

# REVIDERE

## La valutazione d'azienda e i Principi Italiani di Valutazione

**Michele Zampieri e Martino Zamboni**  
dottori commercialisti e revisori legali

**VALEBO**  
AGNOLI • ZAMBONI ASSOCIATI

*a misura di valore*

Le principali novità  
nel processo di  
stima del valore

**Vecomp Academy**  
Verona, 14.10.16

**VECOMP**  
upgrade your business

# Agenda

1. Cos'è una valutazione d'azienda
2. Configurazioni di valore e tipologie di incarico valutativo
3. Il processo valutativo
4. Le valutazioni legali e di M&A - cenni

Cos'è una  
**valutazione**  
d'azienda

# Principi Italiani di Valutazione

La Fondazione OIV è nata nel 2012 con l'obiettivo di migliorare la qualità media delle valutazioni, superare la frammentazione dei diversi ambiti di specializzazione, dare agli esperti di valutazione una piattaforma comune, condividere e sviluppare strumenti in grado di accrescere la professionalità.

**OIV: fondazione indipendente promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC, Università Bocconi**

- Adesione ai PIV facoltativa dal 01.01.16
- Adesione al Codice Etico dell'IVSC
- Dichiarazione di competenza rispetto a oggetto e scopo

**Iter - obiettivo:** elaborare principi di valutazione, guide applicative, promuovere la cultura valutativa

I PIV forniscono un **METODO DI LAVORO** per aumentare la **FIDUCIA** dell'utilizzatore finale

Opinione trasparente (PIV I.1.4) e a **tutela dell'utilizzatore finale**, quindi:

- **Razionale:** schema logico e rigoroso
- **Verificabile:** processo valutativo ripercorribile, fonti attendibili, ipotesi ragionevoli, correttezza dei calcoli
- **Coerente:** + ampia corrispondenza tra base informativa, obiettivi e risultati della stima
- **Affidabile:** < discrezionalità possibile

# Come possono cambiare le valutazioni con i PIV

## VALUATION STANDARD

definiscono ruolo e compiti dell'esperto (come IVS)

## PERFORMANCE STANDARD

indicano (i) il processo di lavoro (ii) ciò che non si può trascurare (iii) l'obbligo di trasparenza informativa

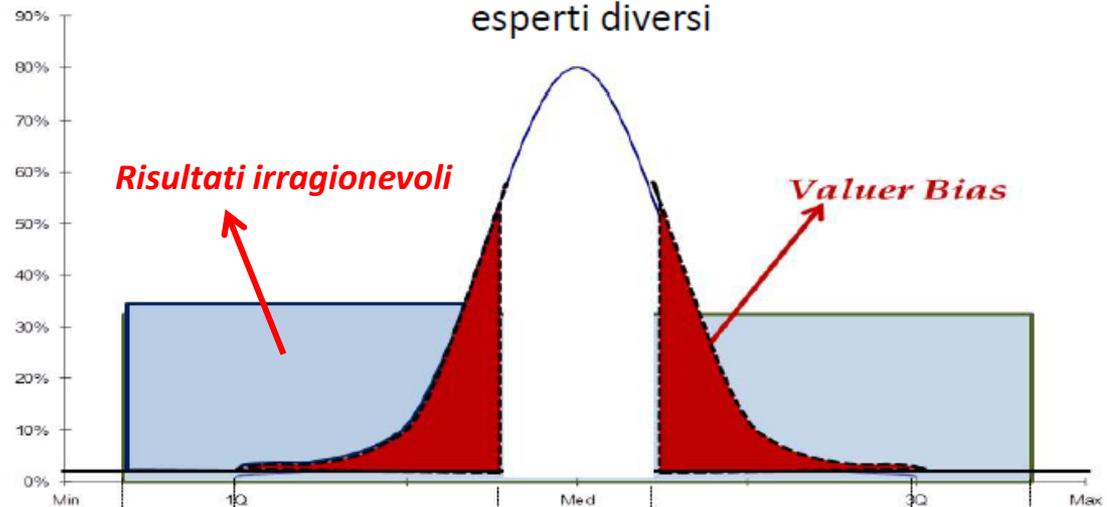
**CON PRINCIPI,  
CODICE ETICO,  
EDUCATION,  
BEST PRACTICE**

### Obiettivi

ridurre le differenze di valore sulla stessa attività stimata da diversi esperti

**Codice etico, Education e Best Practices definiscono come fare (How to do)**

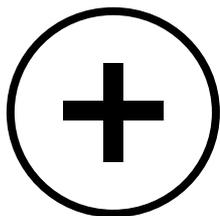
Possibili esiti della valutazione di una stessa attività da parte di esperti diversi



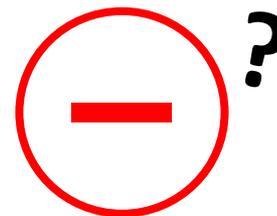
Con principi di valutazione condivisi

Con codice etico, *education* (*common body of knowledge*), *Best practices*

# Vantaggi e rischi



- I **committenti** avranno più chiaro il contenuto del servizio richiesto
- > protezione per gli **utilizzatori finali**
- Il legislatore e i *regulators* potranno fare riferimento ai PIV
- Valorizzano gli **esperti competenti**
- **Difesa da richieste «impossibili»** del committente (tempi troppo stretti, assenza base informativa)
- I PIV faranno emergere con > chiarezza le valutazioni di **buona** e di **cattiva qualità**



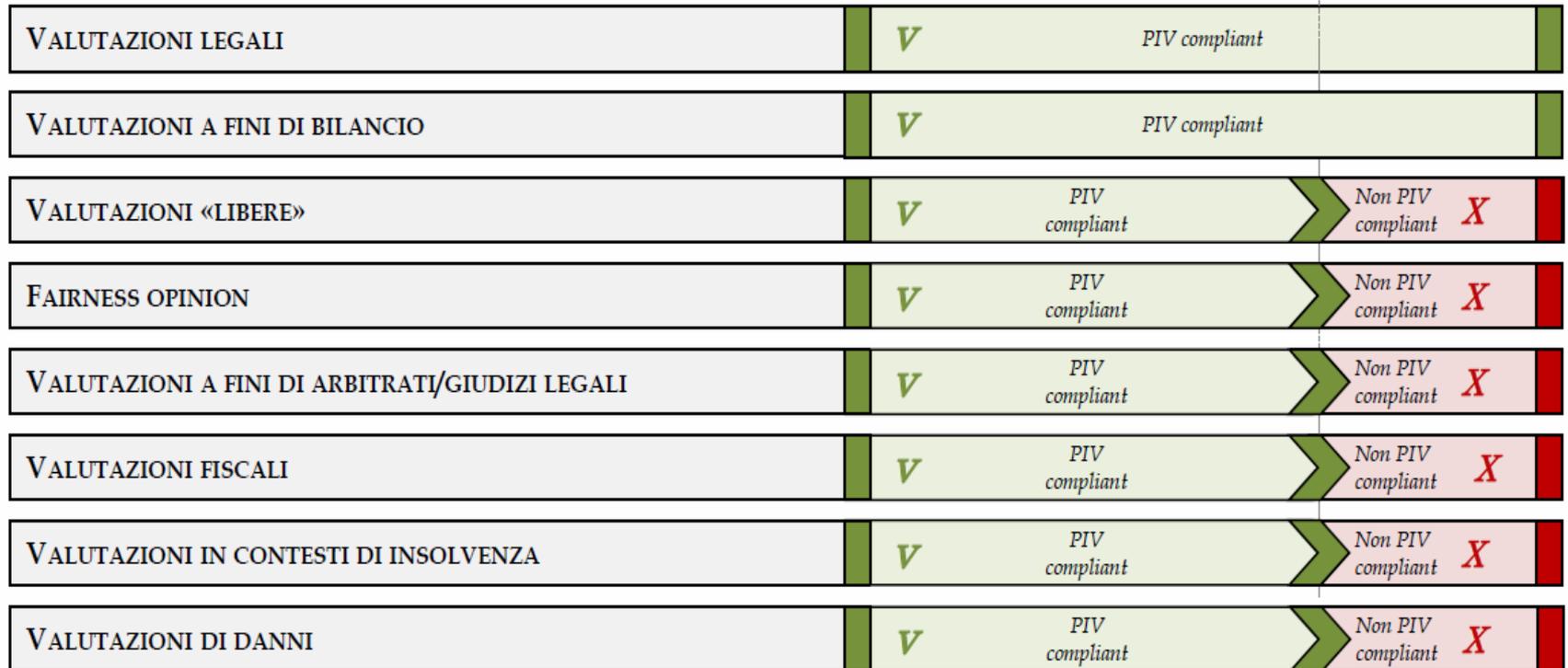
- applicare (tentare di applicare) **solo formalmente** i PIV
- non essere in grado di fondare su contenuti ed analisi adeguati il processo valutativo a causa di **limiti informativi e/o di competenza**
- > **competenza** in capo all'esperto
- Le valutazioni **non PIV compliant** non potranno prescindere dal giudizio «*pass or fail*» delle valutazioni *PIV compliant* (es. valutazioni legali).
- I PIV faranno emergere con > chiarezza le valutazioni di **buona** e di **cattiva qualità**

# Adozione dei PIV

Obiettivo OIV nei prossimi 3 anni (2019)

Percentuale di adesione ai PIV attesa

0% 80% 100%



## ATTRAVERSO:

- PRINCIPI PER LE VALUTAZIONI FISCALI
- PRINCIPI PER LE VALUTAZIONI IN CONTESTI DI INSOLVENZA
- PRINCIPI PER LE VALUTAZIONI A FINI DI PRIVATIZZAZIONE
- PRINCIPI PER LA VALUTAZIONI DI DANNI;
- ESEMPI ILLUSTRATIVI;
- MATERIALE DIDATTICO;
- CASE STUDIES.

