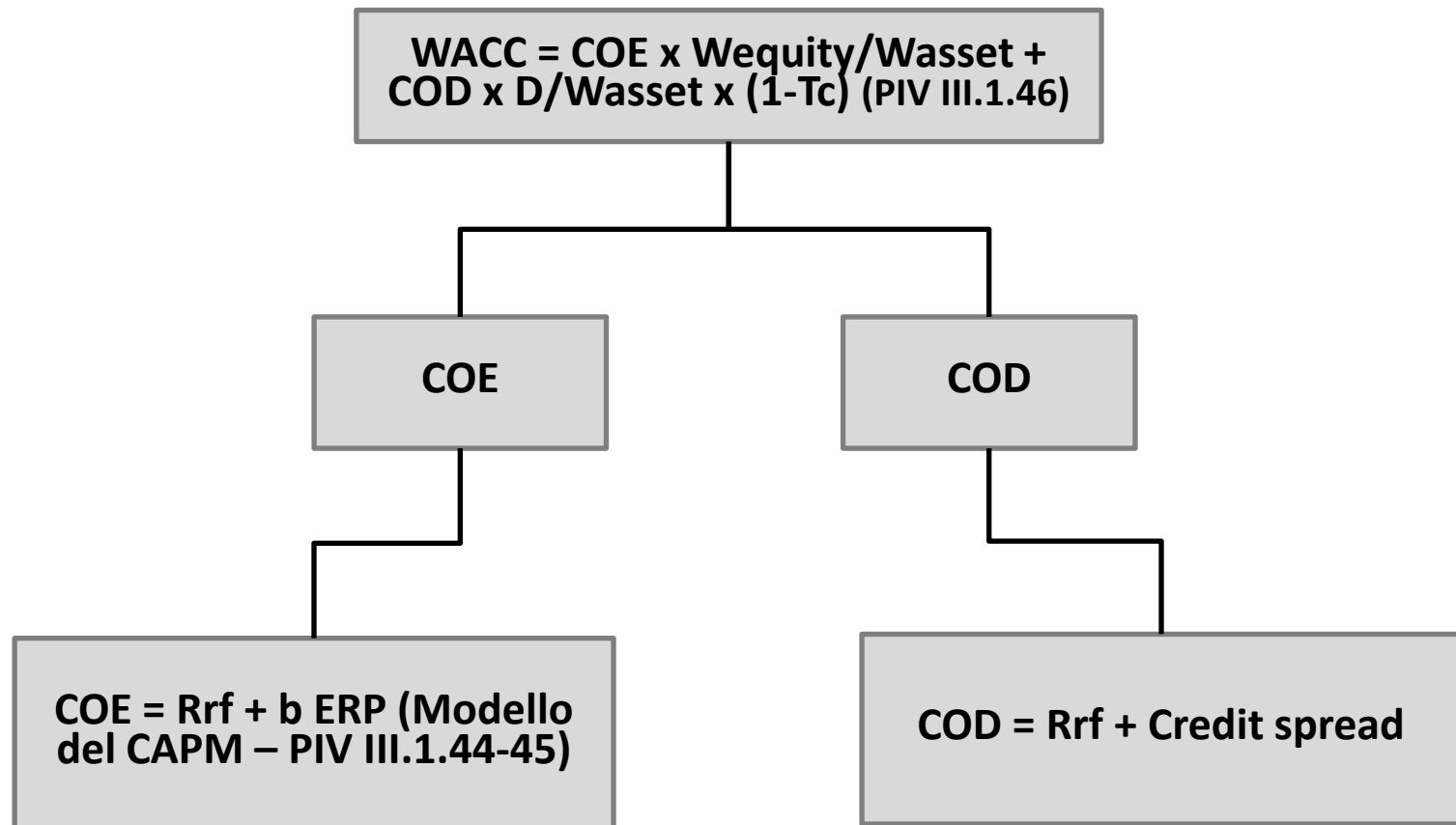
$$W_{Equity} = \frac{NOPAT^*/FCFO}{WACC} - PFN$$



$$W_{Equity} = \frac{Utile\ netto^* / FCFE}{COE}$$

* Al netto del reddito degli SA

UNA SINTESI DELLA STIMA DEI TASSI



IL MODELLO DEL CAPM

IL MODELLO DEL CAPM PREVEDE CHE IL RENDIMENTO ATTESO DEL CAPITALE PROPRIO SIA PARI AD UNA COMPONENTE PRIVA DI RISCHIO E AD UN PREMIO MISURATO DAL PRODOTTO DEL RENDIMENTO DEL PORTAFOGLIO DI MERCATO E DEL

BETA



Il beta nel CAPM misura la sensibilità del rendimento di un singolo titolo al rendimento del portafoglio di mercato.

