ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

FONDAZIONE COMMERCIALISTI
ODCEC di MILANO

La finanza aziendale – risk management

il terzo pilastro degli adeguati assetti

Il rischio in ottica aziendalistica: aspetti normativi e applicazione pratica

Marco Fantoni

18 dicembre 2023

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

FONDAZIONE COMMERCIALISTI ODCEC di MILANO

AGENDA

- ADEGUATI ASSETTI, CONTINUITA' AZIENDALE E ANALISI DEI RISCHI
- PRINCIPI FONDAMENTALI DELLA TEORIA DEL VALORE
- VALUTAZIONE DELLE IMPRESE
- IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Inquadramento normativo (i)

Art. 2 Definizioni

Ai fini del presente codice si intende per:

1. **«crisi»**: lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi
2. **«insolvenza»**: lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni

Parte II Modifiche al Codice civile

Art. 375 Assetti organizzativi dell'impresa

1. La rubrica dell'articolo 2086 del codice civile è sostituita dalla seguente: «Gestione dell'impresa»
2. All'articolo 2086 del codice civile, dopo il primo comma è aggiunto il seguente:

   «*L'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*»

Inquadramento normativo (ii)

Principi generali - Sezione I Obblighi dei soggetti che partecipano alla regolazione della crisi o dell'insolvenza

Art. 3 Adeguatezza delle misure e degli assetti in funzione della rilevazione tempestiva della crisi d'impresa

1. *L'imprenditore individuale deve adottare misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e assumere senza indugio le iniziative necessarie a farvi fronte*
2. *L'imprenditore collettivo deve istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato ai sensi dell'articolo 2086 del codice civile, ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi e dell'assunzione di idonee iniziative*
3. *Al fine di prevedere tempestivamente l'emersione della crisi d'impresa, le misure di cui al comma 1 e gli assetti di cui al comma 2 devono consentire di:*
   a) *rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore;*
   b) *verificare la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale almeno per i dodici mesi successivi e rilevare i segnali di cui al comma 4;*
   c) *ricavare le informazioni necessarie a utilizzare la lista di controllo particolareggiata e a effettuare il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento di cui all'articolo 13, al comma 2 (composizione negoziata)*

Inquadramento normativo (iii)

4. Costituiscono segnali per la previsione di cui al comma 3:
   a) *l'esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno trenta giorni pari a oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni*
   b) *l'esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno novanta giorni di ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti*
   c) *l'esistenza di esposizioni nei confronti delle banche e degli altri intermediari finanziari che siano scadute da più di sessanta giorni o che abbiano superato da almeno sessanta giorni il limite degli affidamenti ottenuti in qualunque forma purché rappresentino complessivamente almeno il cinque per cento del totale delle esposizioni*
   d) *l'esistenza di una o più delle esposizioni debitorie previste dall'articolo 25-novies, comma 1*

Dovere già presente nell'ordinamento (Art. 149 TUF, D.lgs. 231/2001, artt. 2403 e 2381 c.c.); art. 2403; obbligo di assetti come declinazione del principio di corretta amministrazione.

Novità: obbligo di predisposizione degli assetti a prescindere dalla tipologia di organizzazione societaria; estensione dell'obbligo a tutte le imprese collettive (S.r.l. e società di persone); assetti come presidi contro la crisi e la perdita di continuità aziendale

Continuità aziendale – art. 2428 c.c.

Il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta.

L'analisi di cui al primo comma è coerente con l'entità e la complessità degli affari della società e contiene, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione, gli indicatori di risultato finanziari e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale. L'analisi contiene, ove opportuno, riferimenti agli importi riportati nel bilancio e chiarimenti aggiuntivi su di essi.

Dalla relazione devono in ogni caso risultare:

[5) i fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio;]

6) l'evoluzione prevedibile della gestione.

6-bis) in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio:

a) gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste;
b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari.

Continuità aziendale – OIC 11

21. L'articolo 2423-bis, comma 1, n. 1, del codice civile, prevede che la valutazione delle voci di bilancio sia fatta nella prospettiva della continuazione dell'attività e quindi tenendo conto del fatto che l'azienda costituisce un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito.

22. Nella fase di preparazione del bilancio, la direzione aziendale deve effettuare una valutazione prospettica della capacità dell'azienda di continuare a costituire un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito per un prevedibile arco temporale futuro, relativo a un periodo di almeno dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio.

Nei casi in cui, a seguito di tale valutazione prospettica, siano identificate significative incertezze in merito a tale capacità, nella nota integrativa dovranno essere chiaramente fornite le informazioni relative ai fattori di rischio, alle assunzioni effettuate e alle incertezze identificate, nonché ai piani aziendali futuri per far fronte a tali rischi ed incertezze.

Dovranno inoltre essere esplicitate le ragioni che qualificano come significative le incertezze esposte e le ricadute che esse possono avere sulla continuità aziendale.

Il Principio contabile internazionale (IAS) 1 richiede che la direzione valuti la capacità dell'impresa di continuare a operare come un'entità in funzionamento

Continuità aziendale – ISA 570

A3. Seguono esempi di eventi o circostanze che, considerati individualmente o nel loro complesso, possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità dell'impresa di continuare ad operare come un'entità in funzionamento. Tale elenco non è esaustivo e la presenza di uno o alcuni degli elementi riportati di seguito non implica necessariamente l'esistenza di un'incertezza significativa.

Indicatori finanziari:

- situazione di deficit patrimoniale o di capitale circolante netto negativo;
- prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine;
- indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori;
- bilanci storici o prospettici che mostrano flussi di cassa negativi;
- principali indici economico-finanziari negativi;
- consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività utilizzate per generare i flussi di cassa;
- difficoltà nel pagamento di dividendi arretrati o discontinuità nella distribuzione di dividendi;
- incapacità di pagare i debiti alla scadenza;
- incapacità di rispettare le clausole contrattuali dei prestiti;
- cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori, dalla condizione "a credito" alla condizione "pagamento alla consegna";
- incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti ovvero per altri investimenti necessari.

Continuità aziendale – ISA 570

Indicatori gestionali:

- intenzione della direzione di liquidare l'impresa o di cessare le attività;
- perdita di membri della direzione con responsabilità strategiche senza una loro sostituzione;
- perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti;
- difficoltà con il personale;
- scarsità nell'approvvigionamento di forniture importanti;
- comparsa di concorrenti di grande successo.

Altri indicatori:

- capitale ridotto al di sotto dei limiti legali o non conformità del capitale ad altre norme di legge, come i requisiti di solvibilità o liquidità per gli istituti finanziari;
- procedimenti legali o regolamentari in corso che, in caso di soccombenza, possono comportare richieste di risarcimento cui l'impresa probabilmente non è in grado di far fronte;
- modifiche di leggi o regolamenti o delle politiche governative che si presume possano influenzare negativamente l'impresa;
- eventi catastrofici contro i quali non è stata stipulata una polizza assicurativa ovvero contro i quali è stata stipulata una polizza assicurativa con massimali insufficienti.

La rilevanza di tali eventi o circostanze può spesso essere attenuata da altri fattori. Ad esempio, il fatto che un'impresa non sia in grado di saldare i debiti ordinari può essere compensato da un piano della direzione volto al mantenimento di adeguati flussi di cassa con strumenti alternativi, quali la cessione di attività, la rinegoziazione dei termini di pagamento dei prestiti o l'aumento di capitale. Analogamente, la perdita di un importante fornitore può essere attenuata dalla disponibilità di un'adeguata fonte alternativa di approvvigionamento.

PRINCIPIO DI REVISIONE INTERNAZIONALE (ISA ITALIA) N. 570 CONTINUITÀ AZIENDALE Collegamento con DM marzo 2023

situazione di deficit patrimoniale o di capitale circolante netto negativo;

eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine;

prestiti prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso

indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori;

bilanci storici o prospettici che mostrano flussi di cassa negativi;

perdita di membri della direzione con responsabilità strategiche senza una loro sostituzione;

INCAPACITA' MANAGERIALE

perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti;

difficoltà con il personale;

scarsità nell'approvvigionamento di forniture importanti;

Incapacità a restare sul mercato a condizione economiche soddisfacenti e/o riduzione dello EBITDA,

comparsa di concorrenti di grande successo. principali indici economico-finanziari negativi;

Difficoltà ad adeguare la struttura dei costi a dinamiche negative del mercato, strutturale o congiunturale

incapacità di rispettare le clausole contrattuali ;

procedimenti legali o regolamentari in corso che, in caso di soccombenza, possono comportare richieste di risarcimento cui l'impresa probabilmente non è in grado di far fronte;

modifiche di leggi o regolamenti o delle politiche governative che si presume possano influenzare negativamente l'impresa;

eventi catastrofici contro i quali non è stata stipulata **una polizza assicurativa ovvero contro i quali è stata stipulata una polizza assicurativa con massimali insufficienti.**

La continuità e il rischio

a. un grave ma plausibile calo dei ricavi o dei margini di profitto di un cliente;

b. un evento di perdita operativa grave ma plausibile;

c. il verificarsi di gravi ma plausibili problemi di gestione;

d. il fallimento di un importante partner commerciale, cliente o fornitore;

e. un grave ma plausibile danno alla reputazione;

f. un grave ma plausibile deflusso di liquidità, modifiche dei finanziamenti o un aumento della leva finanziaria di un cliente;

g. variazioni sfavorevoli dei prezzi dei beni a cui il cliente è prevalentemente esposto (ad esempio, come materie prime o prodotti finali) e dei tassi di cambio;

h. un grave ma plausibile rallentamento macroeconomico;

i.una grave ma plausibile contrazione dei settori economici in cui operano il cliente e i suoi clienti;

j. una variazione significativa del rischio politico, normativo e geografico;

k. un aumento significativo ma plausibile del costo del finanziamento, ad esempio un aumento del tasso di interesse di 200 punti base su tutte le linee di credito del cliente.

Takeaways

Secondo la ***Teoria del Valore*** (Guatri), "*l'impresa, in una economia di mercato, perdura e si sviluppa solo generando nuovo valore: perciò la creazione di valore è la ragione essenziale della sua sopravvivenza a lungo termine*" -> ***Value seeking attitude***
I fondamenti sono:

- Consapevolezza che l'impresa, inevitabilmente, nel corso del suo ciclo di vita dovrà affrontare momenti di crisi, segue necessità del "*risanamento permanente*"

- La crisi può essere correlata sia ad eventi aziendali ma anche al mutamento dell'ambiente esterno

- Il risanamento, specularmente, è la ripresa della capacità di generare valore, correlata o conseguente, alla rinnovata sintonia anche con l'ambiente esterno

$$W = R/i$$

W = Firm Value
R = expected income or expected cash flows
i = expected rate of return – i.e. Ke costo del capitale investito

ADEGUATI ASSETTI – inquadramento normativo

La disposizione fa ricadere sull'imprenditore, sia in forma societaria che in forma collettiva, un triplice obbligo, vale dire di:

- *istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato;*
- *istituire tale assetto anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi di impresa e della perdita della continuità;*
- *attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale.*

Sia l'art. 2086, secondo comma, c.c., sia l'art. 3, commi primo e secondo, individuino una sequenza temporale delle iniziative che l'imprenditore – o l'organo di amministrazione – debba assumere anche e soprattutto per superare la crisi (il "collettivo" anche per il recupero della continuità). Il primo obbligo "di attivazione" riguarda l'istituzione degli assetti – qualora si tratti di impresa collettiva o società – ovvero l'adozione di misure idonee qualora si tratti di impresa individuale.
Nell'ambito dell'attività di gestione, si tratterà di approntare procedure che possano garantire l'efficacia e l'efficienza della gestione dei rischi e del sistema di controllo interno, nonché la completezza, la tempestività e l'attendibilità dei flussi informativi tra le funzioni della società e tra queste e le funzioni di altre società del gruppo (se esistenti), nonché di individuare indici e parametri segnaletici che consentano di evidenziare segnali di allarme (al fine della emersione anticipata della crisi). L'ordinamento stabilisce che l'assetto sia adeguato rispetto al **profilo dimensionale** della società e rispetto alla natura dell'**attività di impresa effettivamente esercitata**.

ADEGUATI ASSETTI – inquadramento normativo

L'ordinamento delle società di capitali individua una ripartizione di competenze tra differenti organi societari per garantire che, una volta istituiti, gli assetti risultino adeguati. E infatti, come si evince dalle previsioni recate dagli artt. 2381 e 2403 c.c.:

• gli organi delegati curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa;
• il consiglio di amministrazione, sulla base delle informazioni ricevute dagli organi delegati, valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile e il generale andamento della gestione;
• il collegio sindacale vigila sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento.

Art. 2086 c.c.**:** incentrato sulla gestione dell'impresa;
Art. 2403 c.c.: i doveri del collegio sindacale;
Art. 3, Codice della crisi: è inerente all'idoneità delle misure e all'adeguatezza degli assetti in funzione della rilevazione tempestiva della crisi

ADEGUATI ASSETTI – organizzativo

Restringendo l'analisi all'ambito delle società non quotate, ad esempio, secondo le Norme di comportamento, si intende per assetto organizzativo:

(i) il sistema di funzionigramma e di organigramma, il complesso delle direttive e delle procedure stabilite per garantire che il potere decisionale sia assegnato ed effettivamente esercitato a un appropriato livello di competenza e responsabilità,

(ii) il complesso procedurale di controllo,

(iii) flussi informativi attendibili e efficaci tra organi e funzionali aziendali.

ADEGUATI ASSETTI – organizzativo

L'assetto organizzativo può definirsi adeguato quando, in relazione alle dimensioni e alla complessità della società, alla natura e alle modalità di perseguimento dell'oggetto sociale:

- dia evidenza dell'organizzazione gerarchica;
- presenti un organigramma aziendale con chiara identificazione delle funzioni, dei compiti e delle linee di responsabilità;
- dia evidenza dell'attività decisionale e direttiva della società da parte dell'amministratore delegato nonché dei soggetti ai quali sono attribuiti i relativi poteri;
- includa procedure che assicurano l'efficienza e l'efficacia della gestione dei rischi e del sistema di controllo, nonché la completezza, la tempestività, l'attendibilità e l'efficacia dei flussi informativi anche con riferimento alle società controllate;
- comprenda procedure che assicurino la presenza di personale con adeguata professionalità e competenza a svolgere le funzioni assegnate e che garantiscano un ordinato e regolare andamento della gestione;
- preveda chiare direttive e procedure aziendali, loro aggiornamento ed effettiva diffusione.