# La struttura dei PIV

## Conceptual framework

Valutazione

Base informativa

Tipi di incarico

Unità di valutazione

Configurazione di valore

Data riferimento valutazione

Metodiche di valutazione

Tassi e flussi

## L'attività dell'esperto

La condotta professionale

L'incarico

Lo svolgimento dell'incarico

La relazione di stima

Le carte di lavoro

## Principi per specifiche attività

Aziende e rami

Interessenze

Premi e sconti

Beni intangibili

Impianti e macchinari

Immobili

Strumenti finanziari

Passività

## Principi per applicazioni particolari

Acquisizioni/  
cessioni/  
fusioni

Valutazioni  
legali

Valutazioni a  
fini di bilancio

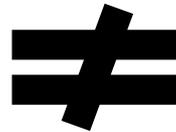
# Cos'è una valutazione

**Giudizio**  
ragionato e  
motivato che si  
fonda su **stime**  
(PIV I.1.1 e I.1.2)

- 1) Non è il risultato di un mero calcolo matematico
- 2) Non esiste un valore «vero»
- 3) Valutazione prospettica ==> l'evidenza ex post che le previsioni non si sono realizzate non è di per sé indice di cattiva qualità della valutazione

Requisito  
secondo i PIV

**Giudizio  
obiettivo**



**Giudizio  
prudente**

- **Ragionevolmente condivisibile** da altri esperti
- Esercizio dello **spirito critico** (*professional skepticism*)
- **Avversione al rischio**: è obiettività, non prudenza (ogni operatore razionale dà > peso al rischio che alle chance future)



**Richiesta >  
sicurezza dai  
committenti**

- Non è un attributo della valutazione (in una transazione la prudenza può favorire una parte a danno dell'altra)
- Non va sottostimato il valore



**Configurazioni di valore  
e tipologie  
di incarico valutativo**

# Configurazioni di valore

L'esperto deve precisare la **CONFIGURAZIONE DI VALORE PRESELTA**, avendo presente nel selezionarla:

✓ le differenze fra

**Prezzo:** corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività da valutare *grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono su domanda/offerta*

**Costo:** grandezza empirica, uguale all'ammontare delle risorse impiegate per acquisire o realizzare l'oggetto dell'attività

**Valore:** grandezza stimata, non fattuale, risultato di una stima condotta da un valutatore

✓ le finalità della stima

Esistono **cinque configurazioni di valore** comuni a tutte le attività (+1):

1. **valore di mercato**
2. **valore d'investimento**
3. **valore negoziale equitativo**
4. **valore convenzionale**
5. **valore di smobilizzo**

quale  
Valore?

**CONFIGURAZIONI  
DI VALORE  
PIV I.6.2**

# Valore di Mercato

## I.6.3

Il VALORE DI MERCATO di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)

- A. coincide con il *market value* degli IVS: esprime il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore ed il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile dall'acquirente
- B. riflette il **massimo e migliore uso** dell'attività: può essere il suo uso corrente o un uso alternativo (i partecipanti al mercato considerano infatti il massimo e miglior uso dell'attività a prescindere dalle sue attuali condizioni d'utilizzo)
- C. prevede che la vendita del bene avvenga dopo un periodo di commercializzazione adeguato a portare la vendita del bene all'attenzione di un sufficiente numero di partecipanti al mercato

# Valore di Mercato

**Il valore di mercato non postula la razionalità dei prezzi fatti.**

**E' una «stima» ancorata alle specifiche condizioni di mercato alla data della valutazione**

- D.** Il mercato di riferimento presuppone che gli operatori agiscano in modo informato, prudente e razionale, che non operino di impulso ed usino tutta l'informazione disponibile per cercare il prezzo per loro più favorevole alla data della valutazione
- E.** A prescindere dal trend di mercato, il venditore motivato usa consapevolmente tutta l'informazione disponibile per realizzare il miglior prezzo alla data di valutazione, considerate le contestuali condizioni di mercato
- F.** Il mercato di riferimento per l'attività oggetto di valutazione è quello in cui l'attività è normalmente scambiata alla data di valutazione e al quale la maggior parte dei partecipanti al mercato e l'attuale proprietario hanno accesso

# Valore di Investimento

1.6.4

Il VALORE D'INVESTIMENTO esprime i benefici offerti da un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) al soggetto che la detiene o che potrà detenerla in futuro

A. coincide con l'*investment value* degli IVS

B. è strettamente collegato a:

caratteristiche particolari dell'attività

caratteristiche particolari del suo  
**DETENTORE, ATTUALE O FUTURO**



**è un VALORE SOGGETTIVO**  
*che può mutare a seconda del soggetto  
cui è riferita l'analisi*

C. può tenere conto di **particolari sinergie** dovute all'associazione con altre attività reali o finanziarie o alla presenza di **benefici speciali** per un particolare detentore

# Valore Negoziale Equitativo

I.6.5

Il VALORE NEGOZIALE EQUITATIVO di un'attività finanziaria o reale (o di una entità aziendale) esprime il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più specifici soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi

A. coincide con l'*equitable value* degli IVS (definizione proposta dall'IVS in sostituzione del *fair value* IVS 2013)

B. è un valore equo fra due o più **soggetti specificamente identificati**



è un VALORE SOGGETTIVO

C. differisce dal valore di mercato perché considera gli **specifici benefici di entrambe le parti** (*il valore di mercato esclude qualsiasi vantaggio non accessibile a tutti gli operatori attivi*)

# Valore Convenzionale

## II.6.6

Un VALORE CONVENZIONALE discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti



*la correttezza del valore convenzionale discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri specifici che lo individuano*

Sono **esempi** di tale configurazione di valore:

- 1) **valori di bilancio**, derivanti dall'applicazione di certi principi contabili  
*(fair value IFRS, valore recuperabile, valore d'uso IFRS)*
- 2) valori risultanti dall'applicazione dei **criteri previsti dalla legge** per particolari operazioni straordinarie (oggetto delle valutazioni legali)
- 3) valori risultanti da **norme tributarie**
- 4) valori risultanti dai criteri fissati dagli **enti regolatori**
- 5) valori risultanti da particolari **pattuizioni contrattuali**

# Valore di Smobilizzo

I.6.7

Il VALORE DI SMOBILIZZO è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento

emerge quando

- A. non è rispettata la conclusione naturale dell'investimento  
*ad esempio si alienano attrezzature che erano state acquisite per un utilizzo indefinito*
- B. si accelerano i tempi risentendo delle condizioni di liquidità del mercato  
*accade nelle vendite effettuate in tempi rapidi, indipendentemente dal motivo*
- C. viene modificata la fisionomia dell'oggetto della valutazione per favorirne la cessione  
*accade ad esempio quando si fraziona un complesso industriale*

# Valore di Smobilizzo

## Valori di smobilizzo particolari:

### Il VALORE DI LIQUIDAZIONE

La liquidazione può essere “ordinaria” o “forzata”.

*In una liquidazione forzata i tempi di cessione sono così ristretti da non consentire un'adeguata commercializzazione dell'attività; inoltre il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza contrattuale*

### Il VALORE CAUZIONALE

è definito ex ante e tiene prudenzialmente conto, di regola, anche delle fluttuazioni dei prezzi di mercato

# Valore Intrinseco (o fondamentale)

*Nelle **sole** valutazioni di aziende, partecipazioni azionarie, singole azioni, strumenti finanziari e beni immateriali UNA ULTERIORE CONFIGURAZIONE DI VALORE*

## I.6.8

il VALORE INTRINSECO (o fondamentale) esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi

**A.** è detto anche **valore economico del capitale**

**B.** è frutto dell'**analisi fondamentale**: pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (tasso di attualizzazione in *primis*) richiede la stima dei benefici economici e l'apprezzamento del quadro di rischio loro associato

**C.** esprime un **valore "as is"**

- riflette la realtà operativa dell'azienda nelle sue **condizioni correnti** (con l'attuale destinazione d'uso, l'efficienza manageriale od operativa corrente, ...)
- non considera **nessuna sinergia o efficientamento** che un terzo potrebbe riconoscere nel prezzo di acquisto del bene

# Valore Intrinseco (o fondamentale)

Il valore Intrinseco è funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda o del bene e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l'impresa si è già impegnata

*esclude ogni tipo di potenzialità latente*

- D. In un **mercato razionale** operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa, il valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nei prezzi e dunque nel valore di mercato
- E. Il valore intrinseco è normalmente il riferimento degli investitori con **orizzonte di investimento di lungo termine**
- F. In presenza di asimmetrie informative, turbamenti e spinte non razionali di mercato i prezzi – e dunque i valori di mercato – possono discostarsi in misura anche rilevante dai valori intrinseci e quindi non essere coerenti con i “fondamentali”

**non include premi o sconti**

normalmente esprime il **valore recuperabile** per un ipotetico investitore attraverso i flussi di risultato prospettici

*è un valore recuperabile attraverso l'uso dell'attività, non attraverso la sua cessione*

# Diverse tassonomie di valore

I.6.10

Le differenti configurazioni di valore possono distinguersi in VALORI SOGGETTIVI o VALORI OGGETTIVI in relazione al fatto che esprimano valori rilevanti per specifici soggetti o generici partecipanti al mercato

I **valori oggettivi** hanno la caratteristica di riflettere il valore dell'attività in sé

I **valori soggettivi** hanno la caratteristica di rispondere alla domanda “valore per chi?”