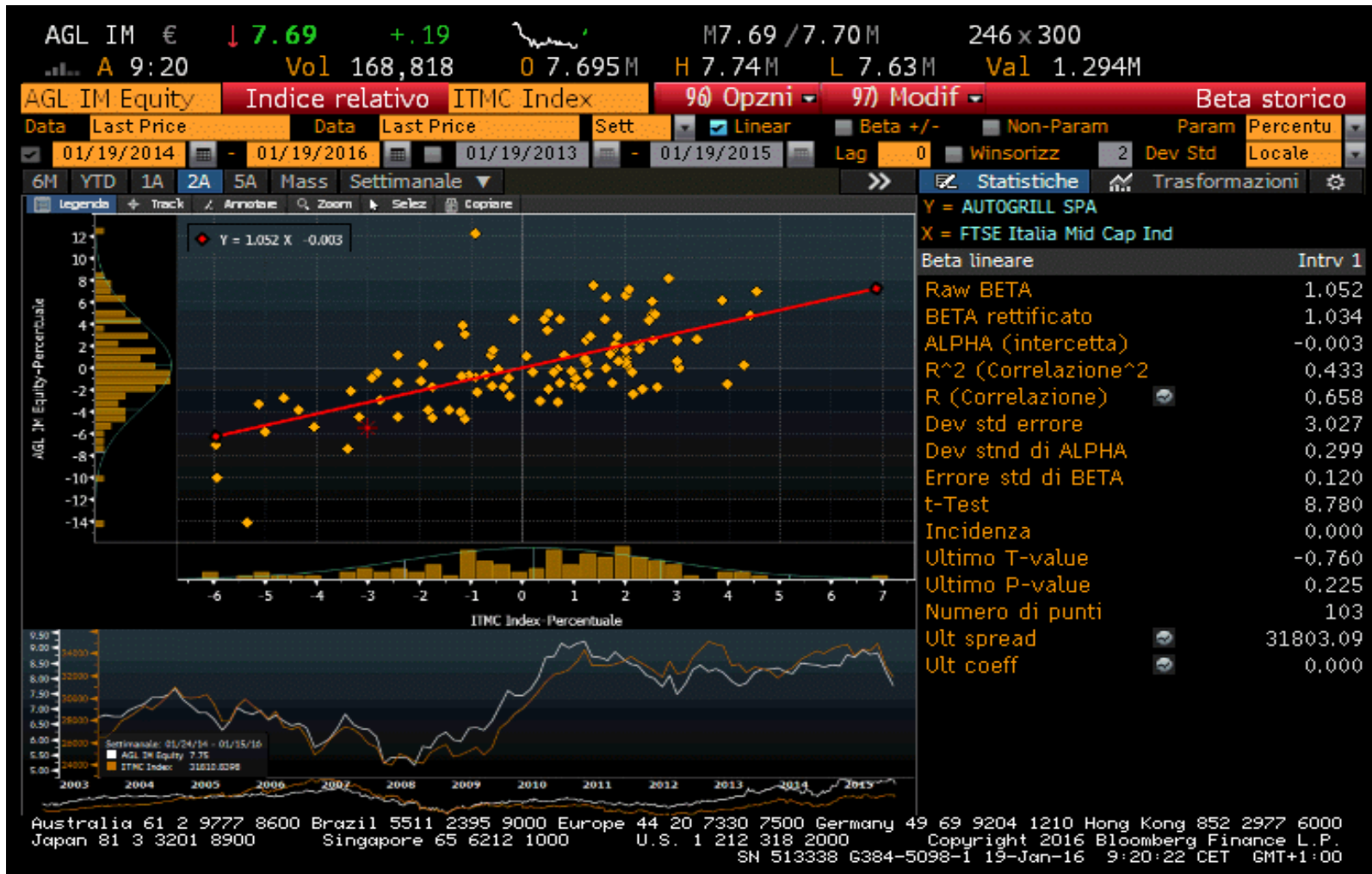
Poichè il modello assume che la diversificazione di portafoglio annulli tutti i rischi specifici, l'unico rischio remunerato rimane il rischio di sistema economico che impatta su tutti i titoli. Il beta misura l'entità di tale impatto distinguendo:

- 1. Titoli aggressivi con beta maggiore di 1;*
- 2. Titoli difensivi con beta minore di 1;*
- 3. Titoli con lo stesso rischio del portafoglio di mercato (beta uguale ad 1).*

Ne deriva che un titolo secondo il CAPM sarà tanto più rischioso quanto più è sensibile al ciclo economico (rischio di mercato).