L'obiettivo è quello di assicurare l'istituzione e, conseguentemente, accertare l'esistenza di procedure interne all'organizzazione che risultino adeguate rispetto alle esigenze di business e di governance in termini sia di professionalità che di capacità di raggiungere gli obiettivi strategici e operativi, nonché di istituire e regolamentare i flussi informativi tra organi e funzioni aziendali

ADEGUATI ASSETTI – amministrativo contabile

Per quanto attiene al sistema amministrativo-contabile, le Norme di comportamento ne forniscono una definizione in termini di *insieme delle direttive, delle procedure e delle prassi operative dirette a garantire la completezza, la correttezza e la tempestività di una informativa societaria attendibile, in accordo con i principi contabili adottati dall'impresa*. Pur essendo parte del complessivo assetto organizzativo della società, l'assetto amministrativo e l'assetto contabile restano tra di loro distinti.

L'**assetto amministrativo** è riferibile a una dimensione dinamico – funzionale dell'organizzazione, intendendosi per tale l'insieme delle procedure e dei processi atti ad assicurare il corretto e ordinato svolgimento delle attività aziendali e delle singole fasi.
L'assetto contabile rappresenta una parte degli assetti amministrativi istituiti per una corretta traduzione contabile dei fatti di gestione, sia ai fini di programmazione, sia ai fini di consuntivazione per la gestione e la comunicazione all'esterno dell'impresa.

Con riferimento al sistema amministrativo-contabile, le *best practice* specificano come si tratti di garantire strumenti e procedure idonee a consentire una corretta, completa, tempestiva e attendibile rilevazione contabile e rappresentazione dei fatti di gestione. In questa prospettiva, i sistemi contabili dovrebbero essere in grado di elaborare budget e previsioni che tengano conto della prospettiva economico-finanziaria dell'attività dell'impresa.

ADEGUATI ASSETTI – amministrativo contabile

Per quel che concerne all'assetto amministrativo-contabile si declina il principio per cui esso risulta adeguato se permette:

- la completa, tempestiva e attendibile rilevazione contabile e rappresentazione dei fatti di gestione;
- la produzione di informazioni valide e utili per le scelte di gestione e per la salvaguardia del patrimonio aziendale;
- la produzione di dati attendibili per la formazione del bilancio d'esercizio.

Negli assetti non si è soliti annoverare il sistema di controllo interno. Nella prospettiva della società quotata, il sistema di controllo interno viene definito nell'art. 6 del *Codice di corporate governance* come *l'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate a una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società*. Tuttavia, anche nelle società non quotate la predisposizione di un assetto organizzativo non potrà non prevedere un insieme di funzioni, regole e procedure – ancorché minime – volte a identificare, monitorare e gestire i principali rischi e a verificare la conformità delle scelte poste in essere alle direttive ricevute.

ADEGUATI ASSETTI – la Giurisprudenza

La giurisprudenza considera la mancata istituzione degli assetti una forma di grave irregolarità gestoria, ma tende ad applicare, anche alle scelte organizzative, il principio della *business judgment rule (BJR)*, ritenendo che la scelta organizzativa afferisca al merito gestorio e sia quindi insindacabile nei limiti in cui sia razionale, non connotata da imprudenza e accompagnata dalle verifiche idonee.

Più nello specifico, è stato deciso che

i) la mancata adozione di qualsivoglia misura organizzativa comporta di per sé una responsabilità dell'organo gestorio;

ii) l'assetto organizzativo predisposto può essere assoggettato a sindacato giudiziale, nei limiti e secondo i criteri della proporzionalità e della ragionevolezza;

iii) la verifica dell'assetto andrà effettuata sulla base di una valutazione *ex ante*, tenendo conto delle informazioni conosciute o conoscibili, a prescindere dai risultati concreti raggiunti;

iv) non è responsabile l'amministratore che pone in essere interventi, che successivamente si rivelino inutili ad evitare la degenerazione della crisi, qualora, sulla base di una valutazione *ex ante*, non risultino manifestamente irrazionali e ingiustificati.

ADEGUATI ASSETTI – la Giurisprudenza

L'impiego di "una clausola elastica" all'interno delle previsioni recate dall'art. 2086 c.c. che associa l'adeguatezza alla natura dell'attività esercitata e alla dimensione dell'impresa, fa sì che la scelta organizzativa rimanga pur sempre una scelta afferente al merito gestorio, per la quale vale il criterio della insindacabilità (BJR).

Partendo da tale assunto, emerge responsabilità ogni qualvolta la scelta organizzativa sia connotata *ab origine* da imprudenza tenuto conto del contesto e sia stata assunta senza effettuare le verifiche che si rendono necessarie in ossequio all'obbligo di agire con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico, pur restando il sindacato sotto il profilo della legittimità del processo decisionale.

Di conseguenza, mentre da un lato la mancata adozione di qualsivoglia misura organizzativa può rilevare ai fini dell'emersione della responsabilità dell'organo di amministrazione, dall'altro lato, si è ritenuto possibile assoggettare al sindacato giudiziale la struttura organizzativa predisposta dall'amministratore nei limiti e secondo i criteri della proporzionalità e della ragionevolezza – fornendo, in tal modo, chiarimenti in ordine al canone dell'adeguatezza – al fine di verificare se la struttura organizzativa fosse idonea a far emergere gli indici della perdita della continuità aziendale e se la tipologia degli interventi posti in essere dagli amministratori non apparisse manifestamente irrazionale.

Adeguati Assetti - Presupposti

Bisogna **in**dagare il modello di *business* e il modello gestionale di un'impresa, al fine di progettare e realizzare l'adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile, che dovrebbe garantire la << […] *rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita di continuità […]*>>, in un ambiente di "rischio", al fine di ripristinare la condizione di equilibrio reddituale, patrimoniale e finanziario dell'impresa, in un contesto di continuità aziendale.
Parlare di modello di *business* e gestionale in un'ottica prospettica vuol dire richiedere l'assunzione da parte dell'imprenditore (individuale e non) di un differente approccio manageriale vocato alla <<cultura del controllo>>, da intendersi come:

- cultura della decisione, con cui si stabiliscono obiettivi e strategie;
- cultura dell'azione, con cui obiettivi e strategie vengono realizzate;
- cultura della misurazione, che concerne l'analisi dei risultati raggiunti e degli scostamenti che sono stati determinati rispetto alle previsioni.

Adeguati Assetti – Modello di business

La definizione e l'analisi del modello di *business* costituisce il primo step nella costruzione degli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili.

Parlare di modello di *business* vuol dire, inoltre, disegnare, attraverso l'analisi del contesto strategico di riferimento, innanzitutto la *mission* e *vision* dell'impresa. La *mission* è la massima espressione del finalismo aziendale, ovvero la motivazione alla base della realizzazione del progetto imprenditoriale, mentre la *vision* è la traduzione visiva della *mission*, il progetto condiviso con l'organizzazione dell'impresa.

Il modello di *business*, in linea con la *vision* e la *mission*, va inoltre inquadrato con riferimento all'analisi del mercato in cui opera l'impresa, distinguendola in:

- analisi dei fattori esterni, con cui definire minacce ed opportunità, mediante un'indagine in un'ottica macro (ambiente sociale, leggi e regolamenti, ambiente politico, tecnologia e ricerca, ecc.) e micro (clienti, fornitori, concorrenti, tecnologia di settore, intermediari commerciali, ecc.);
- **analisi dei fattori** interni, per stabilire i punti di forza e di debolezza dell'impresa, attraverso uno studio del portafoglio prodotti, o anche un controllo sull'utilizzo efficiente dei fattori produttivi impiegati (beni materiali, immateriali e risorse umane), ecc..

Il modello di *business* trova il suo "percorso guidato" negli obiettivi e nelle strategie definiti dall'impresa (*forward looking*).

Adeguati Assetti – Modello di Business

I **fattori esterni** costituiscono le tappe intermedie del percorso strategico che conduce alla realizzazione della *mission* aziendale. Essi sono strettamente collegati alle specificità di un'azienda e variano in relazione a fattori settoriali, dimensionali, organizzativi, manageriali, che si manifestano in modo differente anche in funzione del ciclo di vita dell'impresa.

È importante valutare se obiettivi e strategie, nella loro definizione sono strutturati in ordine progressivo, a intervalli temporali di lungo, medio e breve termine. Così come è necessario comprendere se la realizzazione e il controllo dei risultati raggiunti segue un percorso inverso, che parte dagli obiettivi di breve termine e si conclude, attraverso la verifica degli obiettivi di medio termine, con quelli di lungo.

Il che garantirebbe, anche in fase di un eventuale procedimento di risanamento, una più facile individuazione delle cause alla base dello stato di crisi, oltre ad una più efficace identificazione di quelli che potrebbero essere gli obiettivi e le strategie da valorizzare e/o modificare per riequilibrare l'impresa da un punto di vista reddituale, patrimoniale e finanziario facile comprendere come <<*natura e dimensione dell'impresa*>>, in base alle quali costruire l'<<*assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato*>>, non possano prescindere dalla preliminare analisi del modello di *business*, dagli obiettivi dell'impresa e dalla sua dimensione strategica.

Adeguati Assetti – Modello di Gestione

Con il modello di *business* si vuole indagare la continuità aziendale in un'ottica prospettica mentre il modello gestionale (action plan) è ciò che serve per trasformare in operatività quanto indicato nel modello di *business*.
Alla base di un adeguato modello gestionale è necessario definire:

• le "regole di condotta" dell'attività gestionale, che è possibile tradurre in processi e procedure che l'impresa deve adottare;

• gli strumenti di analisi con riferimento ai fatti aziendali, quali, ad esempio, sistemi gestionali (ERP), strumenti di analisi di bilancio, di *business intelligence*, ecc.;

• il sistema informativo adeguato, affinché i dati raccolti diventino informazioni utili per il soggetto decisore, facili da acquisire in termini di costi-benefici, flessibili rispetto ad eventuali cambiamenti o nuove esigenze che dovessero insorgere, chiare al fine di evitare fraintendimenti e, non da ultimo, tempestive per godere in tempo utile di indicazioni per prendere qualunque decisione.

Adeguati Assetti – Modello di Gestione

Il modello gestionale per poter funzionare, richiede adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili non solo per l'emersione delle condizioni di incertezza, ma molto più per il controllo di quelle variabili esterne ed interne, da cui si potrebbero generare fenomeni che possano intaccare l'equilibrio reddituale, patrimoniale e finanziario dell'impresa.

Un modello gestionale supportato da adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili tende a migliorare il coordinamento tra la *mission* aziendale, gli obiettivi e le scelte strategiche.

Il fine ultimo è sicuramente quello di preservare i determinanti, fattori critici di successo, che possano garantire nel breve, così come nel medio e lungo termine, la continuità aziendale in un ambiente di «rischio». In quest'ottica, quindi, gli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili andrebbero letti sotto un duplice aspetto. Il primo, specificatamente aziendale, analizza gli adeguati assetti, all'interno di un modello gestionale, con il fine ultimo di preservare la continuità aziendale. Il secondo attiene al rischio d'impresa, per cui gli adeguati assetti devono favorire la costruzione di un sistema di controllo interno per la gestione del rischio d'impresa, ovvero per l'individuazione, il monitoraggio e la mitigazione del rischio, al fine di intervenire tempestivamente qualora ve ne fosse la necessità.

Inquadramento economico-finanziario

ARTICOLO 3, COMMA 3

Lettera a)

Squilibri

- **Patrimoniali?** — *Ottica contabile o del valore?*
- **Economico-finanziari?** — *Ratio bilancistici e/o indicatori gestionali (KPI)?* *Indicatori di rischio (KRI)?*

Lettera b)

Flussi attesi a servizio del debito (DSCR)?

Sostenibilità debiti (12 mesi)

Continuità aziendale — *Elementi qualitativi (ISA 570)?*

Rilevazione segnali

- **Dipendenti**
- **Fornitori**
- **Banche**
- **Creditori pubblici – comma 4** → **ARTICOLO 25 novies**
  - **Inps**
  - **Inail**
  - **Agenzia Entrate**
  - **Agenzia Riscossione**

Lettera c)

Break Even finanziario?

Test Pratico

57 Domande per BP — *Framework Enterprise Risk Management (ERM)?*

Le principali ricadute sulla gestione d'impresa

Art. 2086, comma 2

GLI ADEDUATI ASSETTI DIVENTANO IL «POSTULATO» PER LA CORRETTA GESTIONE D'IMPRESA

LA VALUTAZIONE DELLA CONTINUITÀ AZIENDALE IMPONE L'ADOZIONE DELL'OTTICA PROSPETTICA

LA FREQUENZA E LA REGOLARITÀ DELLE VERIFICHE CONSENTONO
DI INTERCETTARE LA CRISI TEMPESTIVAMENTE

LA STRUMENTO FONDAMENTALE PER LA CORRETTA GESTIONE È IL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO

Art. 2 e 3, Codice della Crisi

L'ASPETTO DECISIVO È LA CAPACITÀ DI ADEMPIERE ALLE OBBLIGAZIONI

L'ADEMPIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI RICHIEDE LA VERIFICA DELL'ADEGUATEZZA DEI FLUSSI DI CASSA PROSPETTICI RIFLESSI NEL PIANO ECONONOMICO-FINANZIARIO

QUALI OBBLIGAZIONI?

QUALI FLUSSI DI CASSA?

QUALE ORIZZONTE TEMPORALE?

L'OBIETTIVO È LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO FINANZIARIO SUL PRESUPPOSTO DI UNA GESTIONE OPERATIVA *CASH POSITIVE* PER LA TUTELA DI TUTTI I PORTATORI DI INTERESSI

IL DEBITO È SOSTENIBILE QUANDO I FLUSSI DI CASSA AL SERVIZIO DEL DEBITO NE CONSENTONO IL PAGAMENTO UNITAMENTE AGLI INTERESSI

Le principali ricadute sulla gestione d'impresa

QUALI OBBLIGAZIONI?