In tal senso:

- il **valore d'investimento**, il **valore negoziale equitativo** ed il **valore di liquidazione forzata** sono **valori soggettivi**
- il **valore di mercato**, il **valore intrinseco** ed il **valore di liquidazione ordinaria** sono **valori oggettivi**

# Diverse tassonomie di valore

I.6.11

Il valore di un'azienda, di una partecipazione e di un bene immateriale può esprimere un VALORE IN ATTO o un VALORE POTENZIALE

il **VALORE IN ATTO** si fonda su una base ragionevolmente obiettiva di riscontri e di assunzioni relativamente ai principali *driver* di valore

- esclude ogni ipotesi speciale e/o condizione ipotetica

Il **VALORE POTENZIALE** include anche una stima ragionevole di potenzialità per le quali non vi sono riscontri obiettivi

- considera anche il valore di benefici legati ad ipotesi speciali e/o condizioni ipotetiche
- può includere anche una stima ragionevole di potenzialità per le quali non vi sono riscontri obiettivi, ma che un operatore di mercato considererebbe alla data della valutazione

Il **valore di mercato** incorpora le potenzialità nella misura in cui i partecipanti al mercato alla data della valutazione esprimano effettivamente tale propensione

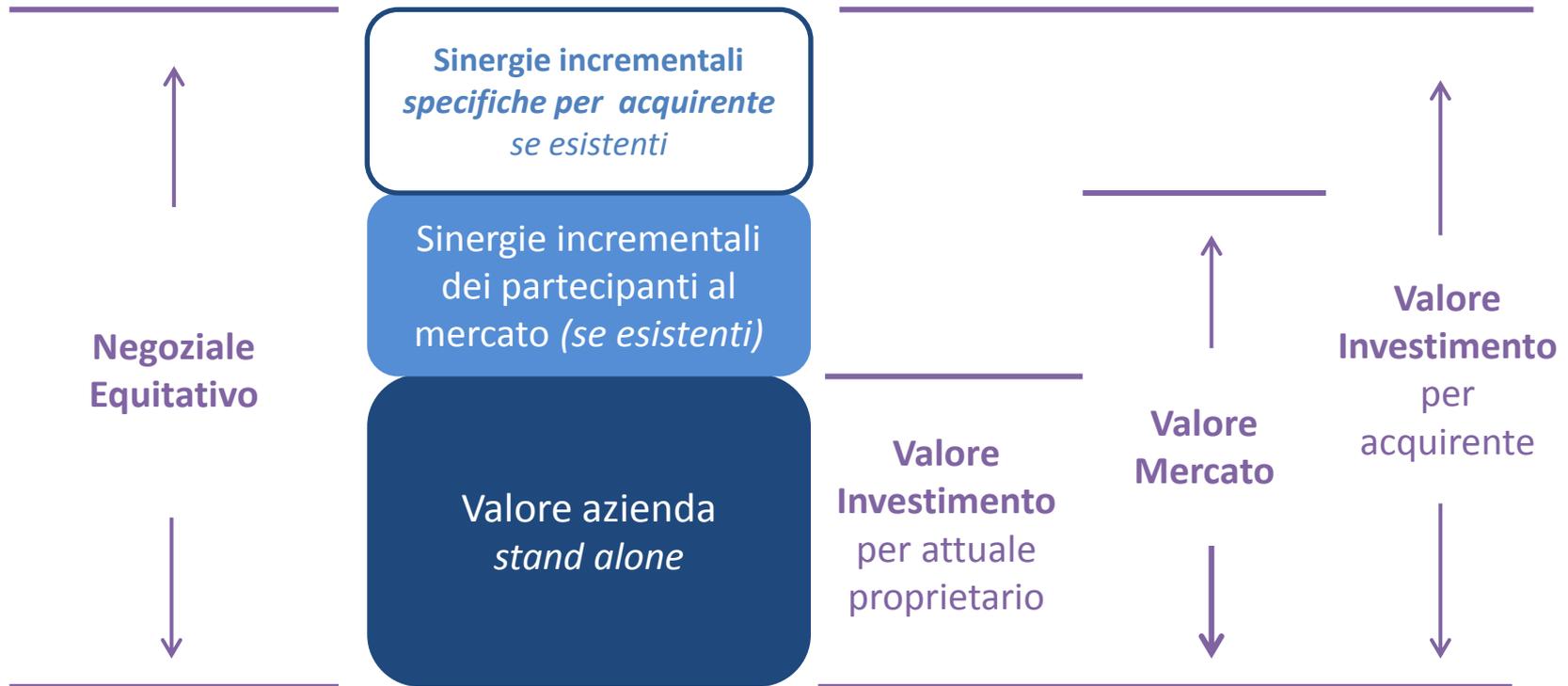
# Sintesi delle configurazioni di valore

CONFIGURAZIONE DI VALORE	TIPO	SOGGETTO	NUMERO SOGGETTI
<b>Valore intrinseco</b>	Valore	Entità	Uno
<b>Valore di mercato</b>	Prezzo	Partecipanti al mercato	Tutti i partecipanti al mercato
<b>Valore di investimento</b>	Valore	Specifico possessore	Acquirente specifico Attuale proprietario Acquirente potenziale
<b>Valore equitativo</b>	Prezzo	tra 2 specifici soggetti	Due soggetti

# Sintesi delle configurazioni di valore

CONFIGURAZIONE DI VALORE	SINERGIE	ULTERIORI ATTRIBUTI	
<b>Valore intrinseco</b>	Nessuna	Valore in atto	Valore oggettivo
<b>Valore di mercato</b>	Sinergie universali	Valore in atto o potenziale	Valore oggettivo
<b>Valore di investimento</b>	Sinergie universali Sinergie speciali	Valore potenziale	Valore soggettivo
<b>Valore equitativo</b>	Sinergie speciali	Valore potenziale	Valore soggettivo

# Riconciliazione delle configurazioni



Fonte: IVS

*Le differenze di valore possono trovare spiegazione principalmente sulla base di differenti flussi di risultato prospettici*

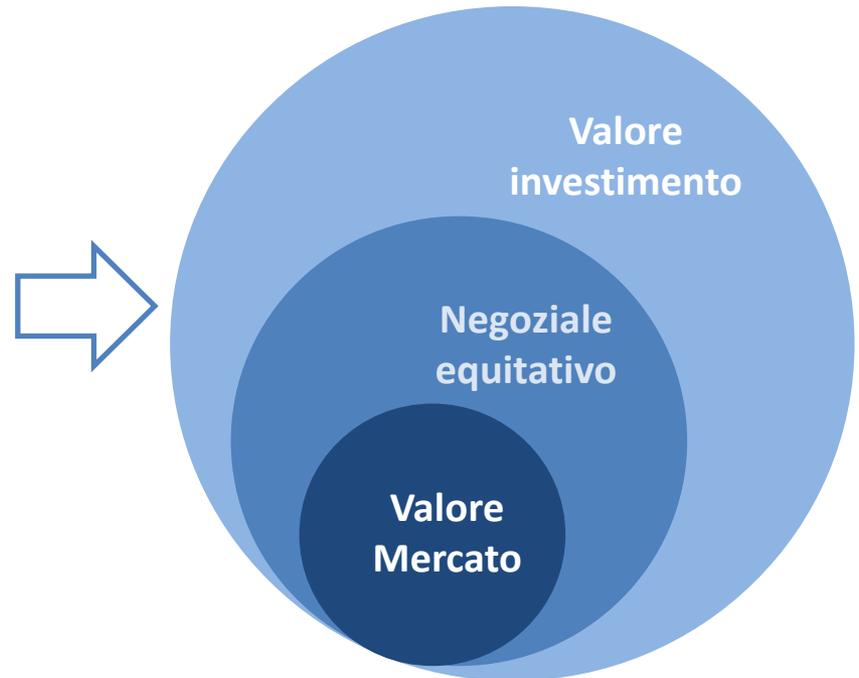
## NON ESISTE A PRIORI UNA GERARCHIA DI VALORI

non è sempre verificato, ad esempio, che i partecipanti al mercato e/o uno specifico acquirente siano in grado di aggiungere valore rispetto all'attuale proprietario

# Riconciliazione delle configurazioni

## Esempio 1

Compravendita fra due soggetti ad un prezzo (VALORE NEGOZIALE EQUITATIVO) che riflette la presenza di sinergie per lo specifico acquirente (> VALORE MERCATO) e la capacità del venditore di farsi riconoscere parte del maggior VALORE D'INVESTIMENTO attribuito dall'acquirente



## Esempio 2

L'attuale proprietario non dispone del necessario accesso al mercato dei capitali così da effettuare investimenti per espandere l'attività. Un partecipante al mercato con maggior disponibilità potrebbe riconoscerne un maggior prezzo

# Tipologie di incarico valutativo

Gli incarichi professionali attinenti ad aziende (o rami di azienda) possono assumere le seguenti forme:

quale attività svolgo?