Il rischio sarà aumentato da una rigida struttura dei costi (leva operativa) e da un elevato indebitamento (leva finanziaria).

UN ESEMPIO DI BETA: AUTOGRILL



IL BETA E IL RISCHIO FINANZIARIO

IL BETA PUÒ ESSERE RETTIFICATO PER TENERE CONTO DEL RISCHIO FINANZIARIO SECONDO LA FORMULA DI HAMADA



Poichè il rischio finanziario cresce al crescere del rapporto di indebitamento D/W_{equity} , il coefficiente beta dovrebbe essere maggiore per le imprese più indebitate. Per escludere dal beta la componente di remunerazione del rischio finanziario si può applicare la formula di Hamada (PIV III.1.45 – commenti):

$$b_{EQUITY} = b_{ASSET UNLEVERED} \left(1 + \frac{D}{W_{EQUITY}} (1 - T) \right)$$

Applicando la formula in modo diretto o inverso si può passare dal beta osservato (beta equity) al beta asset unlevered che esprime il solo rischio operativo. La formula è particolarmente utile nelle analisi comparative o in ipotesi di previsione di modifica del rapporto di indebitamento.


LA STRUTTURA FINANZIARIA PROSPETTICA

IL PIV III.1.46 RICHIAMA LA NECESSITÀ DI ADOTTARE UNA STRUTTURA FINANZIARIA PROSPETTICAMENTE SOSTENIBILE.

**VERIFICA DI
SOSTENIBILITÀ
FINANZIARIA**



**SE NON SI RAVVISANO
MODIFICHE SI PUÒ
UTILIZZARE LA
STRUTTURA CORRENTE**



**SE SI RITIENE VI SARANNO
MODIFICHE, SI DOVRÀ
UTILIZZARE LA NUOVA
STRUTTURA FINANZIARIA**

TABELLA DI SINTESI DELLE RETTIFICHE PATRIMONIALI

| ATTIVITÀ/PASSIVITÀ | MODALITÀ DI VALUTAZIONE | CONDIZIONE DI IMPIEGO |
|---|---|---|
| Terreni e fabbricati (PIV III) | Comparazione con prezzi noti | Prezzi noti sufficientemente numerosi e classificabili in funzione dei fattori rilevanti |
| | Capitalizzazione del reddito ottenibile dall'immobile | Adatto in particolare se l'immobile non è destinato ad essere venduto a breve |
| | Costo di riproduzione/sostituzione a nuovo al netto del deperimento e dell'obsolescenza | Da utilizzare quando mancano i presupposti per applicare i precedenti. Adatto per la valutazione delle aree edificabili |
| Immobilizzazioni tecniche (PIV III.6) | Prezzo corrente | Applicabile dove esiste un mercato dell'usato sufficientemente attendibile |
| | Costo di riproduzione/sostituzione a nuovo al netto del deperimento e dell'obsolescenza | Da utilizzare quando mancano i presupposti per applicare i precedenti. |
| Partecipazioni | Valutazione d'azienda | Sintetica, analitica o fondata su offerte. |
| Crediti a medio-lungo termine (Non inclusi) | Attualizzazione dell'importo | Da applicare ogni volta che il rendimento dei crediti non è allineato a quello di mercato |
| Rimanenze di materie prime (Non inclusi) | Costo di sostituzione da listino | Nel caso in cui i prodotti siano fuori listino si utilizzano prodotti analoghi |
| | Prezzo di mercato | Può essere utilizzato se le materie prime sono quotate |
| Rimanenze di semilavorati (Non inclusi) | Costo di produzione unitario in funzione dello stato avanzamento lavori | Si deve utilizzare il dato più recente a disposizione. |
| Rimanenze di Prodotti finiti (Non inclusi) | Prezzo di mercato | Per prodotti in listino |
| | Più probabile prezzo di realizzo | Per prodotti obsoleti |
| Crediti commerciali/debiti di fornitura (Non inclusi) | Tasso di cambio alla data di riferimento | Per crediti/debiti in valuta senza copertura del rischio di cambio |
| | Tasso di cambio a termine | Per crediti/debiti in valuta con copertura |
| Debiti finanziari (Non inclusi) | Attualizzazione del debito | Da applicare dove il costo del debito non è allineato al mercato |