Il debito che deve essere servito è in primo luogo costituito dal debito finanziario

Per il debito autoliquidante e le linee di cassa, rilevano, in assenza di criticità, i soli interessi in via di maturazione

Fanno parte del debito da servire le rate capitali ed interessi dei finanziamenti a medio-lungo termine

Flusso asset side

QUALI FLUSSI DI CASSA?

Ebitda (fonte primaria autofinanziamento)

- delta CCN operativo

- imposte di competenza

= Flusso gestione corrente

- Investimenti

= Flusso gestione operativa (a servizio del debito)

- Oneri finanziari e quote capitale

= SURPLUS (DEFICIT) DI CASSA

QUALE ORIZZONTE TEMPORALE?

L'equilibrio finanziario corrisponde alla sostenibilità del debito a regime oltre l'orizzonte temporale di risanamento

La dipendenza delle grandezze finanziarie da quelle economiche comporta che, nel lungo termine, anche l'equilibrio economico sia rilevante ai fini della valutazione dello stato di salute dell'impresa

L'equilibrio finanziario deve essere stabile e non precario, quindi poggiare su un saldo economico positivo (quanto meno in termini di MOL)

Occorre, come sanno gli organi deliberanti delle banche, che il debito finanziario sia rimborsabile in un arco temporale coerente con il settore di attività, in particolare con il ciclo di vita degli investimenti

TEST PRATICO (i)

$$\frac{(A)}{(B)} = \textbf{\textit{INDICE DELLA CAPACITÀ DI RISAMENTO (ICR)}}$$

DEBITO DA RISTRUTTURARE (A)

debito scaduto di cui relativo ad iscrizioni a ruolo (+) debito riscadenziato o oggetto di moratorie (+) linee di credito bancarie utilizzate delle quali non ci si attende il rinnovo (+) rate di mutui e finanziamenti in scadenza nei successivi 2 anni (+) investimenti relativi alle iniziative industriali che si intendono adottare

(-) ammontare delle risorse ritraibili dalla dismissione di cespiti (immobili, partecipazioni, impianti e macchinario) o rami di azienda compatibili con il fabbisogno industriale (-) nuovi conferimenti e finanziamenti, anche postergati, previsti (-) stima dell'eventuale margine operativo netto negativo nel primo anno, comprensivo dei componenti non ricorrenti

FLUSSI A SERVIZIO DEL DEBITO (B)

MOL prospettico normalizzato annuo, prima delle componenti non ricorrenti, a regime (-) investimenti di mantenimento annui a regime (-) imposte sul reddito annue che dovranno essere assolte

L'impresa è prospetticamente in equilibrio economico se presenta, a decorrere almeno dal secondo anno, flussi (B) superiori a zero e destinati a replicarsi nel tempo

Il grado di difficoltà del risanamento è determinato dal risultato del rapporto tra il debito che deve essere ristrutturato (A) e l'ammontare annuo dei flussi al servizio del debito (B)

Il risultato del rapporto fornisce una prima indicazione di massima:

- del numero degli anni per estinguere la posizione debitoria
- del volume dell'esposizioni debitorie che necessitano di ristrutturazione
- dell'entità degli eventuali stralci del debito o conversione in equity

TEST PRATICO (ii)

ICR (x)	*COMMENTO*
x < 1	un rapporto non superiore all'unità è indice di difficoltà contenute
x <= 2	le difficoltà crescono al crescere del rapporto ma restano contenute fino ad un certo livello, che, in assenza di particolari specificità, può collocarsi attorno a 2; in tal caso, l'andamento corrente dell'impresa può essere sufficiente ad individuare il percorso di risanamento
x >= 3	quando il rapporto supera un certo livello, che, in assenza di particolari specificità, può collocarsi attorno a 3, il risanamento dipende dall'efficacia e dall'esito delle iniziative industriali che si intendono adottare
5 < x < 6	superato un ulteriore livello, che, in assenza di particolari specificità, può collocarsi a 5-6, la presenza di un MOL positivo non è sufficiente a consentire il risanamento dell'impresa e può rendersi necessaria la cessione dell'azienda
x > 6	se l'impresa si presenta in disequilibrio economico a regime, si rendono necessarie iniziative in discontinuità rispetto alla normale conduzione dell'impresa (e.g., interventi sui processi produttivi, modifiche del modello di business, cessioni o cessazione di rami di azienda, aggregazioni con altre imprese)

- Se i flussi al servizio del debito generati dalla gestione sono sufficienti a consentirne la sostenibilità, la formulazione delle proposte ai creditori può essere effettuata sulla sola base dell'andamento corrente e la redazione del piano d'impresa assume minore rilevanza
- Se il risanamento dipende dall'efficacia e dall'esito delle iniziative industriali assume rilevanza il piano d'impresa (si veda Check-List, Sezione II)
- Se la continuità aziendale può essere perseguita solo in via indiretta, occorre stimare le risorse realizzabili attraverso la cessione dell'azienda o di rami di essa e compararle con il debito che deve essere servito per comprendere la praticabilità del risanamento

TEST PRATICO (iii)

- Un adeguato un assetto organizzativo deve consentire di disporre delle informazioni occorrenti per l'impiego degli strumenti delle sezioni I e II del decreto dirigenziale e, in particolare,
  - l'esecuzione del test pratico (e di conseguenza la misurazione dell'equilibrio finanziario), nonché
  - la compilazione della check-list per la redazione del piano d'impresa
- Il che fa emergere l'esigenza di monitorare in continuo la magnitudo del debito scaduto in quanto, costituendo parte del debito da servire, occorre per la compilazione del test
- Gli assetti organizzativi devono essere definiti ad hoc, adeguati alle caratteristiche dell'impresa e alle sue dimensioni, coerenti con il modello di business ma anche rispettosi dell'imprescindibile valutazione del rapporto costi/benefici

- Un governo efficace dell'impresa risiede nella pianificazione dell'attività e le decisioni, quanto meno quelle strategiche, devono essere assunte avendo riguardo al loro impatto prospettico sulla sostenibilità del debito e sull'equilibrio finanziario – 3 pilastri

1. corretta strutturazione corretto collocamento delle funzioni aziendali, presuppone chiare missioni e responsabilità nel rispetto del fondamentale principio della separazione (e della contrapposizione) tra il ruolo esecutivo e quello di controllo
2. definizione di un insieme di procedure e di regole interne atte ad individuare le informazioni disponibili all'interno dell'impresa, raccoglierle e definirne la loro fruizione, assicurandone l'affidabilità
3. adozione dei necessari strumenti informatici quale presupposto più efficace del requisito della qualità del dato (c.d. data quality) e della praticabilità del periodico aggiornamento delle elaborazioni

LE TECNICHE VALUTATIVE – REDDITUALE PURO

La *valutazione d'azienda "moderna"* si è affermata con il criterio reddituale puro. Il valore come funzione della capacità di reddito dell'impresa e non invece della sua dotazione patrimoniale. Nasce il *concetto di valore di capitale economico, contrapposto al valore contabile*.

(W = R/i) - il valore d'impresa è funzione della capacità di reddito corrente (o prevista a breve termine) ed è quindi sulla misura di reddito normale da proiettare in perpetuo che si gioca la qualità della valutazione.

Il tasso di capitalizzazione (= i) era sostanzialmente dato, differenziato per categoria d'impresa (manifatturiera, commerciale o di servizi), ma definito da un range abbastanza ristretto, funzione della redditività media storica di lungo periodo delle aziende delle diverse categorie. *L'esperto doveva concentrarsi sulla stima del numeratore della formula (il reddito normale)*, nella convinzione che l'eventuale rischio eccedente rispetto alla misura normale di costo del capitale dovesse tradursi in una maggiore prudenza nella stima del reddito normale. Il reddito da capitalizzare esprimeva già una misura di valore: la sua capitalizzazione ad un tasso dato costituiva semplicemente la traduzione di un flusso in uno stock.

Più tardi il Prof. Guatri introdurrà il concetto di *risultato economico integrato* (*permanent earnings*) ovvero una configurazione di reddito economico che cattura il rischio e la crescita attraverso la variazione di valore degli intangibili dell'impresa. L'idea di fondo (sia che si faccia riferimento al criterio reddituale puro, sia che si faccia riferimento al risultato economico integrato), è sempre la medesima: l'esperto deve identificare una misura di reddito economico in grado di esprimere una dimensione di valore. Una volta stimato quel reddito il compito valutativo è sostanzialmente risolto.

E' SULLA BASE DI QUESTA INTUIZIONE CHE GLI ESPERTI DI VALUTAZIONE SONO STATI PER LUNGO TEMPO ESPERTI DI ANALISI FONDAMENTALE PRIMA ANCORA CHE ESPERTI DI FINANZA.

LE TECNICHE VALUTATIVE - DCF

La *principale difficoltà del criterio reddituale puro* è sempre stata la difficoltà di *incorporare la crescita nel reddito* da capitalizzare e quando la crescita è divenuta un driver di valore imprescindibile, il criterio reddituale puro e le sue varianti sono stati progressivamente scalzati dai criteri finanziari: in primis il *DCF*.

I criteri finanziari, hanno per certi versi deresponsabilizzato gli esperti di valutazione sul fronte dell'analisi fondamentale, nel senso che la valutazione ha finito per appoggiarsi ai piani delle imprese e *gli esperti hanno iniziato a considerare come dati i flussi di cassa dei piani e ad interessarsi ai tassi di sconto*, consapevoli che i piani potevano presentare gradi di incertezza e di aggressività che occorreva compensare con tassi di sconto crescenti. Questa impostazione - che ha visto negli Stati Uniti la sua massima espressione (con l'uso di piani ad orizzonte anche decennale) - ha comportato una progressiva crescita dei tassi di sconto con la diffusione di criteri di stima non solo disancorati dai modelli teorici prevalenti (il CAPM) – si pensi all'adjusted CAPM - ma anche dalla redditività storica delle imprese.

Se in precedenza il fulcro della valutazione era il reddito normalizzato o integrato (dato il tasso di sconto) ora il *FULCRO DELLA VALUTAZIONE ERA DIVENTATO IL TASSO DI SCONTO (DATI I FLUSSI DI CASSA DEL PIANO)*, con due principali conseguenze:

- a) *la scelta del tasso di sconto equivale alla scelta di un multiplo*, si è abbandonata l'idea di un multiplo costante eguale per tutte le imprese della stessa categoria e ci si è orientati verso tassi di sconto (e multipli) entity specific la cui ragionevolezza fosse da ricercare in riscontri di mercato finanziario (il risultato della stima del DCF messo a rapporto con il reddito corrente doveva esprimere un multiplo implicito allineato alle misure correnti di mercato finanziario di società comparabili). *LE COMPETENZE PROFESSIONALI SI SONO COSÌ SPOSTATE DALL'ANALISI FONDAMENTALE A COMPETENZE DI MERCATO* (presidiate dalle banche d'affari) ed il DCF si è accompagnato sempre più al criterio dei multipli come criterio di controllo;

LE TECNICHE VALUTATIVE – DCF

- b) poiché i piani venivano assunti come dati, hanno iniziato a diffondersi disclaimer volti a limitare la responsabilità dell'esperto, ben oltre quanto l'analista fondamentale aveva mai ritenuto necessario richiedere. *La presa di distanza dall'informazione di fonte aziendale ha finito sempre più con l'avvicinare le valutazioni compiute sulla base di informazione privata a quelle compiute sulla base di informazione pubblica*. Non è un caso che multipli e DCF siano da sempre gli strumenti di elezione degli equity analysts.

I criteri finanziari hanno iniziato a mostrare i loro limiti quando ci si è resi conto del *PESO SPROPOSITATO* che finivano per attribuire *AL VALORE TERMINALE*, ovvero al flusso di cassa previsto oltre il periodo di previsione esplicita.

I*l DCF finiva con il corrispondere ad un'applicazione del criterio reddituale puro ai redditi più lontani nel tempo* – i redditi dell'ultimo anno di piano - di solito significativamente più elevati dei redditi correnti.

Ne consegue una implicita trasformazione della natura del valore stimato: *DAL VALORE IN ATTO DEL CRITERIO REDDITUALE PURO SI È PASSATI AL VALORE POTENZIALE DEL DCF*.

I criteri finanziari sono andati in crisi quando i valori potenziali non sono stati più riconosciuti nei prezzi di mercato. A questo punto il DCF non forniva più multipli impliciti ragionevoli ed il criterio dei multipli finiva con il trasformarsi da criterio di controllo a criterio principale, con tutti i limiti che questo diverso ruolo comportava (mancanza di società comparabili, ecc.).

LE TECNICHE VALUTATIVE – CRITERI MISTI - EVA

E' giunta quindi la *fase dei CRITERI DI VALUTAZIONE MISTI* (in primis l'*Economic Value Added*) il cui principale vantaggio consisteva nel *ridurre (ed al limite annullare) il peso del valore terminale*. I criteri misti *hanno riportato l'attenzione sull'analisi fondamentale*, ma anziché orientare l'esperto alla ricerca di un reddito economico o integrato, hanno attivato l'attenzione su due nuove variabili:

-la misura dell'extrareddito e

-la durata del vantaggio (o dello svantaggio) competitivo (CPA- *Competitive Advantage Period*).

Poiché il valore d'impresa è ottenuto per somma di due componenti - lo stock di capitale contabile ed il valore attuale degli extraredditi (residual income) - se il vantaggio competitivo è destinato ad esaurirsi, la stima degli extraredditi assume un orizzonte definito e viene meno l'esigenza di stimare un valore terminale. Con l'applicazione di questo metodo anche il tasso che rappresenta la remunerazione normale del capitale rispetto alla quale calcolare l'extrareddito deve essere riportato ad una dimensione "fondamentale".

Ben presto tuttavia anche i criteri misti hanno mostrato i loro *limiti*: essendo *criteri ACCONTING BASED* soffrono infatti dei limiti propri della rappresentazione contabile. Imprese con una dotazione non trascurabile di intangibili formati internamente sono destinate a mantenere l'extrareddito nel tempo, semplicemente perché *l'extrareddito è calcolato su una misura di capitale investito sottostimata dalla MANCATA RAPPRESENTAZIONE DEL VALORE DEGLI INTANGIBILI*.

LE TECNICHE VALUTATIVE – FLUSSI

Si è quindi tornati a criteri di valutazione fondati sui flussi, facendo perno questa volta sulla proprietà additiva del valore. Il valore d'azienda può essere concepito come somma di due componenti:

- il c.d. valore steady state (ottenuto per capitalizzazione del reddito corrente normalizzato) ed

- il valore attuale delle future opportunità di investimento.