TIPOLOGIE DI  
INCARICO  
PIV I.4.2

- A. **valutazione**
- B. **parere valutativo**
- C. **parere di congruità** (parere di merito/*fairness opinion* o parere di metodo, fra cui i pareri richiesti ai revisori ai sensi di legge)
- D. **calcolo valutativo**
- E. **revisione del lavoro di altro esperto**

# Tipologie di incarico valutativo

## I.4.3

Una **VALUTAZIONE** è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività o una passività fondato su uno **SVOLGIMENTO COMPLETO DEL PROCESSO VALUTATIVO**

**Il processo valutativo si compone di n. 5 FASI**

- 1) la formazione e l'apprezzamento della base informativa
  - 2) l'applicazione dell'analisi fondamentale
  - 3) la selezione della metodologia/e di stima più idonee agli scopi della valutazione
  - 4) l'apprezzamento dei principali fattori di rischio
  - 5) la costruzione di una razionale sintesi valutativa
- nelle valutazioni **l'esperto deve esprimere un giudizio sui piani o sulle previsioni utilizzate nella stima**  
giudizio che non consiste in un'asseverazione ed è funzionale ad apprezzarne il rischio e la coerenza complessiva
  - per OIV **le valutazioni legali devono sempre essere valutazioni e non pareri valutativi**" (principio IV.2.4)

# Tipologie di incarico valutativo

## I.4.4

Un **PARERE VALUTATIVO** (expert opinion, valuation opinion) comporta lo **SVOLGIMENTO DI UNA PARTE SOLTANTO DEL PROCESSO** finalizzato alla valutazione, alla quale l'esperto limita la propria responsabilità professionale

- all'esperto è chiesto solo un contributo tecnico specifico (che può essere strumentale ad una valutazione completa)  
*ad esempio l'individuazione di un tasso o di altro parametro di mercato*
- all'esperto è richiesta una costruzione valutativa, per la quale il mandante fornisce gli elementi di base in suo possesso, che non ritiene di dover sottoporre ad altra verifica
- all'esperto è richiesto un aggiornamento di soli alcuni parametri di una precedente valutazione  
*(compiuta da lui o da altri)*
- l'esperto svolge un processo valutativo pressoché completo, sul piano formale, ma con limitazioni nella base informativa o nell'analisi fondamentale  
*avviene ad esempio negli studi degli equity analyst*

# Tipologie di incarico valutativo

## I.4.6

gli incarichi di **CALCOLO VALUTATIVO (CALCULATION ENGAGEMENT)** non presuppongono stime di valore, ma solo il calcolo del valore di una attività o passività sulla base di formule predefinite e/o input predefiniti

- devono esplicitare che non costituiscono né valutazioni né pareri valutativi
- sono esclusivamente finalizzati all'esatto calcolo di valori convenzionali per i quali siano definiti o la formula valutativa e/o gli input  
*(ad esempio, multiplo, tasso di sconto, ecc.).*



**Il processo  
valutativo**

# Fasi del processo valutativo

## 1) Ambientazione della valutazione

In questa fase vengono definiti tutti gli elementi che caratterizzano la valutazione e che permettono poi di riconciliare la valutazione con altre svolte in tempi o con finalità differenti. Si tratta di:

- Unità di valutazione (cosa si valuta) PIV I.9
- Configurazione di valore (valore per chi ?) PIV I.6
- Scopo del lavoro (perché si valuta) PIV I.9
- Tipo di incarico (come si valuta) PIV II.2
- Data di valutazione (a quando si riferisce la valutazione) PIV I.8
- Presupposti della valutazione (azienda in funzionamento o in liquidazione) PIV III.1.8

## 2) Architettura dell'impianto valutativo

In questa fase viene disegnato lo schema complessivo della valutazione che permette di comprendere la completezza ed il respiro del lavoro compiuto. Si tratta delle scelte relative a:

- Base informativa (proiezioni, piani approvati, etc.) PIV I.5 e PIV III.1.23
- *Assumptions* (natura e limiti) PIV I.5.6
- Metodiche di valutazione (criteri principali e secondari) PIV I.14
- Fattori di rischio (trattamento del rischio) PIV I.21 e PIV I.22

# Fasi del processo valutativo

## 3) Applicazione delle tecniche di valutazione

In questa fase vengono applicati i criteri di valutazione, gli eventuali aggiustamenti ai valori stimati e l'allocazione del valore ai singoli strumenti (ad esempio azioni ordinarie e di risparmio):

- Criteri fondati sui risultati attesi (reddituale, finanziari e che esplicitano la creazione di valore) PIV III.1.31 e PIV III.1.33 e PIV.III.1.35
- Costo del capitale PIV III.1.43
- Multipli PIV III.1.38
- Criteri patrimoniali PIV III.1.28
- Aggiustamenti (Premi e sconti) PIV III.4
- Allocazione del valore a differenti strumenti PIV III.8

## 4) Formulazione della sintesi valutativa

In questa fase si formula l'opinione di valore attraverso:

- Supporti e verifiche di ragionevolezza PIV III.1
- Il giudizio finale

# Stima: processo in divenire

Unità di valutazione

Configurazione di valutazione e livello di valore

Base informativa e Analisi fondamentale

Metodica di valutazione

Criteri di valutazione

Sintesi valutativa

È necessaria un'analisi preventiva in quanto la **lettera di incarico (scritta)** deve riportare (PIV II.2):

- Oggetto
- Finalità
- Tipologia incarico
- Configurazione di valore
- Unità di valutazione
- Data di riferimento

Il processo di stima segue un iter logico ben definito, tuttavia le singole fasi non sono tra loro indipendenti perché ad esempio la scelta della metodica o dei criteri di valutazione potrebbero essere modificati in funzione dell'acquisizione della base informativa e dell'evolversi dell'analisi fondamentale

# Base informativa

La base informativa utilizzata DEVE essere RAGIONEVOLMENTE OBIETTIVA E COMPLETA (PIV I.5) dato che la valutazione deve esprimere un **giudizio informato**

Affidabilità valutazione: ↑ con utilizzo informazione

- (1) corrente
- (2) storica
- (3) prospettica

*Gli input e i dati raccolti che compongono la base informativa possono essere classificati rispetto:*

- i. al tempo (informazione storica, corrente, prospettica)
- ii. alla data di valutazione e della relazione di stima (disponibile in tale data o solo successivamente)
- iii. all'accessibilità (privata o pubblica)
- iv. alla fonte (interna o esterna)
- v. alla completezza (completa o incompleta)

Segnalare eventuali limitazioni rilevate

Potrebbero essere tali da far rinunciare al mandato

La completezza e l'obiettività della base informativa è funzionale ad una adeguata esecuzione della analisi fondamentale, da cui deriva la più coerente scelta del criterio di valutazione

# Analisi fondamentale



Il distacco dell'esperto dal piano elaborato dal management può essere dovuto solo ad esigenze tecniche di valutazione, e non a motivi di dissenso.

# Metodiche di valutazione

Tre principali **metodiche** di valutazione. **L'esperto deve spiegare le ragioni per cui non ha fatto uso di una o due metodiche** (PIV I.14.2):

**Mercato**  
(*market approach*)

*Fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione con aziende simili o identiche con riferimento alle quali sono disponibili indicazioni significative di prezzi recenti*