I METODI MISTI NELL'APPROCCIO ASSET SIDE ED EQUITY SIDE E IN SITUAZIONI STABILIZZATE

ASSET SIDE: METODO EVA: $W_{\text{Equity}} = \text{CIOR}_0 + \frac{\text{EVA}}{\text{WACC}} - \text{PFN}$

*Il CIOR esprime il valore rettificato del Capitale investito. Si ipotizza che gli EVA siano ottenibili per un periodo indefinito, per cui si applica la formula della rendita perpetua.
EVA = NOPAT – (WACC * CIOR₀)*

EQUITY SIDE: METODO UEC: $W_{\text{Equity}} = K_0 + \frac{(R-i''K_0)}{I'}$

*K è il PN rettificato mentre la somma algebrica in parentesi esprime il sovrareddito, costante in ipotesi di situazioni stabilizzate.
In tali situazioni, non è ragionevole ipotizzare che il sovrareddito sparisca dopo N anni, per cui si applica la formula della rendita perpetua. Il PIV III.1.33 ipotizza che i'' debba essere maggiore di i' ma non è specificato come debbano essere calcolati i due tassi. Si nota però che debbano essere in un intorno del COE.*

LA FORMULA GENERALE DI VALUTAZIONE DEL METODO UEC

$$W_{EQUITY} = K_0 + \sum_{t=1}^{t=N} \frac{R_t - i'' K_t}{(1 + i')^t}$$

1. *In generale $i' > i''$ in presenza di sovrareddito, mentre $i' < i''$ in presenza di sottoreddito. La scelta di considerare i' come un tasso risk free non regge, anzi come riportato nel PIV III.1.33 vale il contrario, posto che i sovraredditi sono più rischiosi degli altri flussi. Sono comunque tassi assimilabili al COE*
2. *Anche in questo caso è necessario disporre di un business plan per prevedere la dinamica reddituale e patrimoniale (R e K).*
3. *Se sono valutati anche gli intangibili solitamente nella formula valutativa si aggiunge I_0 che rappresenta tale valore.*
4. *Secondo i PIV (III.1.33 commenti) i metodi misti nascono (e forse devono rimanere ???) come metodi di controllo di quelli basati sui flussi per verificare l'effettiva creazione di valore.*
5. *La convergenza tra il metodo UEC e gli altri metodi (reddituale e DCF) vi è soltanto nell'ipotesi di orizzonte indefinito del sovrareddito altrimenti il metodo UEC sottostima il valore.*

LE SITUAZIONI CON CRESCITA STABILE

SECONDO LA TEORIA, NELLE SITUAZIONI CON CRESCITA STABILE



- 1. L'azienda è in grado di generare crescita ad un tasso costante definito "g";***
- 2. La crescita è possibile solo reinvestendo gli utili ad un rendimento superiore al costo del capitale, altrimenti non vi è creazione di valore;***
- 3. Il tasso g è stimato sulla base di parametri esogeni all'impresa (stima mediante i fondamentali).***

LE DETERMINANTI DEL TASSO G

IL TASSO G È PARI AL PRODOTTO DEL TASSO DI REINVESTIMENTO DEGLI UTILI E DEL TASSO DI RENDIMENTO DI TALI INVESTIMENTI (PIV III.1.37)



La formula:

$$g = IR * ROIC$$

(g=IR*ROE nelle versioni equity side)

considera il tasso di reinvestimento degli utili (IR) come il rapporto tra gli investimenti espansivi (NON DI SOSTITUZIONE/RINNOVO NECESSARI) e il NOPAT/Utile netto dell'anno precedente. Esprime l'utile non distribuito ai soci e reinvestito in azienda.

Il ROIC misura la redditività dell'azienda e si presume quella dei nuovi investimenti; se così non fosse si dovrà utilizzare un ROIC corretto.

Il reinvestimento deve avvenire OGNI ANNO allo stesso ROIC.