Per questa via si è cercato di ovviare al principale limite del criterio reddituale puro (la difficoltà di catturare la crescita): infatti il criterio fondato sulla proprietà additiva del valore finisce con l'essere la riproposizione del criterio reddituale puro (per la componente di valore steady state) corretto di un addendo che è funzione delle concrete prospettive dell'impresa di realizzare investimenti in grado di generare sovraredditi.

Anche questo criterio ha mostrato gravi *limiti*, riconducibili al fatto che la proprietà additiva del valore, pur ineccepibile teoricamente, non riflette la dinamica dell'economia delle imprese al di fuori di situazioni di stabilità competitiva.

La competizione fra imprese ha mostrato infatti come il valore steady state (ovvero la proiezione in perpetuo della capacità di reddito corrente) non possa costituire un floor di valore, al quale eventualmente sommare il valore delle opportunità di crescita future.

L'arena competitiva produce infatti imprese vincenti ed imprese perdenti e l'ipotesi (implicita nel modello valutativo) che l'impresa conservi nel tempo la sua capacità di reddito (su cui si fonda il valore steady state) è un "false friend".

LE TECNICHE VALUTATIVE – FLUSSI

La capacità di reddito corrente può essere conservata solo se l'impresa è in grado di mantenere il vantaggio competitivo nel tempo: ma l'esperienza mostra come le imprese consumino le fonti di vantaggio competitivo e solo alcune siano in grado di rigenerarle su basi nuove.

NON ESISTE UN VALORE STEADY STATE CUI SOMMARE IL VALORE DELLE FUTURE OPPORTUNITÀ DI CRESCITA (un'impresa competitivamente ferma arretra), quanto piuttosto un *VALORE DESTINATO INERZIALMENTE A CONSUMARSI E SOLO IN ALCUNI CASI AD ESSERE SOSTITUITO E SUPERATO DA UN VALORE DI NUOVA FORMAZIONE* (comunque per sua natura molto più incerto).

Il valore non può che essere funzione della capacità dell'impresa di competere e, da tale capacità, discendono anche le prospettive di crescita ed il rischio.

Poiché la capacità dell'impresa di competere è funzione non solo delle risorse di cui dispone alla data della valutazione, ma anche della sua capacità di rigenerare le risorse necessarie e di attrarne di nuove, valutare un'azienda implica la capacità di mappare le risorse d'impresa e di rappresentarne la dinamica nel tempo.

Ogni impresa si caratterizza per una DINAMICA INERZIALE DI PROGRESSIVO CONSUMO DELLE FONTI DI VANTAGGIO COMPETITIVO, cui corrisponde una PROGRESSIVA RIDUZIONE DELLA CAPACITÀ DI REDDITO IN ATTO cui si accompagna la RICERCA DI NUOVE FONTI DI VANTAGGIO COMPETITIVO E DI NUOVO REDDITO (POTENZIALE). Naturalmente "vecchie" e "nuove" fonti di reddito si caratterizzano per profili di rischio molto diversi che richiederebbero anche tassi di sconto molto diversi.

Dentro ad ogni impresa occorrerebbe rappresentare quella parte di impresa destinata a morire e quella parte d'impresa destinata a sostituirla.

I MODELLI DI BUSINESS

L'*ANALISI DEI MODELLI DI BUSINESS* è un'area dell'analisi fondamentale ancora nuova e priva di riferimenti consolidati, ma rappresenta una cornice indispensabile per far evolvere le tecniche valutative.

Qualunque *modello dinamico di valutazione* deve essere in grado di *rappresentare due diverse configurazioni di reddito*:

- il reddito corrente normalizzato ed

- il reddito che l'impresa potrà esprimere nel futuro sulla base dell'evoluzione naturale del suo modello di business (declino, stabilizzazione o sviluppo).

L'analisi del modello di business dovrebbe consentire di identificare il reddito sostenibile di lungo periodo che raramente coincide con l'ultimo anno di previsione esplicita del piano aziendale.

Il piano dovrebbe essere concepito come un ponte fra due capacità di reddito (rispettivamente "di partenza" e "di arrivo") e dovrebbe quindi fondarsi su un'analisi dinamica del modello di business.

Poggiando su due punti di riferimento la valutazione eviterebbe di cadere nell'*ERRORE DI PROIETTARE ALL'INFINITO IL REDDITO DELL'ULTIMO ANNO DI PIANO* (che è sempre superiore a quello corrente in quanto tutti i piani in genere prevedono crescita) ed obbligherebbe invece ad *INTERROGARSI SULLO SPAZIO ECONOMICO CHE L'AZIENDA POTRÀ OCCUPARE NEL FUTURO, DATO IL SUO MODELLO DI BUSINESS*.

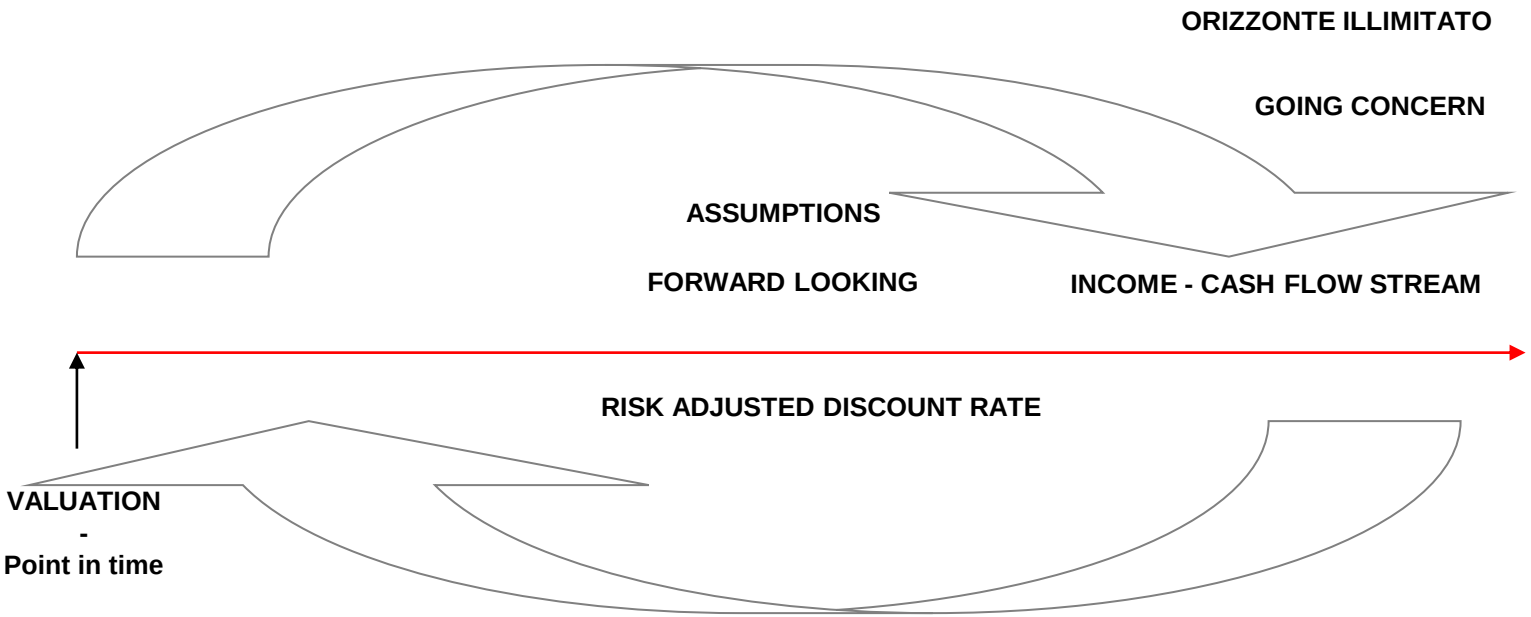
I MODELLI DI BUSINESS

Questo approccio consente di adottare una prospettiva di analisi allargata alla capacità dell'impresa di:

- mantenere ed attrarre le risorse necessarie al suo mantenimento e sviluppo;
- soddisfare le esigenze degli stakeholders;
- assumere scelte socialmente responsabili (ESG).

L'ANALISI DEL MODELLO DI BUSINESS RAPPRESENTA IL PUNTO DI PARTENZA DI QUALSIASI APPROCCIO OLISTICO ALLA VALUTAZIONE D'AZIENDA

IL PROCESSO DI VALUTAZIONE – INCOME APPROACH



ALCUNI PROBLEMI APERTI

- QUALI FLUSSI DI CASSA UTILIZZARE? COME COSTRUIRE IL BUSINESS PLAN? - QUALE TASSO DI ATTUALIZZAZIONE? PER CHI?

- QUALE CONFIGURAZIONE DI VALORE? VALORE IN ATTO – POTENZIALE CONTROLLABILE- POTENZIALE PURO?

- PER CHI SI FA LA VALUTAZIONE? INVESTITORE FINANZIARIO – INVESTITORE INDUSTRIALE DIVERSIFICATO? IMPRENDITORE PURO?

CHE COSA SI STA VALUTANDO? SOCIETA' QUOTATA – SOCIETA' NON QUOTATA? PMI?

CON QUALE METODOLOGIA? MKT, COST O INCOME APPROACH?

CONCEPTUAL FRAMEWORK

La rete concettuale di base qualifica i *quattro principi cardine* della teoria della valutazione secondo cui:

- (a) ogni valutazione si riferisce ad un determinato punto nel tempo;
- (b) è per sua natura prospettica;
- (c) i tassi di attualizzazione sono derivati dal mercato;
- (d) può essere influenzata dalla liquidità e da altri fattori.

Principio I.1.1.: *La valutazione è un giudizio che richiede una stima, non è il risultato di un mero calcolo matematico.*

Commento

• La valutazione non è un fatto, ma una stima riferita ad una specifica attività e ad una specifica data, tenuto conto della specifica finalità e della specifica configurazione di valore. Non esiste il valore "giusto" o il valore "vero" di un bene.

• La stima per poter essere credibile, deve essere svolta da un soggetto competente ed imparziale, nel rispetto di un codice etico, di principi di valutazione e con tempi e risorse adeguati.

• Poiché la valutazione è per sua natura prospettica, l'evidenza che le previsioni non si sono realizzate non è di per sé indice di cattiva qualità della valutazione.

CONCEPTUAL FRAMEWORK

Principio I.1.3.: La valutazione richiede l'esercizio professionale di un giudizio. Affinché tale giudizio sia fondato su basi solide è indispensabile che l'esperto disponga di adeguate competenze tecniche, di una buona esperienza professionale e delle necessarie conoscenze in merito all'oggetto della valutazione e sia nelle condizioni di esprimere un giudizio affidabile.

Commento

La valutazione è il processo attraverso il quale un esperto giunge a formulare una *motivata opinione in materia di valore* o una conclusione in merito ad un valore. Dunque la valutazione è frutto di un *giudizio soggettivo*. *Il processo di valutazione conduce ad una stima, e non alla rilevazione di un dato di fatto*. Il valore finale, ottenuto attraverso una sintesi dei risultati derivanti dalle analisi quantitative compiute, è influenzato dalle scelte relative ad ogni fase del processo svolto, che devono rispettare precisi requisiti. Per essere credibile una valutazione deve essere svolta in un *ambiente che promuove la trasparenza* e *minimizza l'influenza di ogni fattore estraneo* al processo valutativo. Il giudizio deve essere espresso avuto riguardo allo scopo della valutazione, alla base di valore di riferimento e ad ogni altro presupposto applicabile alla valutazione.

Principio I.4.3 Una valutazione è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) o una passività fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che si sviluppa attraverso cinque fasi:

a) la formazione e l'apprezzamento della base informativa;
b) l'applicazione dell'analisi fondamentale;
c) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
d) l'apprezzamento dei principali fattori di rischio;
e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

CONCEPTUAL FRAMEWORK

VALUTAZIONE

BASE INFORMATIVA

INPUT/DATI: *PUBBLICI E PRIVATI, STORICI, CORRENTI E PROSPETTICI*

ASSUMPTION:
- *HYPOTHETICAL ASS.*
- *SPECIAL ASSUMPTION*
- *KEY ASSUMTION*
- *SENSITIVE ASSUMPTION*

QUALE CONFIGURAZIONE DI VALORE?