**Flussi attesi**  
(*income approach*)

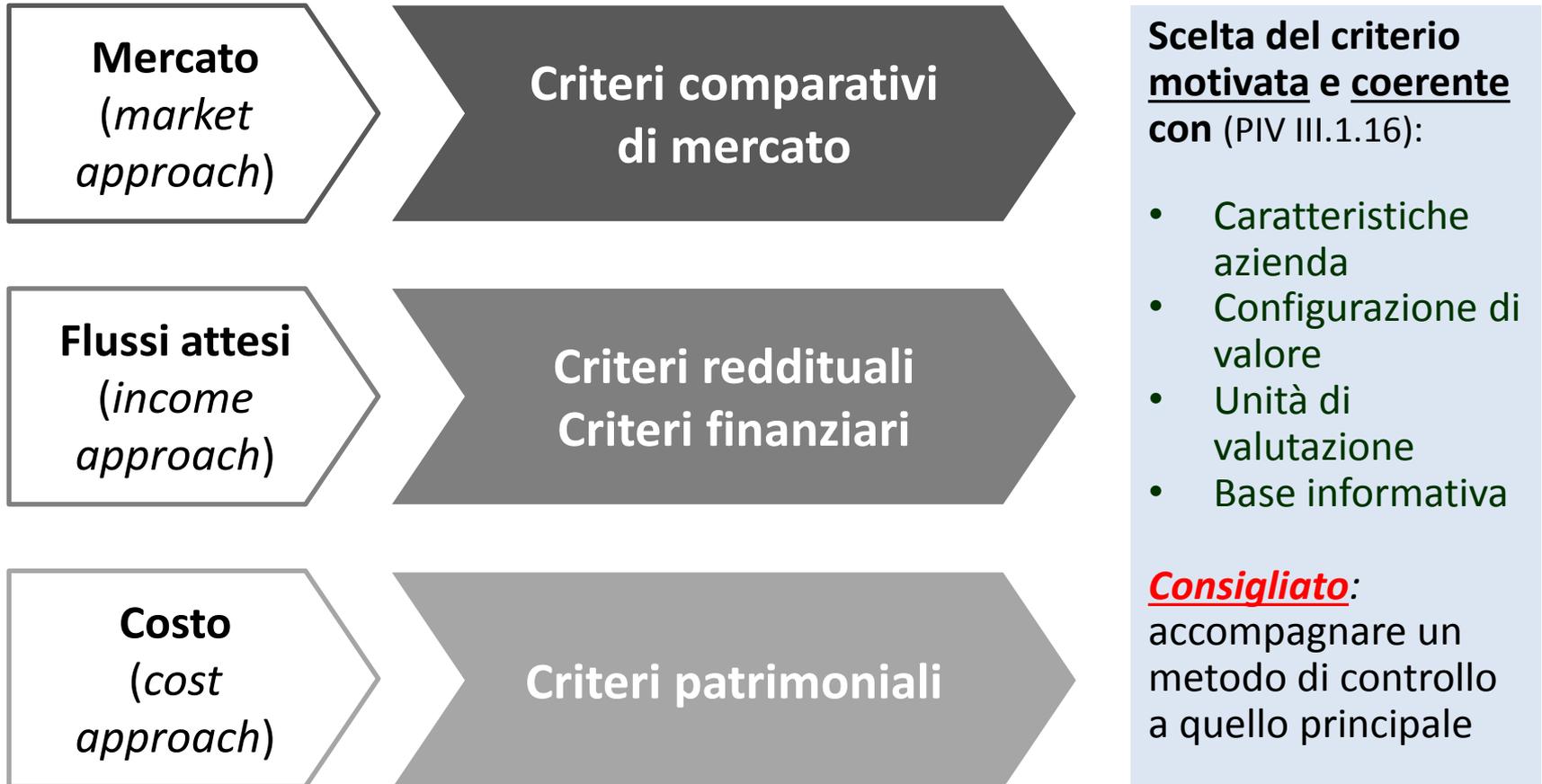
*Fornisce un'indicazione di valore basata sulla **capacità di una azienda di generare flussi di risultati per il futuro***

**Costo**  
(*cost approach*)

*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.  
(1) Costo di riproduzione (2) costo di sostituzione*

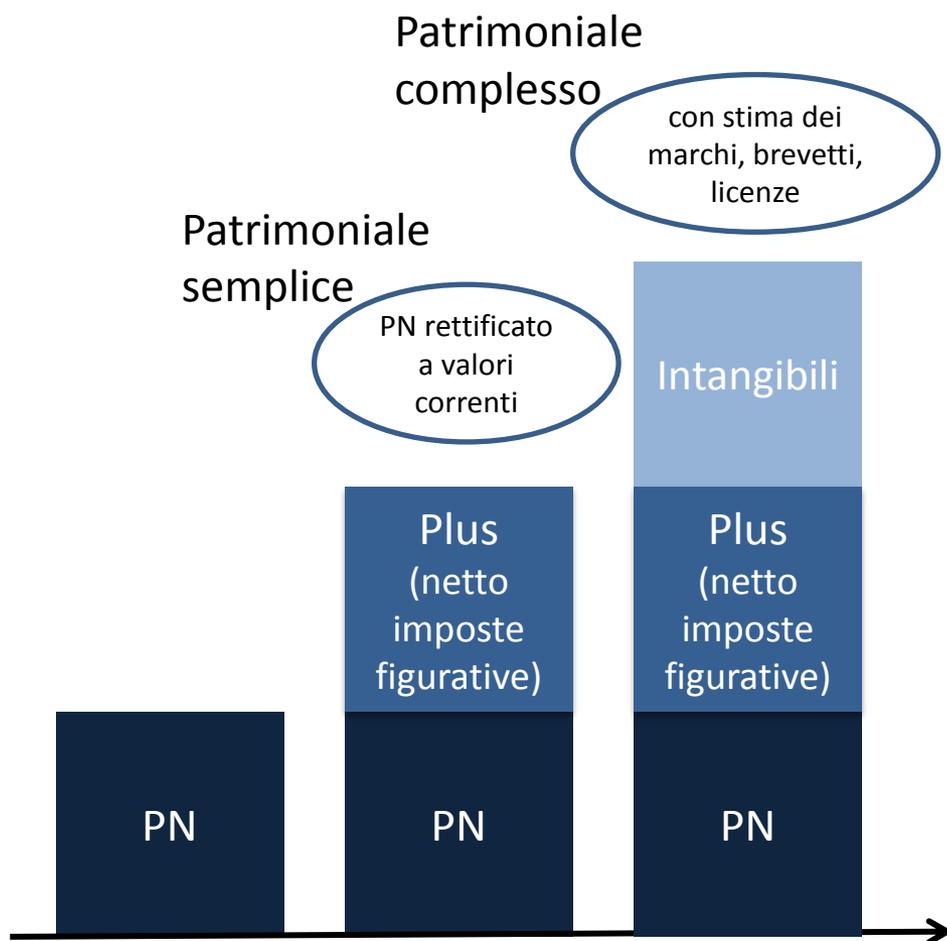
# Criteri di valutazione

I **criteri** di valutazione sono riconducibili alle metodiche generali (PIV III.1.11):



# Valutazioni di tipo Patrimoniale

*Il Valore risulta dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività (PIV III.1.28)*



È opportuno e/o necessario porre in essere un **TEST DI VERIFICA REDDITUALE** (PIV III.1.29). Il test viene superato se è presente un allineamento tra il **tasso di rendimento medio-normale atteso (R/K)** ed il **costo del capitale proprio (Ke)**

Utilizzo tendenzialmente limitato e riconducibile alla valutazione di:

- > **Immobiliari** (**NB** l'esperto deve esprimersi sulla ragionevolezza dei risultati di altri specialisti PIV I.5.2)
- > **Holding di partecipazione** (approccio per *Sum of Parts*)

# Valutazioni basate sui Flussi

**VALORE del capitale di rischio** = **valore attuale dei flussi attesi nel futuro (di cassa o reddituali)**

$$W = F(t) \cdot (1 + i)^{-t} + TV$$

**F**

Flussi (di cassa o reddituali) da attualizzare

**t**

Periodo di attualizzazione

**i**

Tasso di attualizzazione

**TV**

Terminal Value (valore terminale)



Flussi attualizzati anno per anno nel periodo di piano



Flussi attualizzati del Valore Terminale

# Valutazioni basate sui Flussi

APPROCCIO DUPLICE  
per la determinazione dell'Equity Value

ASSET SIDE

EQUITY SIDE

**PRESCINDE DALLE  
MODALITA' CON CUI  
VIENE FINANZIATO IL  
CAPITALE INVESTITO**

**Unlevered method**  
+ **Capitale investito**,  
pari alla somma dei  
**flussi** di cassa (o  
reddituali) **operativi**  
**attualizzati**  
- **Indebitamento**  
**finanziario (PFN)**  
= **Patrimonio netto**  
**(Equity Value)**

**Capitale  
investito**  
*(Enterprise  
value)*

**Posizione  
Finanziaria  
Netta**  
*(Debt value)*

**Capitale di  
rischio**  
*(Equity value)*

**CONSIDERA LE  
MODALITA' CON CUI  
VIENE FINANZIATO IL  
CAPITALE INVESTITO**

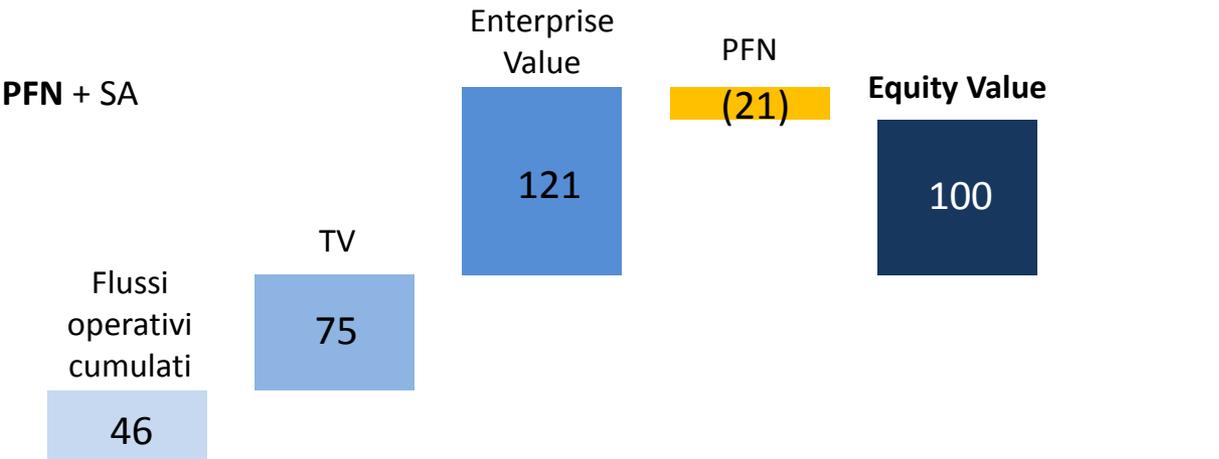
**Levered method**  
= **Patrimonio netto**  
**(Equity value)**  
determinato  
**attualizzando i flussi**  
di cassa (o  
reddituali) **netti**  
disponibili per gli  
azionisti