Il tasso g può includere il recupero dell'inflazione.

LE SITUAZIONI NON STABILIZZATE

SECONDO LA TEORIA, NELLE SITUAZIONI NON STABILIZZATE
(PIV III.1.32 e 35):



- 1. *I flussi di reddito non possono essere utilizzati in luogo dei flussi di cassa poichè non sono in grado di cogliere la dinamica temporale di formazione del valore;***
- 2. *Si devono utilizzare i flussi di cassa, normalmente suddivisi in due periodi, il primo di stima esplicita fino al tempo N ovvero alla stabilizzazione. Il periodo successivo (da N per un tempo indefinito), detto valore finale utilizza la formula della rendita perpetua con o senza crescita.***

LE FORMULE DI VALUTAZIONE DEL METODO FINANZIARIO (DCF)

Approccio Asset side

$$W_{EQUITY} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{NOPAT_N (1 + g)(1 - TR)}{WACC - g} (1 + WACC)^N - PFN$$

Approccio Equity side

$$W_{EQUITY} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{FCFE_t}{(1 + COE)^t} + \frac{Utile\ netto_N (1 + g)(1 - TR)}{COE - g} (1 + COE)^N$$

1. *La formula è riportata al PIV III.1.35 e mostra le due componenti di valore.*
2. *Il valore finale è generato al tempo N e non alla data di riferimento della valutazione per cui dovrà essere attualizzato a tale data.*
3. *I flussi stimati analiticamente devono risultare da un piano aziendale, redatto dal management e costruito sulla base delle ipotesi più probabili (PIV III.1.36).*
4. *L'esperto, in assenza di un piano, può costruire proprie previsioni dei flussi ma in tal caso "deve indicare con chiarezza la natura ipotetica delle elaborazioni svolte e precisare le ipotesi sulle quali sono basate, segnalando gli elementi di sostegno disponibili" (PIV III.1.27).*
5. *I flussi prossimi al tempo N devono convergere verso i valori normalizzati nella situazione stabilizzata.*

LE VALUTAZIONI COMPARATIVE DI MERCATO

LE VALUTAZIONI COMPARATIVE COMPORTANO L'APPLICAZIONE DI MULTIPI DI MERCATO



Secondo il PIV III.1.38 sono valutazioni

- 1. Analogiche e finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda muovendo da prezzi noti;*
- 2. I prezzi possono essere registrati sul mercato mobiliare (prezzi di borsa) oppure risultare dall'acquisizione di partecipazioni in società quotate o non quotate;*
- 3. L'esperto deve essere consapevole delle insidie implicite nel metodo, specie per quanto riguarda la effettiva comparabilità.*

LA RAZIONALITÀ DEI PREZZI RILEVATI

La razionalità dei prezzi è condizione indispensabile perchè assicura:

- 1. La corrispondenza tra prezzi fatti e prezzi fattibili;*
- 2. La possibilità di cogliere le ipotesi che il mercato implicitamente assume nei prezzi.*

L'approccio dei **prezzi di borsa** è razionale se **il titolo è molto liquido**, i prezzi risultano da un elevato numero di negoziazioni standardizzate e quindi vi è una elevata probabilità che i prezzi approssimino il valore in modo sufficientemente preciso.
Non include premi e sconti.



L'approccio dei **prezzi da acquisizione** **incorpora tutte le specificità** di una operazione quali ad esempio il potere negoziale delle controparti, la presenza di **premi di maggioranza**, la presenza di clausole particolari di determinazione del prezzo.

QUALI MULTIPLI UTILIZZARE

NEI COMMENTI AL PIV III.1.38 SI RIPORTANO DIFFERENTI
SCELTE IN MERITO AI MULTIPLI DA UTILIZZARE :

MULTIPLI ASSET SIDE E EQUITY SIDE

1. **Multipli asset side:** Sono i multipli su **Ricavi, Ebitda, Ebit, Nopat, CI e FCFO**. Valgono le consuete indicazioni di metodo per questo approccio.
2. **Multipli equity side:** Sono i multipli su **Reddito netto, Patrimonio netto, FCFE**.

MULTIPLI SU MARGINI E SU CAPITALE INVESTITO

1. **Multipli su margini:** Sono possibili multipli su margini diversi. Il più diffuso è l'Ebitda perchè non include l'effetto fiscale e degli ammortamenti. Meno frequente è il ricorso ai ricavi se non dove è diretto il legame con il valore;
2. **Multipli sul capitale investito:** Sono utilizzare per verificare la diversa intensità di capitale.