VALORE INTRINSECO/FONDAMENTALE
VALORE DI MKT
VALORE DI INVESTIMENTO
VALORE NEGOZIALE EQUITATIVO
VALORE CONVENZIONALE
VALORE DI SMOBILIZZO

VALORE IN ATTO,
VALORE POTENZIALE CONTROLLABILE
VALORE POTENZIALE PURO,
VALORE SOGGETTIVO,
VALORE OGGETTIVO

ANALISI FONDAMENTALE

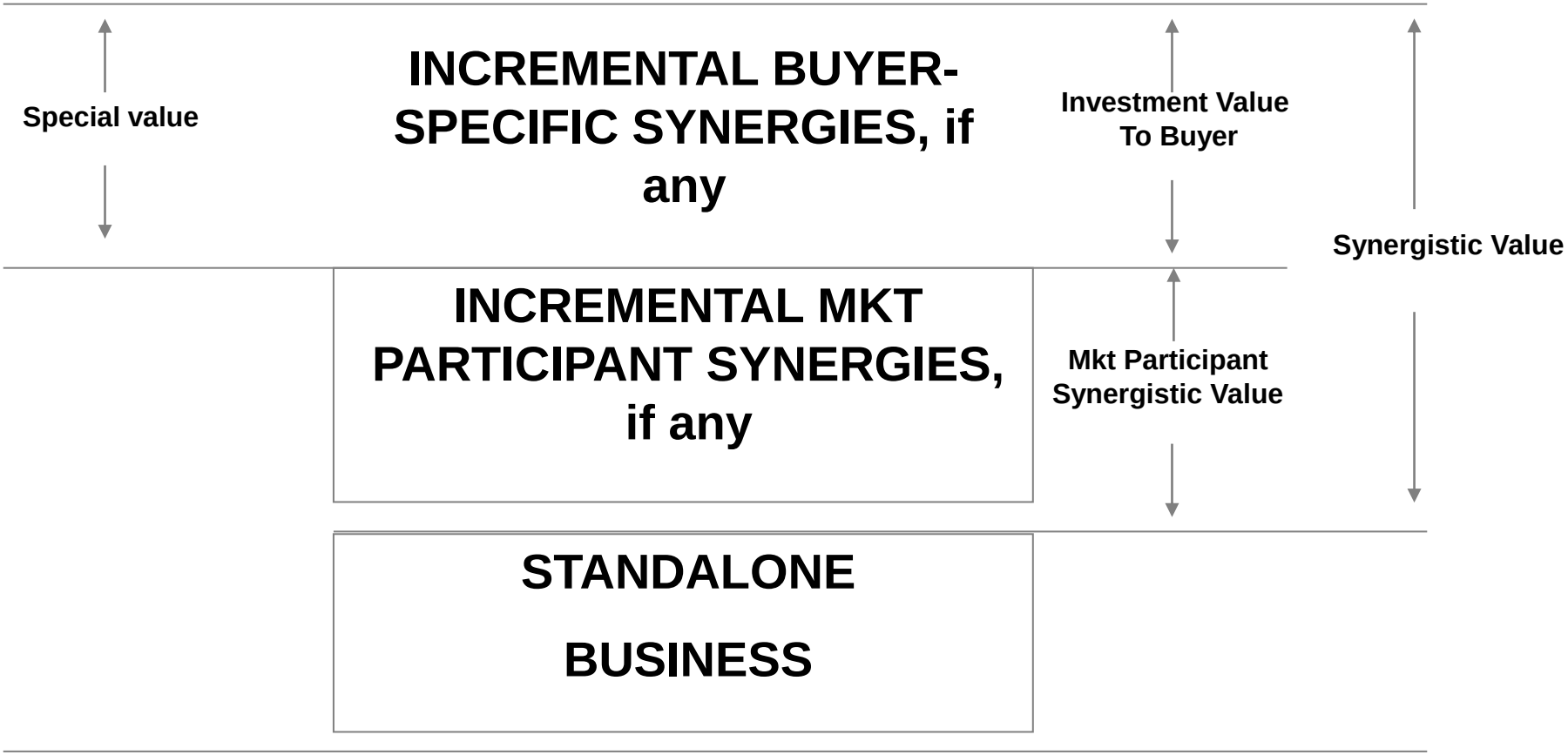
- analisi documentale
- analisi di contesto
- analisi storica
- analisi prospettica
- analisi comparativa, es. BOSTON CONSULTING BOX
- esame dei fattori di rischio, es. SWOT ANALYSIS
- analisi delle variabili di mercato, es. PESTL ANALYSIS – DIAGRAMMA DI PORTER

PER CHI VIENE FATTA?

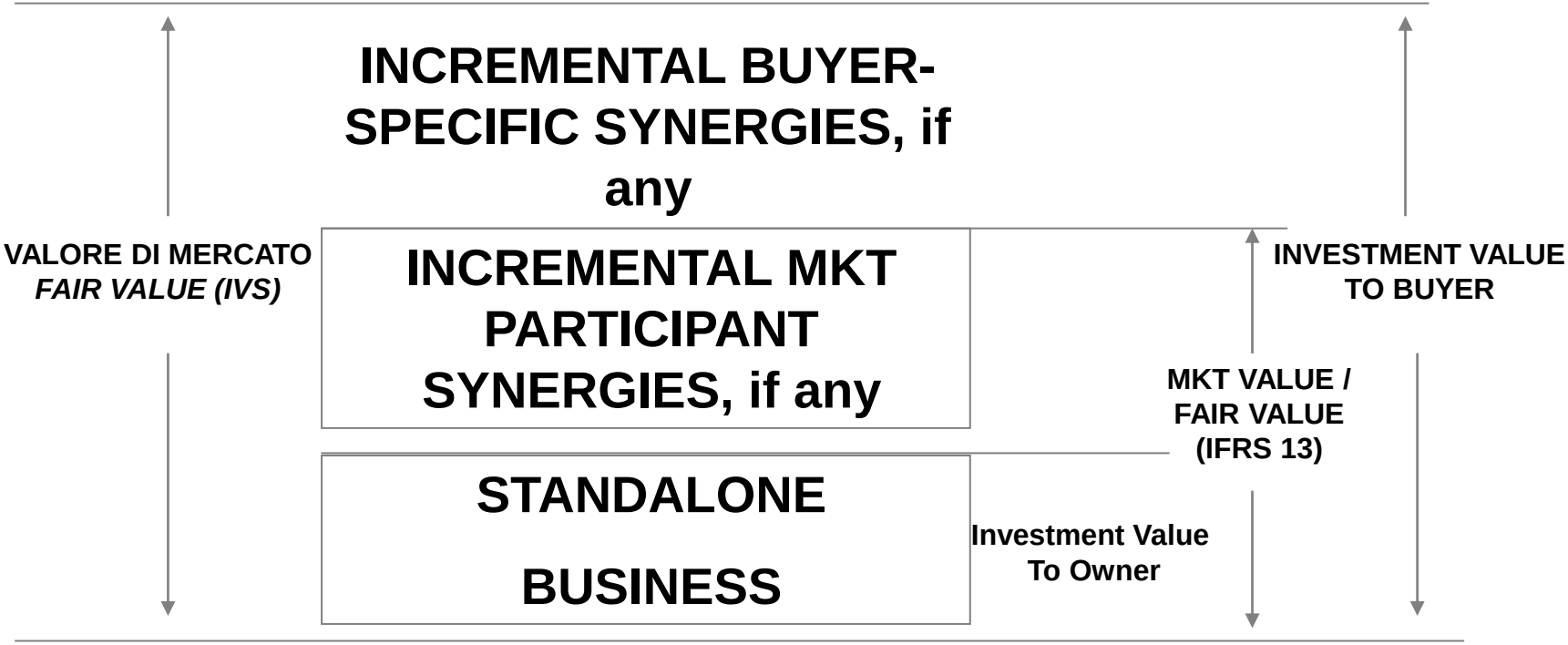
- OPERATORI PARTECIPANTI AL MKT
- SPECIFICO SOGGETTO

- SINERGIE SPECIFICHE
- SINERGIE UNIVERSALI
- SINERGIE DIVISIBILI
- SINERGIE INSCINDIBILI

CONCEPTUAL FRAMEWORK: le diverse componenti di valore



CONCEPTUAL FRAMEWORK: : le diverse componenti di valore



CONCEPTUAL FRAMEWORK: le diverse configurazioni di valore

BASE DI VALORE	SOGGETTO	TIPO	NUMERO SOGGETTI	SINERGIE	ULTERIORI ATTRIBUTI	
Valore Fondamentale/ Intrinseco	Entità	Valore	Uno	No sinergie	Valore in Atto	Valore Oggettivo
Valore di Investimento	Specifico Possessore	Valore	Acquirente specifico/attuale proprietario/potenziale acquirente	Sinergie Universali + Sinergie Speciali	Valore Potenziale	Valore Soggettivo
Valore Equitativo	Tra 2 Specifici Soggetti	Prezzo	Due soggetti	Sinergie Speciali	Valore Potenziale	Valore Soggettivo
Valore di Mercato	Partecipanti al Mercato	Prezzo	Tutti i partecipanti al mercato	Sinergie Universali	Valore in Atto o Valore Potenziale	Valore Oggettivo

LE COMPONENTI DI VALORE NELLE OPERAZIONI DI M&A

IV.1.1 Le valutazioni finalizzate ad *operazioni di acquisizione* richiedono stime articolate, in considerazione dell'esigenza di valutare i benefici in capo ad un acquirente specifico, dalla gestione unitaria delle attività dell'acquirente stesso e dall'impresa oggetto dell'acquisizione (c.d. 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 in seguito all'operazione;

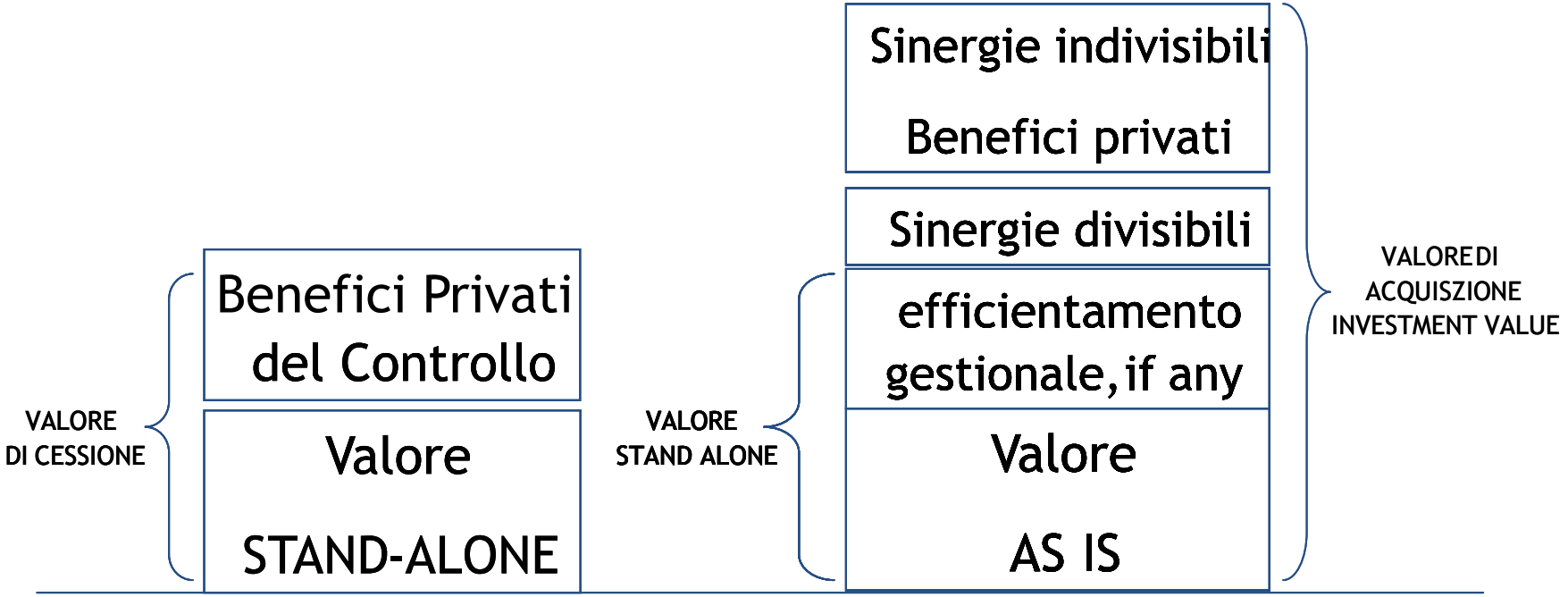
4) il valore dei "benefici privati" (sinergie indivisibili) attesi in seguito all'operazione.

IV.1.7 Le valutazioni finalizzate a *operazioni di cessione*, sul piano logico, pongono problemi analoghi, anche se di carattere speculare, a quelli discussi nel caso della stima del valore di acquisizione. Infatti 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*. Tale valore è costituito da due parti ideali:

1) il valore *stand alone* dell'azienda;

2) il valore degli eventuali benefici privati in capo al venditore.

LE COMPONENTI DI VALORE NELLE OPERAZIONI DI M&A



CHI PUO' FARE LA VALUTAZIONE?

L'ESPERTO - REQUISITI

SU QUALI PRESUPPOSTI?

ON GOING - LIQUIDATORIA

La valutazione è un giudizio che richiede una stima, non è il risultato di un mero calcolo matematico

CON CHE LOGICA?

PROSPETTICA - TASSI DI ATTUALIZZAZIONE, REALI VS NOMINALI - RAD - DCE - CAPM - SML - VALORE ATTESO VS STIMATO - CASH FLOW STREAM - HIGHEST AND BEST USE

CHE COSA SI VALUTA?

STAND ALONE - CON ATTIVITA' COMPLEMENTARI

ALTRO?

FISCALITA' - COSTI DI NEGOZIAZIONE - PREMI - SCONTI

CON QUALI INFO?

BASE INFORMATIVA - ANALISI FONDAMENTALE - DATI STORICI - INPUT (HYPOTETICAL, SPECIAL, KEY E SENSITIVE ASSUMPTION)

QUALE VALORE?

VALORE INTRINSECO/FONDAMENTALE, DI MKT, DI INVESTIMENTO, NEGOZIALE EQUITATIVO, CONVENZIONALE, DI SMOBILIZZO, IN ATTO, POTENZIALE, SOGGETTIVO, OGGETTIVO

PER CHI VIENE FATTA?

OPERATORI PARTECIPANTI AL MKT - SPECIFICO SOGGETTO - SINERGIE SPECIFICHE VS UNIVERSALI - DIVISIBILI VS INSCINDIBILI

IN QUALE MOMENTO?

DETERMINATO PUNTO NEL TEMPO - CONTEMPORANEA VS RETROSPETTIVA

CON CHE METODO?

PREZZO VS COSTO VS VALORE - INCOME APPROACH - MKT APPROACH - COST APPROACH - VALORE SPECIFICO VS VALORE SINERGICO

CHE TIPOLOGIA?

VALUTAZIONE, PARERE VALUTATIVO, PARERE di CONGRUITA', FAIRNESS OPINION, VALUATION REVIEW, VALUATION OPINION, CALCULATION ENGAGEMENT, EXPERT REPORT, CONVENZIONALE, LIBERA, DI PARTE

INFORMAZIONE PROSPETTICA E RAGIONEVOLEZZA

I Principi Italiani di Valutazione (PIV – 2015, III.1.24) chiedono che l'esperto esprima un proprio *GIUDIZIO SULLA RAGIONEVOLEZZA DELLE INFORMAZIONI PROSPETTICHE* in considerazione del fatto che il *valore d'azienda* (qualunque configurazione di valore si adotti) è *funzione dei risultati attesi*. Pertanto l'uso di informazione di natura prospettica è una componente essenziale nelle valutazioni d'azienda.

Con il termine informazione finanziaria prospettica si intende qualunque documento o foglio di lavoro che contenga informazioni qualitative e quantitative frutto di un esercizio di previsione e, in relazione all'orizzonte temporale coperto, assume la denominazione di budget o di piano, di norma ci si riferisce a documenti approvati dagli organi aziendali responsabili; tali documenti non esauriscono lo spettro di informazioni di natura prospettica (di fonte interna o esterna) disponibili.