# Valutazioni basate sui Flussi

## In ottica *Asset side*

$$W = [ \text{UFCF} (t) \cdot (1 + \text{WACC})^{-t} + \text{TV} ] - \text{PFN} + \text{SA}$$

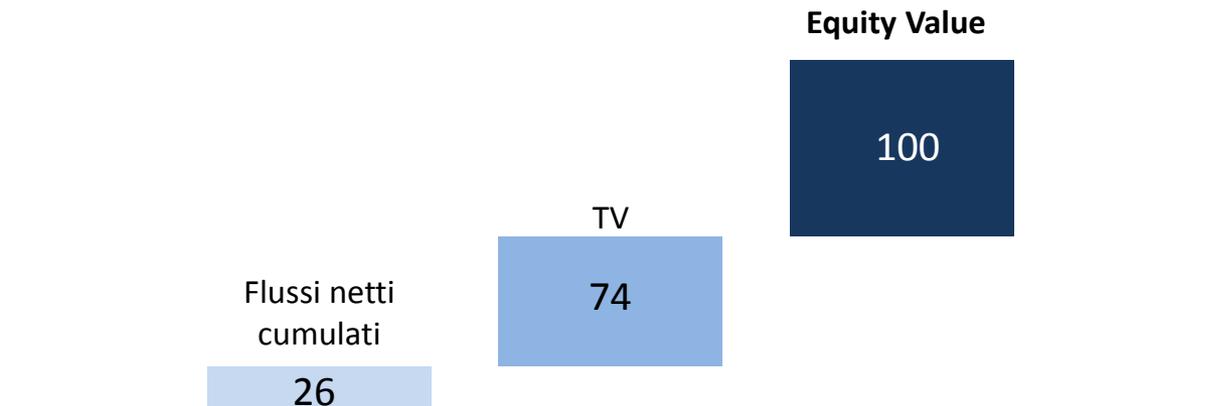
Valore del capitale determinato attualizzando i flussi di cassa (o reddituali) operativi cui detrarre poi il valore della PFN (indebitamento finanziario, di mercato)



## In ottica *Equity side*

$$W = [ \text{FCFE} (t) \cdot (1 + \text{Ke})^{-t} + \text{TV} ] + \text{SA}$$

Valore del capitale determinato attualizzando i flussi di cassa (o reddituali) direttamente disponibili per gli azionisti



# Valutazioni Redditali

*Le valutazioni reddituali sono basate, in relazione al fatto che si segua un approccio equity side o asset side, sulla capitalizzazione del reddito distribuibile di **lungo periodo** (o del risultato operativo disponibile al netto delle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata [Nopat]) dell'azienda o del ramo oggetto di stima, ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale) (PIV III.1.31)*

*In situazioni aziendali **stabilizzate** le stime di tipo reddituale sono in assoluto preferibili* (PIV III.1.32)

## Situazioni stabilizzate (c.d. steady state)

- > non si genera significativa crescita dalle risorse a disposizione: **flusso stabile**
- > flusso stabile **per un periodo indefinito**
- > crescita possibile solo reinvestendo gli utili
- > **flusso di reddito  $\approx$  flusso di cassa.**

## Forte continuità nel tempo delle condizioni si **svolgimento della gestione:**

reddito sostenibile nel lungo periodo stimato normalizzando i risultati del più recente passato e introducendo gli aggiustamenti eventualmente necessari per tenere conto di nuove condizioni future

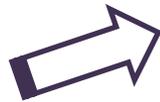
**NB** no mera proiezione al futuro dei risultati medi degli ultimi anni perché ogni stima è per sua natura **prospettica** ==> vanno verificate le condizioni di stabilità anche per il futuro

# Valutazioni di tipo Finanziario

*Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda oggetto di stima comprendono il DDM e il metodo Discounted Cash Flow (DCF); quest'ultimo nelle varianti asset side o equity side. Esse impegnano l'esperto ad una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo (PIV III.1.35)*

## Situazioni **NON** stabilizzate

- > Notevole differenza tra redditi e flussi monetari causata dall'espansione degli investimenti in capitale fisso e circolante, oppure dalla loro contrazione
- > **Solo i metodi finanziari possono tenere adeguatamente conto di tale dinamica**



L'applicazione del DCF richiede la disponibilità di un **PIANO AZIENDALE** che dovrebbe estendersi sino alla **stabilizzazione** dei driver di valore

PIV III.1.36

### Driver di valore

- risultato operativo netto imposte (Nopat)
- rendimento prospettico del capitale operativo investito (ROIC)
- reinvestment rate (IR)
- tasso (ke o wacc)

# L'analisi del Piano

## Analisi differenziata in funzione della tipologia di incarico

**VALUTAZIONE:** l'esperto **deve** esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano [*≠ da fattibilità ex L.F.*] e **ove necessario deve integrarlo con specifiche motivazioni** (PIV III.1.24):

- **Interviste** al management e ai responsabili di settore
- Verifica della natura del piano (approvato da Cda, previsioni del management)
- Identificazione della finalità del piano (**scenario medio atteso**, scenario più probabile stimato)
- **Raccolta evidenze esterne** (per confronto ipotesi)

**PARERE VALUTATIVO:** l'esperto **può non** esprimersi sulla ragionevolezza complessiva ma **deve** comunque esprimere un giudizio sulla completezza e accuratezza delle ipotesi alla base dell'informazione prospettica utilizzata, al fine di **(a) decidere se usare o meno l'informazione prospettica** e **(b) di valutare i rischi di tale informazione** (PIV III.1.25)

**PARERE DI CONGRUITÀ FINANZIARIA:** l'esperto analizza la base informativa prospettica ma non si pronuncia sulla completezza e accuratezza delle ipotesi alla base (PIV III.1.26)

**Giudizio non pienamente favorevole al piano:**

- 1) **Integrare i flussi** in base agli elementi informativi disponibili *oppure*
- 2) **Aumentare il premio per il rischio** da incorporare nel tasso di attualizzazione

**Se viene recepito il piano senza pronunciarsi sul merito si formula un parere valutativo e non una valutazione**

**NB:** le valutazioni legali ex c.c. sono valutazioni e non pareri valutativi per cui l'esperto **deve** esprimersi sul piano

# Valore terminale

L'esperto **deve prestare grande attenzione alla stima del valore terminale**, essendo consapevole del peso elevato che questo può avere sul valore finale, specie quando il flusso di risultato a regime risulta significativamente superiore a quello corrente (PIV III.1.37)

Il valore residuo aziendale o valore terminale (TV) è l'ultimo elemento da considerare ai fini della valutazione con i metodi basati sui flussi. **Si tratta di stimare il valore dei flussi successivi all'orizzonte di riferimento esaminato in dettaglio.**

Viene **attualizzato** l'ultimo **flusso di cassa "a regime"**, ossia l'ultimo **utile netto stabilizzato** se in ottica *equity side*, o l'ultimo **reddito operativo netto stabilizzato** se in ottica *asset side*.

$$TV = [F_{n+1} (1 - IR) / (i - g)] * (1 + i)^{-t}$$

Si utilizzano grandezze **economiche** perché in condizioni stabilizzate i flussi finanziari e reddituali convergono

Il fattore di crescita  $g$  può incidere in misura rilevante sul TV. Nel lungo periodo il tasso  $g$  dell'azienda tende a quello del settore, che a sua volta tende al tasso di crescita dell'economia in generale. Considerato che  $g = IR \times ROIC$ , un'azienda che reinveste il 20% (IR) del reddito operativo netto imposte prodotto (Nopat) e che abbia un ROIC (Nopat/Capitale Investito netto) prospettico del 10%, dovrebbe avere un  $g$  del 2% (detto valore non dovrebbe essere > del tasso  $g$  del settore)

# Esempio DCF *asset side*

Determinazione del valore del capitale economico						
€/000	2016	2017	2018	2019	2020	TV
EBIT	438	327	299	336	341	341
Imposte figurative	(164)	(133)	(121)	(121)	(127)	(127)
<b>NOPAT</b>	<b>274</b>	<b>194</b>	<b>178</b>	<b>215</b>	<b>214</b>	<b>214</b>
Ammortamenti e accant.	92	95	87	87	83	
Variazione TFR e altri fondi	-	18	20	16	15	
<b>Gross cash flow</b>	<b>366</b>	<b>307</b>	<b>285</b>	<b>318</b>	<b>312</b>	
Variazione capitale circ. netto	(215)	(601)	1.035	2	(51)	
Investimenti netti	(100)	(126)	(47)	(64)	(109)	
<b>Gross investment</b>	<b>(315)</b>	<b>(727)</b>	<b>988</b>	<b>(62)</b>	<b>(160)</b>	
<b>Free cash flow</b>	<b>51</b>	<b>(420)</b>	<b>1.273</b>	<b>256</b>	<b>152</b>	<b>214</b>
<b>Terminal value</b>						<b>2.187</b>
<i>periodo di attualizzazione</i>	1	2	3	4	5	5
<i>fattore di attualizzazione</i>	0,911	0,830	0,756	0,688	0,627	0,627
<b>Flussi di cassa attualizzati</b>	<b>47</b>	<b>(349)</b>	<b>962</b>	<b>176</b>	<b>95</b>	
<b>Somma flussi attualizzati</b>	<b>931</b>	a	40%			
<b>Terminal value attuale</b>	<b>1.371</b>	b	60%			
<b>Enterprise value</b>	<b>2.302</b>	= a + b				
PFN	(300)					
Surplus assets	586					
<b>Equity value</b>	<b>2.588</b>					