**DA EVITARE MULTIPLI SU
GRANDEZZE FISICHE E NON DI
BILANCIO**

MULTIPLI SU VALORI STORICI O PROSPETTICI

1. **Valori storici:** provengono dall'ultimo bilancio approvato;
2. **Valori trailing:** provengono dalla somma dei valori delle ultime 4 trimestrali o 2 semestrali disponibili (solo per le società quotate);
3. **Valori leading:** sono valori risultanti dalle previsioni medie degli analisti di borsa o da un business plan..

PROFILI RILEVANTI DI COMPARABILITÀ

**NELLA SCELTE DEL CAMPIONE DI SOCIETÀ COMPARABILI,
L'ESPERTO DEVE TENERE CONTO DI:**

**REDDITIVITÀ
CORRENTE:**
misura la forza
del vantaggio
competitivo
rispetto ai
concorrenti

**ASPETTATIVE DI
CRESCITA:** misura
come l'azienda si
prevede si
evolverà in
futuro

**GRADO DI
RISCHIO:** misura
la probabilità che
i risultati effettivi
siano minori
delle aspettative

**Aiutano nella scelta: il settore, il portafoglio di attività, la
dimensione, l'età e la fase del ciclo vitale, la governance.**

LA SINTESI VALUTATIVA

IL PIV III.1.42 RICHIEDE CHE VENGA FORMULATA UNA SINTESI RAZIONALE DEI VALORI OTTENUTI CON DIFFERENTI METODICHE



- 1. Sono da evitare gli aggiustamenti non razionali, quali le medie aritmetiche con valori dispersi;***
- 2. L'esperto può presentare un intervallo di valori ma non deve essere troppo ampio;***
- 3. Dovranno essere ricordati gli aspetti critici del lavoro svolto.***

ADATTAMENTI PER LA VALUTAZIONE DI AZIENDE DI DIMENSIONI RIDOTTE

GLI AGGIUSTAMENTI INDICATI AI PIV III.2.3 -.4 RIGUARDANO:

SOCIETÀ NON QUOTATE:

possono essere applicati premi al rischio addizionali per la mancanza di diversificazione.

PREMIO PER IL RISCHIO DIMENSIONALE: i modelli di stima del tasso quali il CAPM mostrano una sottostima dei tassi per realtà minori per cui è ammissibile l'utilizzo di un premio (solitamente intorno al 2-3%, DATO NON INCLUSO NEI PIV).



PRESENZA DI RISCHI SPECIFICI:

1. Eccessiva dipendenza dalla figura imprenditoriale;
2. Assenza di una struttura manageriale;
3. Eccessiva concentrazione delle vendite

LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI

**I PIV DELLA SEZIONE III.3 RIGUARDANO IL PASSAGGIO DALLA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA ALLA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI CHE LA COMPONGONO (INTERESSENZE PARTECIPATIVE).
IL VALORE DI UNA PARTECIPAZIONE PUÒ ESSERE DIVERSO DA QUELLO DELLA SOMMA DEI TITOLI CHE LA COMPONGONO PERCHÈ:**

**I BENEFICI
GENERATI
DALL'IMPRESA NON
SONO
NECESSARIAMENTE
DIVISIBILI SU BASE
PROPORZIONALE**

**I RISCHI NON SONO
NECESSARIAMENTE I
MEDESIMI PER LE
DIVERSE CATEGORIE
DI AZIONISTI/SOCI**

**L'ACCESSO ALLE
INFORMAZIONI NON
È NECESSARIAMENTE
SIMMETRICO PER
TUTTE LE CATEGORIE
DI AZIONISTI/SOCI**

IL PASSAGGIO DAL VALORE DELL'AZIENDA AL VALORE DELLE PARTECIPAZIONI

IL PIV III.3.7 SOSTIENE CHE IL PUNTO DI PARTENZA DEBBA ESSERE IL WEQUITY DELL'AZIENDA E CI SI DEBBA MUOVERE LUNGO I SEGUENTI 5 LIVELLI DI VALORE