L'esercizio di previsione, in relazione al contesto, alle caratteristiche dell'impresa, al suo stadio di vita, all'informazione disponibile al soggetto che lo svolge, alla esperienza passata, alla prevedibilità di ambiente, al grado di coinvolgimento delle funzioni aziendali e della volontà strategica di realizzare gli obiettivi, ecc. può presentare diversi gradi di:

- *RISCHIO INTRINSECO* - Il rischio intrinseco dell'esercizio di previsione riguarda l'ampiezza della dispersione di possibili risultati alternativi. Normalmente l'esercizio di previsione si riferisce ad uno scenario (il più probabile o uno scenario medio atteso): il rischio intrinseco riguarda la dispersione dei possibili risultati rispetto allo scenario adottato nella previsione. Maggiore è la dispersione, maggiore è il rischio atteso. Normalmente quanto più il risultato della previsione è sensibile alla variazione delle variabili chiave maggiore è il rischio intrinseco della previsione stessa.

INFORMAZIONE PROSPETTICA E RAGIONEVOLEZZA

- *COMPLESSITÀ* – La complessità dell'esercizio di previsione è determinata dal numero delle variabili chiave che hanno impatto sulla previsione e sulle loro relazioni reciproche.

- *ANALITICITÀ* - riguarda la modalità con cui si forma la previsione. Una previsione di ricavi ottenuta applicando ai ricavi correnti un tasso di crescita desunto dal trend storico dei risultati d'impresa è meno analitica di una previsione che identifica le variabili chiave alla base della dinamica dei ricavi (ad esempio: prezzo, volumi, valuta)

- *AFFIDABILITÀ* - riguarda la base informativa disponibile a supporto della previsione. Il grado di affidabilità dell'esercizio di previsione è anche funzione dell'estensione temporale della previsione stessa.

- *COMPLETEZZA* - riguarda gli input, le assunzioni e gli output dell'esercizio di previsione, i quali spesso dipendono dalla finalità della previsione. Relativamente agli output un esercizio di previsione è completo quando riguarda il conto economico, lo stato patrimoniale ed il prospetto dei flussi di cassa.

- *IMPEGNO STRATEGICO* - funzione dei piani di azione che conseguono alla previsione stessa, in termini di verifica delle risorse disponibili, di assegnazione degli obiettivi, di rimedi individuati in caso di andamento delle variabili chiave diversi da quello previsto. Un esercizio di previsione formulato da un consulente esterno senza coinvolgimento degli organi sociali e del management è privo di impegno strategico. Un esercizio di previsione accompagnato da piani di azione ed assegnazioni di obiettivi specificamente individuati presenta un maggiore impegno strategico.

- *SOSTENIBILITÀ FINANZIARIA* - l'equilibrio delle fonti e degli impieghi di cassa non solo con riguardo al periodo coperto dall'esercizio di previsione, ma anche con riguardo al periodo successivo. L'esercizio di previsione deve fondarsi su una struttura finanziaria adeguata alla tipologia di fabbisogni d'impresa.

INFORMAZIONE PROSPETTICA E RAGIONEVOLEZZA

- VERIFICA ESTERNA - la presenza (o meno) di controlli diretti da parte di soggetti indipendenti e/o la presenza di riscontri esterni relativamente ai risultati dell'esercizio di previsione. Il controllo diretto attiene ad una verifica da parte di un soggetto indipendente degli input, delle assunzioni e degli output del piano (ad es. piano attestato ai sensi del principio di revisione ISAE 3400 costituisce un controllo diretto. I riscontri esterni possono invece essere rappresentati da previsioni di consenso di equity analyst che seguono una società quotata.

L'informazione prospettica può dirsi ragionevole quando un altro esperto che esercitasse un adeguato scetticismo professionale riterrebbe l'informazione finanziaria prospettica una fonte informativa utile alla stima del valore d'azienda. Qualsiasi giudizio riferito all'informazione finanziaria prospettica dovrebbe ricadere in una delle seguenti tre categorie:

a) Piena ragionevolezza (= l'informazione finanziaria prospettica è ragionevole e può essere utilizzata senza modifiche a fini valutativi);

b) Ragionevolezza limitata (= l'informazione finanziaria prospettica non è pienamente ragionevole ed impone di adottare dei rimedi per poter essere utilizzata a fini valutativi);

c) Assenza di ragionevolezza (= l'informazione finanziaria prospettica non può essere utilizzata a fini valutativi).

In caso di giudizio di ragionevolezza limitata i rimedi che l'esperto può adottare sono di tre tipi:

a) Approfondimenti, modifiche, aggiustamenti ai flussi prospettici;

b) Aggiustamenti al tasso di sconto per riflettere dei profili di rischio non considerati nel piano;

c) Affiancamento ai criteri di valutazione fondati sull'informazione prospettica di altri criteri di valutazione e/o attribuzione ai criteri di valutazione fondati sull'informazione finanziaria prospettica di un minore peso nella identificazione del risultato finale di stima.

PROIEZIONI VS PREVISIONI

La ragionevolezza dell'informazione prospettica si fonda su due principali profili:

a) l'esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni relative alle condizioni future;

b) la circostanza che sia o meno condizionata al verificarsi di uno specifico scenario.

La base dell'informazione prospettica può dirsi ragionevolmente obiettiva quando trova riscontro:

a) nel passato (analisi storica);

b) nel confronto con altre società o realtà comparabili (benchmarking);

c) nelle previsioni di fonte esterna (consenso).

L'esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva permette di effettuare una separazione, sotto il profilo logico, di due diverse categorie di flussi prospettici:

a) Previsioni. Le previsioni rappresentano la situazione attesa sulla base delle condizioni che la parte responsabile si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base della migliore informazione a sua disposizione: possono assumere la forma di previsioni puntuali o di range di risultati. Le previsioni debbono fondarsi su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e da fonti di previsione esterna (il c.d. consenso).

b) Proiezioni. Le proiezioni rappresentano la situazione attesa sulla base di una o più assunzioni ipotetiche che la parte responsabile si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base della migliore informazione a sua disposizione. Le proiezioni possono assumere la forma di proiezioni puntuali o di range di risultati.

PROIEZIONI VS PREVISIONI

Le assunzioni ipotetiche sono le ipotesi per le quali non esistono basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e/o da fonti di previsione esterna (il c.d. consenso), ma che la parte responsabile ritiene coerenti con lo scopo dell'informazione prospettica. A titolo di esempio il lancio di un nuovo prodotto, l'ingresso in un nuovo mercato, il riorientamento dei servizi verso nuove fasce di clientela, ecc. costituiscono tutti esempi di azioni future per le quali possono essere disponibili solo delle proiezioni.

La distinzione fra previsioni e proiezioni si fonda dunque sulla esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni relative alle condizioni future.

FLUSSI PROSPETTICI CONDIZIONATI VS NON CONDIZIONATI

Il secondo profilo logico su cui si fonda la ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica attiene al fatto se i flussi prospettici siano condizionati o meno al verificarsi di uno specifico scenario. Normalmente le imprese formulano un piano relativo ad un unico scenario (sono rari i casi di pianificazione fondata su più scenari alternativi).

Quando riferiti ad un unico scenario i flussi prospettici possono essere rappresentativi di uno scenario medio-rappresentativo o viceversa riferirsi allo scenario più probabile che può o meno esprimere lo scenario medio atteso (in relazione alla distribuzione simmetrica o meno dei flussi). Se i flussi prospettici sono riferiti allo specifico scenario giudicato più probabile che non esprime uno scenario medio atteso, i flussi sono condizionati al verificarsi di quello specifico scenario. Se invece i flussi esprimono risultati medi attesi, i flussi non sono condizionati al verificarsi di uno specifico scenario. La distinzione assume rilievo perché ai fini della stima del valore dell'azienda esistono due principali criteri1 di applicazione della tecnica del valore attuale in relazione al fatto che l'informazione prospettica sia o meno condizionata al verificarsi di uno specifico scenario:

a) **il criterio fondato sui flussi medi attesi (non condizionati al verificarsi di uno specifico scenario), che consiste nello scontare i risultati medi attesi al costo del capitale;**

b) **il criterio fondato sui flussi più probabili, che consiste nello scontare i risultati attesi relativi ad uno specifico scenario (normalmente il più probabile) ad un tasso che considera oltre al costo del capitale anche un premio per il rischio di scenario.**

Entrambi gli approcci di valutazione sono corretti e dovrebbero infatti ricondurre allo stesso risultato, tuttavia, nel caso dei flussi condizionati ad uno specifico scenario (che non sia medio-rappresentativo) è necessario adottare un tasso di sconto superiore al costo del capitale, maggiorato per un rischio di scenario.

FLUSSI PROSPETTICI CONDIZIONATI VS NON CONDIZIONATI

L'informazione prospettica può essere distinta in due grandi categorie, in relazione:

- **alle assunzioni:**

  a) previsioni, quando esiste un riscontro ragionevolmente obiettivo delle assunzioni formulate;

  b) proiezioni, quando le assunzioni si fondano su assunzioni ipotetiche;

- **al condizionamento del verificarsi di uno specifico scenario:**

  c) condizionate, quando si fondano sulla realizzazione di uno specifico scenario (non medio-rappresentativo)

  d) non condizionate, quando si fondano su uno scenario medio rappresentativo.

La distinzione è utile a valutare la coerenza fra i flussi prospettici ed il tasso di sconto. Il tasso di sconto (RADR= risk adjusted discount rate) può infatti idealmente essere scomposto in tre componenti

RADR = Risk free rate + Premio per il rischio d'impresa + Premio per il rischio di execution + Premio per il rischio scenario

Risk free rate + Premio per il rischio d'impresa = costo del capitale – flussi medi attesi

Premio per il rischio di execution = solo nel caso in cui si utilizzino proiezioni – flussi medi attesi

Premio per il rischio di scenario = solo nel caso di scenario condizionato – flussi piu' probabili

FLUSSI PROSPETTICI CONDIZIONATI VS NON CONDIZIONATI

In linea di principio deve valere la regola secondo cui l'aggiustamento del tasso di sconto serve per riflettere rischi che i flussi di risultato prospettici non considerano già. Quando i flussi di risultato prospettici non sono ragionevoli nessun aggiustamento di tasso può consentire di giungere ad una stima di valore ragionevole e l'esperto non deve far uso dell'informazione prospettica.

INFORMAZIONE PROSPETTICA			
ASSUNZIONI		SCENARI	
PREVISIONI	PROIEZIONI	NON CONDIZIONATI	CONDIZIONATI
RISK FREE RATE PREMIO RISCHIO D'IMPRESA	RISK FREE RATE PREMIO RISCHIO D'IMPRESA PREMIO RISCHIO DI EXECUTION	RISK FREE RATE PREMIO RISCHIO D'IMPRESA	RISK FREE RATE PREMIO RISCHIO D'IMPRESA PREMIO RISCHIO DI SCENARIO

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE: QUALI FLUSSI?

Principio III.1.5. Le aziende, o i rami di azienda, diverse dagli intermediari finanziari possono essere valutate con riferimento al *capitale netto* (*valutazioni equity side*) oppure al *capitale operativo investito* (*valutazioni asset side*), prescindendo dunque dall'indebitamento finanziario. Le due valutazioni si riferiscono in ogni caso ad una medesima realtà e devono dunque essere coerenti fra loro.

BALANCE SHEET

Assets = Capitale Operativo Investito - flussi di cassa unlevered – FCFO – ENTERPRISE VALUE O FIRM VALUE	Debt – mkt value of debt
	Equity = Capitale Economico - flussi di cassa levered – FCFE - flussi reddituali – EQUITY VALUE

Cost of debt (Cod) → Risk Free + Spread

Cost of equity (Coe) → Risk Free + Risk Premium

CAPM

WACC =

Coe * (E / D + E) + Cod * (D / D + E)

La *coerenza delle due valutazioni*, che *deve essere* comunque *garantita*, è affidata alla correttezza della stima del *costo medio ponderato del capitale (WACC), che a sua volta dipende dal realismo della struttura finanziaria di riferimento. Se le due stime risultano diverse in misura apprezzabile, di solito questo dipende dal fatto che la struttura finanziaria risultante dalla dinamica dei flussi equity side è diversa da quella "standardizzata" nel costo medio ponderato del capitale k che, pertanto, non risulta conforme quanto meno alla realtà attesa nel periodo di previsione analitica dei flussi aziendali.*

TASSI DI SCONTO NELLE VALUTAZIONI D'AZIENDA

Principio I.21.1: In generale periodi di differimento diversi richiedono tassi di sconto (sia privi di rischio, sia aggiustati per il rischio) diversi. Quindi, *se si ha una sequenza di flussi di cassa (cash flow stream) con diverse scadenze, è richiesta una struttura per scadenza (term structure) di tassi di attualizzazione*: *il valore attuale della sequenza di flussi di cassa è ottenuto sommando i valori attuali dei singoli flussi di cassa, ricavati scontando ciascun flusso di cassa col tasso relativo alla scadenza corrispondente*.

Principio I.21.2: È spesso ammissibile un *approccio semplificato*, basato sull'uso di *un unico tasso di sconto "medio" r per l'attualizzazione di tutti i flussi di cassa della sequenza da valutare*. Questo tasso medio può essere ottenuto con metodi diversi. Un approccio tipico è quello della scadenza media: *r è scelto come il tasso relativo alla scadenza "media" della sequenza* (anche in questo caso, potendo la media essere definita con diverse modalità).

Commento

- ***L'approccio semplificato del tasso costante è quello tipicamente usato nelle valutazioni d'impresa*.**

- **L'effetto dell'applicazione di un unico tasso, invece di un'intera struttura di tassi, è quello di considerare una *"media" dei price of time* e, *nel caso di cash flow rischiosi, uno spread "medio", corrispondente a una valutazione sintetica della rischiosità del cash flow stream nel suo complesso*.**

- **Spesso si fa riferimento a sequenze di flussi di cassa definite su una griglia temporale con periodo fissato (per esempio l'anno). In mancanza di ulteriori precisazioni, *si assume che i flussi di cassa considerati siano posticipati e istantanei, cioè disponibili in unica soluzione alla fine di ogni periodo (anno)*.**

- **Assunto fondamentale: *per un agente avverso al rischio un'attività rischiosa ha valore minore del suo valore atteso*.**

TASSI DI SCONTO NELLE VALUTAZIONI

Principio I.20.13: In generale i premi al rischio, e quindi i tassi aggiustati per il rischio, sono specifici (entity specific), in quanto, anche a parità del livello di rischio percepito, *dipendono dal livello di avversione al rischio caratteristico delle parti coinvolte nella valutazione*. In una valutazione che adotti la prospettiva dei partecipanti al mercato, andrà fatto il miglior sforzo per garantire alle stime dei premi al rischio livelli adeguati di oggettività (nel senso della market consistency), utilizzando opportuni modelli di mercato.