# Valutazioni di tipo misto

*(...) Si tratta nella sostanza di procedimenti sempre riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o nel ramo di azienda considerato e che permettono, sotto talune condizioni, di ridurre il peso attribuito al valore terminale nelle valutazioni di tipo reddituale (PIV III.1.33)*

**Criterio che coniuga l'affidabilità della dimensione patrimoniale dell'azienda e la rilevanza dei dati reddituali prospettici**

**Può essere utilizzato sia nelle situazioni stabilizzate sia nelle situazioni non stabilizzate**

$$W = K' + (R - iK') \times (1+i)^{-t}$$

ORIZZONTE  
LIMITATO

ORIZZONTE  
ILLIMITATO

Nelle valutazioni d'azienda è frequentemente assunto un **orizzonte temporale illimitato**. Se l'ipotesi non è realistica bisogna segnalare i criteri per l'individuazione dell'arco temporale (PIV III.1.17)

Secondo i PIV i metodi misti nascono come **metodi di controllo** di quelli basati sui flussi per verificare l'effettiva creazione di valore

# Valutazioni comparative di mercato

*Le valutazioni comparative comportano l'applicazione, a grandezze aziendali rilevanti, di moltiplicatori (o «multipli») ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili. Rappresentano stime finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda oggetto di esame (PIV III.1.38)*

**Vantaggi** individuato il multiplo del campione il calcolo è piuttosto semplice

**Svantaggi** elevati rischi di errore legati ad una non corretta analisi (i) della redditività rispetto alle comparabili, (ii) delle aspettative di crescita e (iii) del rischio connesso all'attività e alla singola azienda → consigliato l'utilizzo di regressioni lineari (value map)

## Multipli asset side

- EV/ricavi (EV/Sales)
- EV/Ebitda
- EV/Ebit
- EV/CI (cap. investito netto)
- EV/FCFO (flussi di cassa operativi)

## Multipli equity side

- P/utile (P/Earning)
- P/PN (P/Equity)
- P/FCFE (flussi di cassa netti)

## Multiplo asset side EV / EBITDA

comparabile quotata 1	6,02
comparabile quotata 2	5,30
comparabile quotata 3	6,17
comparabile quotata 4	4,65
comparabile quotata 5	7,50
Valori massimi	7,50
Valori minimi	4,65
Valori medi	5,93
<b>Valori mediani (a)</b>	<b>6,02</b>
<b>EBITDA società (b)</b>	<b>100</b>
<b>EV (enterprise value) (c = a x b)</b>	<b>602</b>
<b>PFN (d)</b>	<b>(200)</b>
<b>Equity Value (e = c + d)</b>	<b>402</b>

*Società non quotata: applicare sconto per mancanza di liquidità*

# Tasso di attualizzazione

- Il modello cui fare normalmente riferimento è quello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) (PIV III.1.44)
- Si devono precisare le fonti utilizzate e le ragioni delle scelte (PIV III.1.43)

## Asset side

### WACC - *Weight Average Cost of Capital*

- È il Costo medio ponderato del capitale, ossia la media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito
- **Il WACC è il tasso minimo che un'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per remunerare i creditori, gli azionisti e gli altri fornitori di capitale**
- Il WACC è quindi calcolato tenendo conto del peso relativo di ciascuna componente della struttura del capitale (proprio e di debito)

## Equity side

### Ke – *Cost of Equity*

- Il Cost of equity è il costo del capitale proprio (rendimento atteso del capitale di rischio)
- **Il Costo del capitale proprio è il tasso minimo che un'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per remunerare gli azionisti**

# WACC – Costo medio ponderato del capitale

$$WACC = K_e * E/(D+E) + K_d(1-t) * D/(D+E)$$

## Cost of Equity

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + \alpha$$

**Cost of Equity:** rappresenta il rendimento medio atteso del capitale azionario

1. **Rf (Risk free rate):** tasso privo di rischio del Paese oggetto di analisi
2. **Rm – Rf (ERP: equity risk premium):** è il Premio di mercato per il rischio azionario (rinvenibile da fonti esterne). Non deve includere il rischio paese se già compreso nel Risk free rate
3. **Beta:** il parametro  $\beta$  misura il rischio sistematico non diversificabile di un asset nel mercato; misura la correlazione fra i rendimenti attesi dell'investimento e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento
4.  **$\alpha$ :** rischio specifico dell'azienda (es. Small size premium, sommato al costo del capitale per tener conto della > rischiosità delle piccole aziende nel reperire finanziamenti)

## Cost of Debt post tax

$$K_d \cdot (1-t)$$

**Cost of Debt:** è il tasso teorico di rifinanziamento a titolo oneroso, al netto della fiscalità media effettiva “ $t$ ” della Società (applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari)

Deve essere quindi individuata la:

- **struttura finanziaria prospettica sostenibile** dalla Società, definibile, ad esempio, in base a valori medi rilevati su un campione di società comparabili (nell'assunzione che, nel lungo periodo, la struttura finanziaria della Società si allineerà a quella dei suoi *competitors*)

## Rapporto di Indebitamento e Costi di dissesto:

in presenza di rapporti di indebitamento elevati il wacc non potrà essere  $\leq k_e$  (come solitamente è) poiché i costi di dissesto più che compensano i benefici fiscali connessi alla deducibilità degli OF

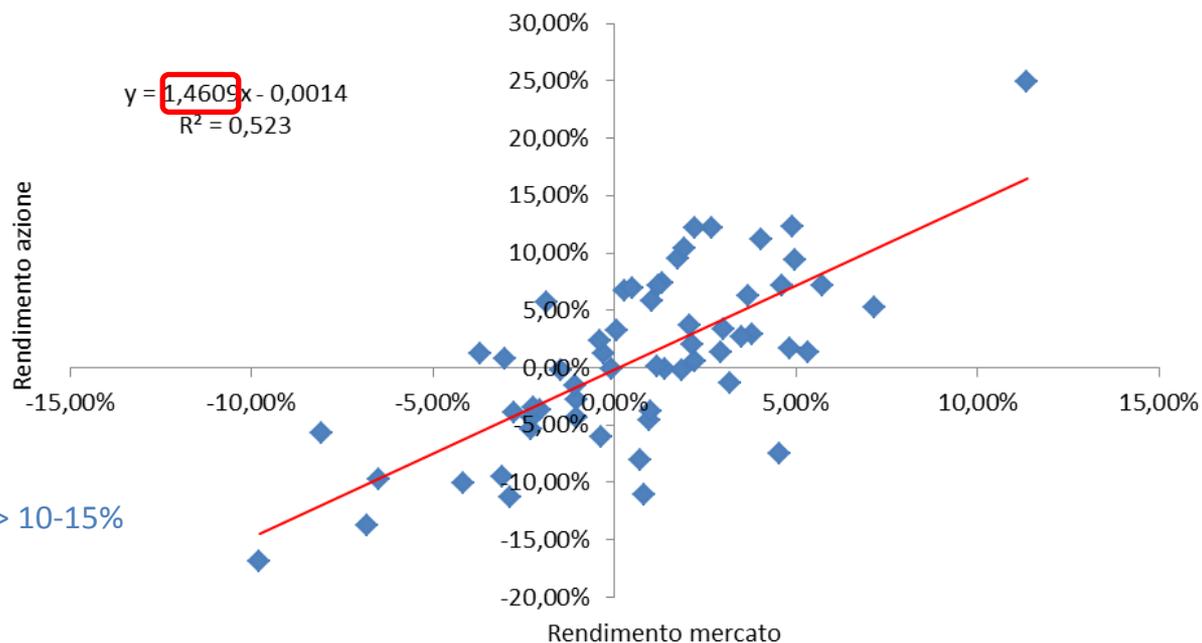
# WACC – Costo medio ponderato del capitale

**Coefficiente Beta:** indicatore di rischio sistematico di un asset nel mercato. È la pendenza della retta di regressione tra i rendimenti del titolo e del portafoglio di mercato.