- 1. Valore di controllo strategico che riflette i benefici ed i rischi di un socio strategico che detiene il controllo;**
- 2. Valore di controllo finanziario che riflette i benefici ed i rischi di un socio finanziario che detiene il controllo;**
- 3. Valore di minoranza di una società a proprietà contendibile quotata;**
- 4. Valore di minoranza di una società a proprietà bloccata quotata;**
- 5. Valore di minoranza di una società a proprietà bloccata non quotata;**

IL PROCESSO DI STIMA

DEFINIZIONE DEL LIVELLO DI VALORE PIÙ APPROPRIATO



STIMA DEL WEQUITY PER IL LIVELLO DI VALORE PRESCELTO



ATTRIBUZIONE DEL VALORE ALLA PARTECIPAZIONE PRO-
QUOTA

PREMI E SCONTI NELLE VALUTAZIONI

**IL PIV III.4.1 RICONOSCE LA POSSIBILITÀ DI UTILIZZARE
PREMI E SCONTI PER:**

**SPOSTARSI DA UN LIVELLO DI
VALORE AD UN ALTRO**

**SPOSTARSI DA UNA
CONFIGURAZIONE DI VALORE
A QUELLA DI MERCATO**

**SONO AMMISSIBILI SOLAMENTE PER LA
CONFIGURAZIONE DI MERCATO (PIV III.4.2)**

LA STIMA DEI PREMI E DEGLI SCONTI

IL PIV III.4.4 SOSTIENE CHE PREMI E SCONTI SONO DESUNTI DA EVIDENZE DI MERCATO.



L'esperto deve specificare:

- 1. Le fonti delle evidenze empiriche;*
- 2. I criteri di selezione adottati;*
- 3. Il livello di valore al quale si riferiscono.*

I PIV non definiscono intervalli di premi e sconti ritenuti accettabili.

PREMI E SCONTI: INDICAZIONI OPERATIVE

**NELLA GESTIONE DEI PREMI E SCONTI, L'ESPERTO
DOVREBBE:**

**EVITARE IL PIÙ POSSIBILE
L'USO DI PREMI, PREFERENDO
UNA STIMA DIRETTA DEL
VALORE DEI BENEFICI E DEI
RISCHI ASSOCIATI A DIVERSI
LIVELLI DI VALORE (PIV III.4.6)**

**APPLICARE UNO SCONTO
OGNI VOLTA CHE NON RIESCE
AD INCLUDERE UNA MISURA
SUFFICIENTE DEL RISCHIO
NEL TASSO**

SINTESI DELLE RICERCHE EMPIRICHE SUI PREMI DI CONTROLLO

Limitandosi ai soli riferimenti di letteratura per l'Italia si può citare:

- T. Nenova, The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis, Journal of Financial Economics, n.68, 2003 che ottiene un premio pari in media al **24,06%**;
- L. Caprio, A. Floreali, L. Radaelli, I trasferimenti di controllo delle società quotate in Italia: un'analisi empirica dei prezzi e dei risultati per gli azionisti di minoranza, Finanza Imprese e Mercati, n. 3, 1994 per i quali il premio valore il **22,5%**;
 - J. Dick e L. Zingales (2004) trovano un premio del **37%**;
- L. Zingales, The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange, Review of Financial Studies, n.7, 1994 applicando differenti metodologie trova un altissimo premio pari all'**82%**.
- M. Massari (2006) trova invece un premio molto più basso pari all'**8%**.

SINTESI DELLE RICERCHE EMPIRICHE SUGLI SCONTI DI ILLIQUIDITÀ

| Study | Prospectuses Reviewed | Qualifying Transactions | Indicated Discount | |
|----------------|-----------------------|-------------------------|--------------------|------------|
| | | | Mean | Median |
| 1980–1981 | 97 | 13 | 60% | 66% |
| 1985–1986 | 130 | 21 | 43% | 43% |
| 1987–1989 | 98 | 27 | 45% | 45% |
| 1989–1990 | 157 | 23 | 45% | 40% |
| 1990–1991 | 266 | 35 | 42% | 40% |
| 1992–1993 | 443 | 54 | 45% | 44% |
| 1994–1995 | 318 | 46 | 45% | 45% |
| 1995-1997 | 732 | 91 | 43% | 42% |
| 1997-2000 | 1,847 | 283 | 50% | 54% |
| Overall | 4,088 | 593 | 47% | 48% |

Fonte: M.L.Zyla, The Discount for Lack of Marketability: Quantifying the Risk of Illiquidity, III Conferenza OIV, gennaio 2015