Principio I.22.2: Il tasso di valutazione o tasso aggiustato per il rischio (*risk-adjusted rate*), è il *rendimento atteso riconosciuto in un mercato in equilibrio per investimenti alternativi esposti ad un medesimo rischio*. La valutazione di un flusso di cassa futuro rischioso si effettua scontando il valore atteso del flusso di cassa al tasso aggiustato per il rischio (relativo al periodo di differimento). *Il premio al rischio, ovvero la maggiorazione rispetto al tasso privo di rischio dovrà essere adeguato alla rischiosità del flusso di cassa.*

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE PER CHI?

***La scelta del tasso di attualizzazione costituisce l'ambito di maggior discrezionalità dell'esperto*, tale scelta per essere affidabile deve essere coerente con l'analisi fondamentale a supporto del processo valutativo, ossia con la qualità dei flussi di risultato da attualizzare. La scelta del tasso di attualizzazione è l'ultimo step dell'analisi fondamentale, che assicura il rispetto del principio della coerenza tra flussi attesi e costo opportunità del capitale. In breve, *i flussi di risultato da attualizzare e il tasso di attualizzazione vanno co-determinati*. (L. Guatri M. Bini, Nuovo Trattato delle Valutazioni di Azienda, Egea 2008)**

IL CAPM – CAPITAL ASSET PRICING MODEL

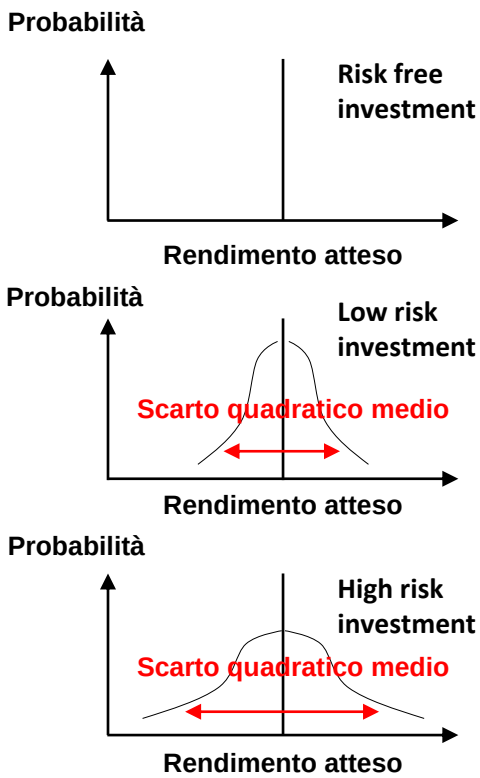
Principio III.1.35. Ai fini della determinazione del *costo dei mezzi propri*, è normalmente utilizzato il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, il quale è basato su ipotesi la cui plausibilità nel caso oggetto di esame deve essere vagliata dall'esperto. *L'utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure di altri modelli, deve essere segnalato*.

Principio III.1.36. In sede di applicazione del CAPM, l'esperto deve prestare grande attenzione alle tre principali variabili fondamentali: il tasso esente da rischio d'impresa (il cosiddetto *risk free rate*), il *premio di mercato per il rischio*, il *coefficiente ß* da ritenere appropriato come *indicatore del rischio sistematico dell'azienda* o del ramo di azienda da valutare. L'individuazione di queste grandezze deve essere coerente con il contesto, per ciò che attiene al mercato, e con le particolari caratteristiche dell'entità oggetto di stima.

Il CAPM nasce da due fondamentali articoli, che sviluppano la *portfolio theory* di Markovitz presentata in un paper del 1952, scritti in maniera indipendente da Sharpe (1964) e da Lintner (1965). Il CAPM presuppone le seguenti ipotesi:

1. **Investitori avversi al rischio (l'accettazione di un rischio va ricompensata)**
2. ***Investitori che detengono portafogli efficienti (fully diversified)***
3. **Tutti gli investitori hanno orizzonti di investimento eguali (holding period)**
4. **Aspettative omogenee in merito ai ritorni ottenibili dagli asset**
5. ***Assenza di costi di transazione***
6. **Assenza di imposte sugli investimenti finanziari**
7. **Possibilità di indebitarsi ed investire al medesimo tasso**
8. **Il mercato ha perfetta divisibilità e liquidità**
9. ***Non esistono informazioni non pubbliche* (impossibile individuare titoli sopra o sottovalutati)**

IL CAPM - DEFINIZIONE DI RISCHIO: RENDIMENTO ATTESO E VARIANZA/SCARTO QUADRATICO MEDIO



1. Attraverso l'investimento in un asset, l'investore si aspetta di realizzare un ritorno durante l'holding period dell'asset stesso
2. L'effettivo rendimento durante l'holding period può essere molto diverso rispetto ai possibili rendimenti attesi, da qui nasce il concetto di rischio
3. L'incertezza associata allo scostamento ex-post rispetto ai valori attesi ex-ante e' un parametro per determinare la rischiosità dell'asset
4. Il rischio è visto in termini di varianza/scarto quadratico medio tra rendimenti attesi e rendimento effettivo

Il valore attuale di rendimenti attesi si ottiene attraverso l'utilizzo di un appropriato tasso di attualizzazione

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL - DEFINIZIONI

La VARIANZA: la media degli scarti elevati al quadrato (tutti positivi altrimenti si annullerebbero) tra rendimento atteso e rendimento effettivo ovvero, in ottica prospettica, la differenza tra il rendimento atteso (media dei singoli rendimenti attesi divisi per gli stati del mondo ipotizzati) e i rendimenti attesi per i diversi stati del mondo; è un indice di dispersione, maggiore dispersione maggior rischio

La STANDARD DEVIATION: la radice quadrata della varianza, utilizzata per standardizzare i risultati

La COVARIANZA: la somma dei risultati derivanti dalla moltiplicazione degli scarti dei singoli stati del mondo (scarto stato del mondo 1 titolo alfa x scarto stato del mondo 1 del titolo beta) dei titoli che compongono il portafoglio divisa per il numero degli stati del mondo; indica con che intensita' e con che direzione due titoli si muovono vicendevolmente, indica se c'e' un fenomeno di dipendenza

La CORRELAZIONE: la covarianza divisa per gli scarti quadratici medi (1<= correlazione >= -1), ossia covarianza / (media standard deviation titolo alfa x media standard deviation titolo beta); e' una standardizzazione della COVARIANZA, consentendone una piu' semplice interpretazione

Questi concetti statistici sono i fondamenti della PORTFOLIO THEORY e dei modelli rischio - rendimento, tra cui anche il CAPM.

Una volta inquadrati gli strumenti statistici che consentono di definire il concetto di rischio, il tema e' capire quali possono essere le ragioni per cui i rendimenti effettivi di un titolo differiscano dal rendimento atteso.

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL

In maniera intuitiva il rischio totale di un titolo puo' essere suddiviso in due macro tipologie di rischi:

RISCHIO TOTALE = RISCHIO SPECIFICO (FIRM SPECIFIC RISK) + RISCHIO DI MERCATO (MARKET RISK) DI UN TITOLO

Varianza del rendimento del titolo i-esimo

Varianza Residua = Varianza - Covarianza
Rischio non sistematico - diversificabile

Covarianza
Rischio sistematico - non diversificabile

RISCHIO SPECIFICO (FIRM SPECIFIC RISK) = project risk, competitive risk, sector risk, industry risk, etc.

Il rischio specifico e' caratterizzato da avere un impatto o sulla singola impresa o su un numero limitato di imprese.

RISCHIO DI MERCATO (MARKET RISK) = aumento dei tassi di interesse, apprezzamento o svalutazione di una valuta (es. USD), crisi/indebolimento dell'economia (credit crunch 2008) ecc.

Il rischio di mercato e' caratterizzato da avere un impatto su un largo numero di imprese se non addirittura, in alcuni casi, sulla stragrande maggioranza di esse.

Per l'investitore marginale ampiamente diversificato il rischio totale di un titolo da aggiungere al proprio portafoglio si riduce alla quantificazione del rischio di mercato, l'investitore e' interessato a misurare la covarianza tra il titolo i-esimo rispetto alla varianza del portafoglio di mercato.

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL – RISCHIO DIVERSIFICABILE VS RISCHIO SISTEMATICO

Varianza del portafoglio

$$\sigma^2_P = \underbrace{a^2\cdot\sigma^2_A + b^2\cdot\sigma^2_B + c^2\cdot\sigma^2_C}_{\text{Varianza del rendimento del titolo i-esimo – rischio diversificabile}} + \underbrace{2\cdot a\cdot b\cdot\sigma_{AB} + 2\cdot a\cdot c\cdot\sigma_{AC} + 2\cdot b\cdot c\cdot\sigma_{BC}}_{\text{Covariarianza dei rendimenti di 2 singoli titoli i-esimi del portafoglio - rischio sistematico}}$$

	A	B	C
A	$a^2\cdot\sigma^2_A$	$b\cdot a\cdot\sigma_{BA}$	$c\cdot a\cdot\sigma_{CA}$
B	$a\cdot b\cdot\sigma_{AB}$	$b^2\cdot\sigma^2_B$	$c\cdot b\cdot\sigma_{CB}$
C	$a\cdot c\cdot\sigma_{AC}$	$b\cdot c\cdot\sigma_{AC}$	$c^2\cdot\sigma^2_C$

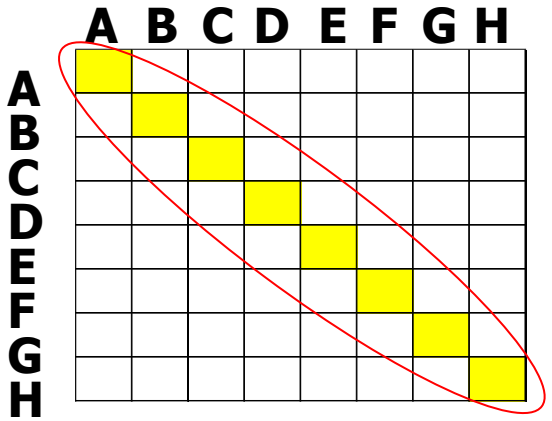
a = peso del titolo A nel portafoglio

b = peso del titolo B nel portafoglio

c = peso del titolo C nel portafoglio

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL – RISCHIO DIVERSIFICABILE VS RISCHIO SISTEMATICO

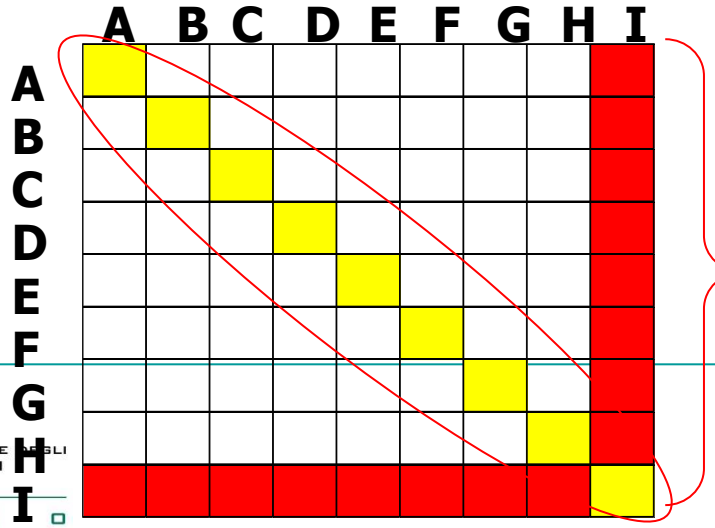
Matrice Varianza-Covarianza portafoglio di mercato con 8 titoli.



8 VARIANZE = peso rischio diversificabile/ diversificabile

56 COVARIANZE = peso rischio sistematico/ di mercato, non diversificabile

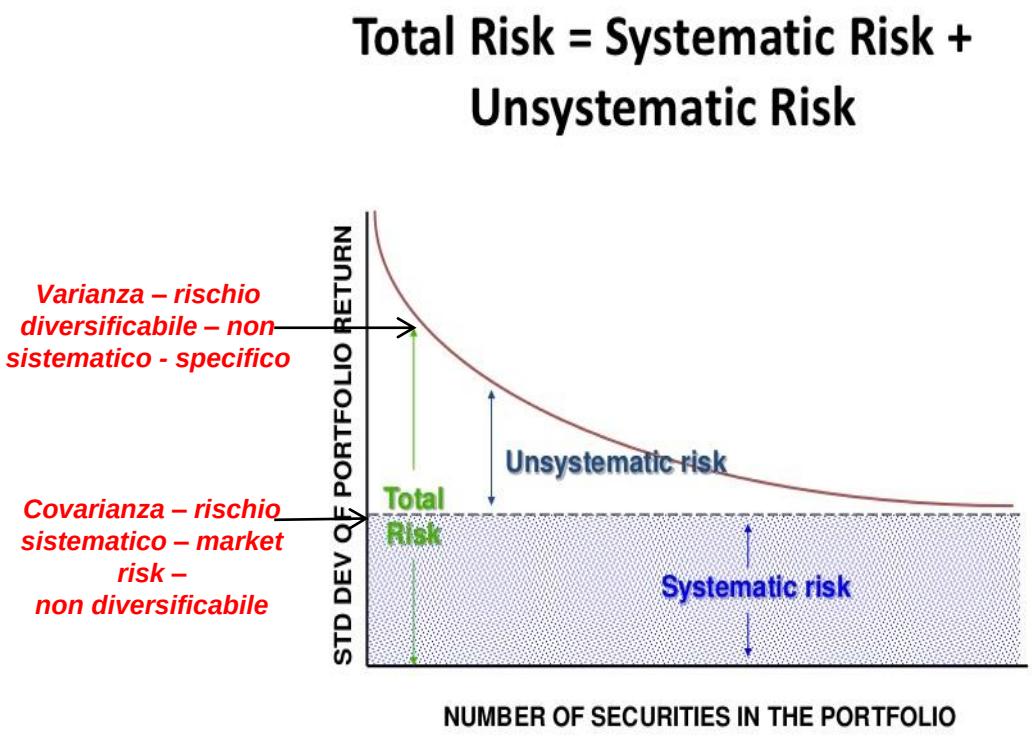
Il contributo del nuovo titolo i-*esimo* alla varianza del portafoglio di mercato è dato soprattutto dalle covarianze con gli altri titoli.