Misurazione: **(1)** individuazione società quotate comparabili, il cui Beta deve essere statisticamente significativo **(2)** conversione dei Beta *levered* comparabili in *unlevered* e **(3)** riconversione in Beta *levered* in funzione della struttura finanziaria dell'azienda (formula di Hamada)

**Titolo** Johnson Controls Inc  
**Indice borsa** NYSE  
**Data** 14/10/15  
**Periodo** 5 anni  
**Frequenza** mensile

Statistica della regressione	
R multiplo	0,7232
R al quadrato	52,30%
R al quadrato corretto	51,46%
Errore standard	0,0525
Osservazioni	59



> 10-15%

	Coefficienti	Errore standard	Stat t	Valore di significatività
Intercetta	-0,0014	0,0069	-0,2013	84,12%
<b>Beta</b>	<b>1,4609</b>	0,1848	<b>7,9050</b>	0,00%

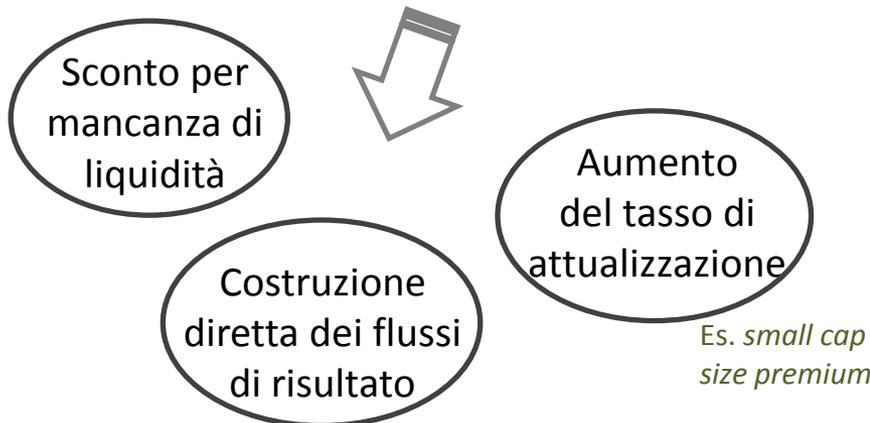
> 1,96 / 2

# Adattamenti per PMI e Sintesi valutativa

## Valutazione di società non quotate e di minori dimensioni (PIV III.2.3)

L'applicazione di metodiche di mercato e l'utilizzo di parametri (**tassi**, premi e sconti ) desumibili dal mercato comporta alcune **criticità** nella stima di società non quotate di minori dimensioni:

- Rischio sistematico
- Rischio specifico
- Disponibilità o meno di piani formalizzati



## Sintesi delle valutazioni (PIV III.1.42)

**Formulazione di una sintesi razionale, scritta, delle diverse indicazioni di valore ottenute**

### Da inserire:

- richiamo agli aspetti critici del processo valutativo
- Motivare la  $\neq$  tra risultati derivanti dall'applicazione dei metodi basati sui flussi e sui multipli (valore mercato)

### Da evitare:

- > l'applicazione di semplici medie a valori molto dispersi
- > la presentazione di range di valore così ampi da rendere troppo discrezionale la decisione su cui si basa la stima ( $\Delta$  10-15% intorno ad un valore puntuale è ragionevole)



**Valutazioni legali  
e di M&A - cenni**

# La componenti di valore nell'M&A



## BUY SIDE

### IV.1.1

Le valutazioni finalizzate ad **OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE** richiedono stime articolate: esigenza di valutare i benefici in capo ad un acquirente specifico derivanti dalla gestione unitaria delle attività dell'acquirente stesso e dalla *target company*

### IV.1.2

Il **VALORE DI ACQUISIZIONE** è formato da **quattro addendi**:

- 1) il **valore as is** della target-company;
- 2) il valore degli **eventuali efficientamenti gestionali**
- 3) il valore delle **sinergie divisibili** attese dall'operazione
- 4) il valore dei **benefici privati** (anche sinergie indivisibili) attesi dall'operazione

# La componenti di valore nell'M&A

## IV.1.3

Le **sinergie** che misurano i benefici attesi dalla gestione unitaria di società acquirente e *target company* possono riguardare:

- le aree operativa o finanziaria
- il profilo di rischio aziendale

## IV.1.5

I **benefici privati** individuano i flussi di risultati a favore dell'acquirente che si generano al di fuori della *target company*.

*“privati” perché non si ripartiscono anche a favore di eventuali altri azionisti della target company (sono quindi indivisibili)*

**IL VALORE DI ACQUISIZIONE può essere differente per ogni specifico potenziale acquirente:** l'entità dei flussi attesi è infatti funzione anche dei benefici relativi all'integrazione delle attività dell'acquirente stesso e della *target company*

e

individua il prezzo massimo che eguaglia il valore attuale dei flussi attesi

*se il prezzo effettivamente pagato è pari al valore di acquisizione, il Net Present Value dell'operazione si annulla*

# La componenti di valore nell'M&A



IV.1.7

Le valutazioni finalizzate a **OPERAZIONI DI CESSIONE** pongono problemi analoghi – ma speculari - a quelli di stima del valore di acquisizione: scopo di tali valutazioni è la determinazione dell'utilità complessivamente perduta, in caso di cessione d'azienda, dai titolari del suo capitale

Il **VALORE DI CESSIONE** individua il prezzo minimo che compensa l'utilità (positiva o negativa) perduta del venditore.

E' costituito da **due parti ideali**:

- il valore stand alone dell'azienda;
- il valore degli eventuali benefici privati in capo al venditore

# Le componenti di valore nell'M&A



# Valutazioni legali

Si tratta delle **VALUTAZIONI DISCIPLINATE DAL CODICE CIVILE**

- aumenti di capitale
- fusione e scissione
- trasformazione e conferimento
- recesso

## IV.2.1-11

In una **valutazione legale** l'esperto DEVE:

- A. identificare la **sostanza economica dell'operazione**  
*operazioni con diversa forma giuridica possono avere analoga sostanza economica*
- B. conoscere adeguatamente la **disciplina legislativa di riferimento**
- C. comprendere **responsabilità e ruolo** che riveste nelle valutazioni per scopi di garanzia societaria
- D. predisporre una **valutazione piena** (e non un parere valutativo)
- E. essere consapevole che organi amministrativi aziendali e terzi devono essere in grado di **seguire tutti gli sviluppi del processo valutativo e riprodurre i calcoli**
- F. **escludere ipotesi speciali** (che un partecipante al mercato non formulerebbe)
- G. indicare le **difficoltà** incontrate nella valutazione e porre particolare attenzione ai **fattori di rischio**

# Il recesso

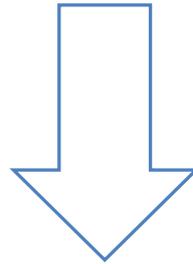


UNITÀ DI  
VALUTAZIONE

IV.6.1

è rappresentata dall'**AZIENDA NEL SUO COMPLESSO**

Il valore della **singola azione** è calcolato pro-quota



- **NON** sono applicabili né premi di maggioranza, né sconti di minoranza
- Sono applicabili i cd. "*entity level discount*"  
*discount to NAV, Key person discount, Holding discount, ...*

# Il recesso

## CONFIGURAZIONE DI VALORE



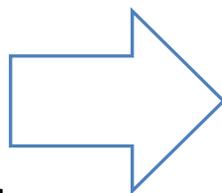
### IV.6.2

La configurazione di valore di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso è il **VALORE INTRINSECO** in quanto esprime ciò a cui l'azionista che recede rinuncia

### IV.6.3

Il valore intrinseco deve esprimere il **VALORE IN ATTO** e non il valore potenziale dell'azienda.

Deve riferirsi all'impresa "as is" senza riflettere i benefici attesi dalle decisioni che hanno fatto scattare il recesso



- Garanzia del rispetto della *ratio* della norma: no al trasferimento di ricchezza tra soci
- Valore come funzione della redditività degli *asset in place* e delle opportunità di crescita (*per le quali la società si è già impegnata*)
- Espressione della realtà operativa dell'impresa così com'è gestita nel momento in cui scatta il recesso
- Sulla base della struttura finanziaria corrente  
*prerequisito per evitare trasferimento ricchezza tra soci*
- stimabile con criteri del reddito, del mercato, del costo (come previsto dalla norma)

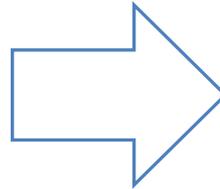
# Il recesso



## CASI PARTICOLARI

### IV.6.4.

Nei casi particolari di società che si caratterizzano per un profilo di assorbimento di cassa, incapacità di distribuire dividendi, esigenze di riequilibrio finanziario, è necessario considerare nella stima del valore intrinseco anche uno **SCONTO CHE RIGUARDA L'AZIENDA NEL SUO COMPLESSO**



Il valore intrinseco si riduce qualora il recesso richieda potenziale intervento di azionisti per essere sostenuto (*ad esempio rinuncia a dividendi, sottoscrizione di futuri aumenti di capitale, ricorso a terzi finanziatori*)

**SCONTO PER RISCHIO DI DILUIZIONE (POST MONEY)**

# REVIDERE

Revidere Società di Revisione S.r.l.

Via A. Dominutti 2, Verona

[www.revidere.it](http://www.revidere.it)

**contatti:**

**[michele.zampieri@revidere.it](mailto:michele.zampieri@revidere.it)**

**VALEBO**  
AGNOLI • ZAMBONI ASSOCIATI

*a misura di valore*

Valebo - Agnoli Zamboni Associati

Via A. Diaz 18, Verona

Via G. Giusti 24, Udine

[www.valebo.it](http://www.valebo.it)

**contatti:**

**[zamboni@valebo.it](mailto:zamboni@valebo.it)**