9 VARIANZE = peso rischio specifico/ diversificabile

72 COVARIANZE = peso rischio sistematico/ di mercato, non diversificabile

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL - RISCHIO DIVERSIFICABILE VS RISCHIO SISTEMATICO



Il contributo di un titolo alla varianza del portafoglio è dato <u>soprattutto</u> dalla <u>somma ponderata delle covarianze</u> del titolo con gli altri titoli sul mercato.

All'aumentare del numero di titoli in portafoglio il contributo della varianza diventa, quindi, sempre più piccolo: in tal modo viene realizzata la diversificazione.

Il rischio di un qualsiasi portafoglio può essere distinto in due componenti

rischio specifico/non sistematico (o diversificabile)

rischio di mercato/sistematico (dato dalle covarianze dei titoli tra di loro)

<u>Rischio non sistematico</u>: deriva da fattori legati alla società emittente il titolo. E' eliminabile con la diversificazione.

<u>Rischio sistematico</u>: è legato a fattori macroeconomici, è ineliminabile e corrisponde al rischio del portafoglio di mercato.

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL - RISCHIO DIVERSIFICABILE VS RISCHIO SISTEMATICO

- La diversificazione consente di ridurre il rischio di un portafoglio di titoli.

- Si può dire allora che un portafoglio ha un valore maggiore della somma del valore dei singoli titoli? (poiché è meno rischioso a parità di rendimento) No

Esempio: nei fondi comuni di investimento, il valore del fondo è dato dalla somma del valore dei titoli presenti nel fondo stesso. Non viene riconosciuto nessun premio per la diversificazione. Perché?

- E' talmente razionale la diversificazione che il mercato non la premia. E' al contrario penalizzato chi non la effettua; si vedano le quotazioni delle holding che solitamente quotano a sconto rispetto al NAV.

- Il rischio che viene premiato è il contributo fornito dal singolo titolo al rischio (ineliminabile) del portafoglio di mercato. Come misurarlo?

- *Ciò che conta è l'insieme delle covarianze ponderate del singolo titolo con tutti gli altri titoli presenti sul mercato*

- L'indicatore migliore è, quindi, dato dal rapporto della covarianza tra titolo e mercato con la varianza del mercato: il *BETA*

$$\frac{\sigma(i, m)}{\sigma^2(m)} = \beta_i$$

Covarianza del titoli i-esimo rispetto al Rendimento del MKT

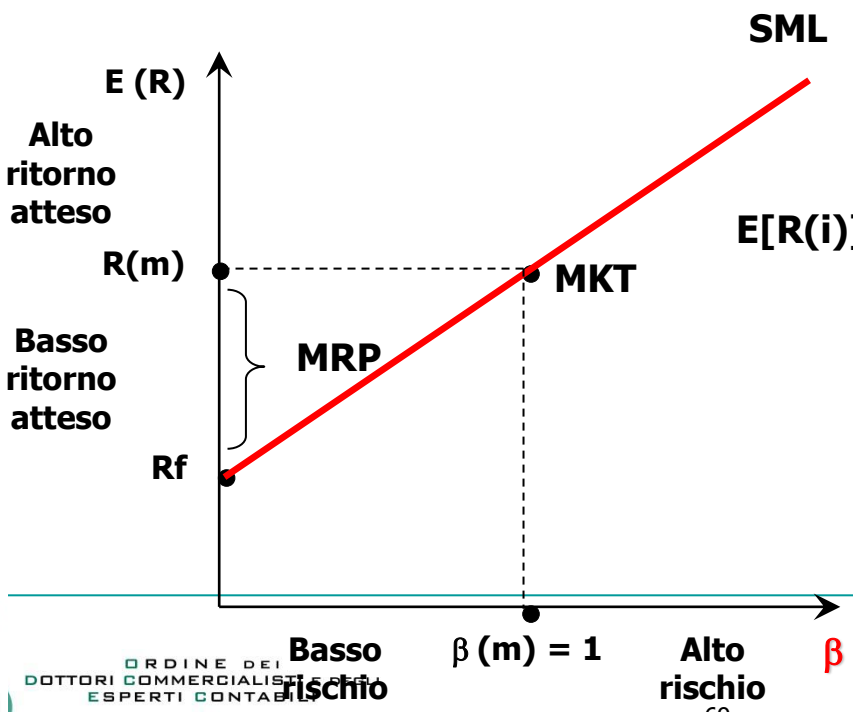
Varianza del Rendimento del MKT

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL

•Il β rappresenta la misura in cui, in media, i rendimenti di un titolo variano al variare dei rendimenti di mercato. Il β del mercato è per definizione pari ad uno poiché la covarianza tra il mercato e sé stesso è pari alla varianza. Il β del mercato è la media ponderata dei β dei diversi titoli presenti sul mercato.

• Un titolo che fornisce un modesto contributo al rischio sistematico del mercato ha un β inferiore ad 1. Un titolo che fornisce un grosso contributo al rischio sistematico del mercato ha un β superiore ad 1. Il MRP è il premio per il rischio del mercato, indica quante unità di rendimento vengono remunerate per essersi assunti un'unità addizionale di rischio.

Il rendimento atteso per l'azionista è il costo opportunità per l'impresa, per non distruggere valore deve remunerare l'azionista in modo coerente rispetto al grado di rischio assunto



$$E[R(i)] = Rf + \beta_i \bullet [R(m) - Rf] = Ri = CAPM$$

Pendenza SML

BETA

Costo del capitale azionario = Ke

Market Risk Premium (MRP)

IL CAPM – PROBLEMI APPLICATIVI – RISK FREE

Principio I.21.1 Il tasso privo di rischio (risk-free) è il rendimento riconosciuto in un mercato in equilibrio per prestiti considerati esenti da incertezza.

Operativamente alcune considerazioni di prassi integrate con le indicazioni dei PIV circa il Risk Free:

- no entity specific ma *market consistency* coerente con la situazione corrente di mercato finanziario (market consistent) alla data della valutazione

- *obbligazioni tripla AAA* (US, Canada, Svezia e Germania)

- il BTP italiano a 10 anni oggi, può essere una buona proxy per il risk free "puro" senza che sia influenzato dal rischio paese?

- problema "*flight to quality*" soluzioni: zero coupon o Interest Rate Swap a 10 anni

- rischio paese? Inserito nel tasso Rf? O Rf + calcolo separato del *Country Risk Premium*?

- per il calcolo del CRP si può fare riferimento al modello di Damodaran (articolo di commento critico di A. Amaduzzi, "Le Valutazioni delle Aziende", n. 73) oppure, per via comparativa, in caso di emissioni obbligazionarie non quotate e non coerenti con le esigenze valutative, alcuni possibili siti di riferimento per trovare dati:

http://viewswire.com/

http://www.institutionalinvestor.com/research/5194/Global-Rankings

http://www.euromoneycountryrisk.com/Home/Return/Countries

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL – PROBLEMI APPLICATIVI – IL MARKET RISK PREMIUM (MRP) O EQUITY RISK PREMIUM (ERP)

Anche l'ERP/MRP rappresenta un rendimento atteso; problema: come calcolarlo? I tre criteri più noti sono:

- 1) considerare l'ERP/MRP equivalente all'extrarendimento storico dei titoli azionari rispetto al rendimento dei titoli di Stato a breve o a lungo termine (*rendimento medio ex post come proxy per il rendimento medio atteso ax ante*)

Problemi applicativi:

- ampiezza del periodo di riferimento? 5, 10 anni? L'intero arco a temporale a disposizione? Prassi dal 1926 a oggi per il mkt americano

- quale media? Aritmetica o geometrica? La media aritmetica tende a sovrastimare il premio, solitamente si utilizza la media geometrica, gli studi empirici sembrano confermare la correttezza di questa scelta sul presupposto che i rendimenti degli investimenti azionari sono negativamente correlati nel tempo.

- 2) aggiustare l'extrarendimento storico per renderlo prospettico, complesso e, comunque, soggetto ad alto tasso di discrezionalità

- 3) estrazione dei rendimenti attesi dalle quotazioni correnti dei titoli, sulla base del *consensus* degli analisti; colgono il *momentum del mercato*, ossia catturano oltre al premio per il rischio di natura fondamentale anche tutti i fattori di natura extra fondamentale che pro-tempore incidono sull'indice di mercato.

Nell'uso dei modelli teorici per la stima del costo del capitale/mezzi propri, la variabile di input a maggior discrezionalità è senza dubbio costituita dal premio per il rischio di mercato. (L. Guatri, M. Bini, Nuovo Trattato delle Valutazioni di Azienda, Egea 2008)

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL – PROBLEMATICHE APPLICATIVE - IL BETA – REGRESSION BETA

La procedura standard per la stima del Beta è quella basata sulla regressione dei rendimenti del titolo Ri contro i rendimenti del portafoglio di mercato Rm; nel caso in cui la società target oggetto di valutazione non sia quotata (ipotesi diffusa nel contesto italiano) la procedura è caratterizzata dai seguenti step:

- *identificare un campione di società comparabili/confrontabili sotto il profilo del grado di rischio (leva finanziaria, leva operativa, dimensioni, ecc.)*

- decidere la serie storica dei rendimenti da considerare (quanti anni indietro? 5 anni Standard&Poors, 2 anni Bloomberg), *short run beta* vs *long run beta*

- decidere quali rendimenti considerare? Solo capital gain (Bloomberg) o anche i dividendi di periodo?

- decidere quale intervallo dei rendimenti considerare? Annuali, mensili (S&P), settimanali (Bloomberg), giornalieri, infra-day

Attenzione!! L'utilizzo di rendimenti giornalieri ha il pregio di aumentare il numero di osservazioni considerate nella regressione e migliorare la qualità del risultato a livello statistico ma può essere condizionata dal *non-trading bias* (soprattutto per i titoli più piccoli, quando non c'è trading il titolo ha rendimento pari a zero mentre il mercato si muove, pertanto l'inclusione di *periodi no-trading* nella regressione riduce la correlazione tra rendimento azionario e rendimento di mercato e, quindi, anche la stima del beta)

- definire quale indice di mercato prendere in considerazione? Dove è residente la società? O dipende dal portafoglio dell'investitore (domestico vs internazionale)? *TASSO DI INTERESSE PER CHI?*

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL – PROBLEMATICHE APPLICATIVE - IL BETA – REGRESSION BETA

Fatte le varie considerazioni richiamate in precedenza e calcolate le regressioni lineari dei rendimenti dei singoli titoli delle società comparabili rispetto all'appropriato indice di mercato preso a riferimento si ottengono i raw beta.

I raw beta sono, in linea di massima, *beta levered* e hanno la caratteristica di essere una misura del beta storico, si deve passare ad un *beta prospettico* attraverso la tecnica di Blume

Adjusted beta = raw beta x 0,67 + 1 x 0,33

I *beta adjusted* devono poi essere delevereggiati al fine di arrivare ad un *beta unlevered* attraverso la formula di Hamanda

$$\beta u = \beta l / (1 + (1 - T) \times D/E)$$ **presenza di benefici fiscali**

$$\beta u = \beta l / (1 + D/E)$$ **assenza di benefici fiscali**

DE-LEVERAGING

Una volta definiti i beta unlevered per ogni titolo di quelli identificati come comparabili, se ne calcola la media. Il coefficiente beta unlevered deve essere poi ritrasformato in *beta re-levered* in relazione alla specifica struttura finanziaria di riferimento (effettiva, nel caso di valutazione equity side) o prospetticamente sostenibile (nel caso di valutazione asset side, WACC) dell'azienda oggetto di valutazione:

$$\beta l = \beta u \times (1 + (1 - T) \times D/E)$$ **presenza di benefici fiscali**

$$\beta l = \beta u \times (1 + D/E)$$ **assenza di benefici fiscali**

RE-LEVERAGING

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL – PROBLEMATICHE APPLICATIVE – IL BETA – DELEVERING AND RELEVERING

TECNICA DI BLUME

PROCESSO DI DE-LEVERAGING

FORMULA DI HAMADA

IMPRESE COMPARABILI	RAW BETA	ADJUSTED BETA	DEBITI FINANZIARI	LIQUIDITA'	POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	VALORE DI MERCATO	D/E	D/(D+E)	tc	beta adjusted unlevered	beta adjusted unlevered no tax effect
ALFA	0,904	0,933	194	48	146	1.250	11,68%	10,46%	25%	0,858	0,835
BETA	1,234	1,153	557	421	136	1.375	9,89%	9,00%	35%	1,083	1,049
GAMMA	0,973	0,979	150	520	-370	5.981	0,00%	0,00%	33,33%	0,979	0,979
ZETA	0,632	0,751	183	47	136	209	65,07%	39,42%	33%	0,523	0,455
OMEGA	1,006	1,001	277	343	-66	3.839	0,00%	0,00%	35%	1,001	1,001
TETA	0,491	0,657	240	14	226	215	105,12%	51,25%	25%	0,368	0,320
LAMBA	0,508	0,669	399	133	266	592	44,93%	31,00%	35%	0,518	0,461
DELTA	0,595	0,727	330	71	259	492	52,64%	34,49%	33%	0,537	0,476
MEDIA	0,793	0,859					36,17%	21,95%	31,79%	0,733	0,697
MEDIANA	0,768	0,842					28,31%	20,73%	33,17%	0,697	0,656
MAX	1,234	1,153					105,12%	51,25%	35,00%	1,083	1,049
MIN	0,491	0,657					0,00%	0,00%	25,00%	0,368	0,320

BETA UNLEVERED MEDIO	0,733	0,697
Tc Target	33,00%	
D/E	20,00%	20,00%
Beta relevered della società target	0,831	0,836

PROCESSO DI RE-LEVERAGING

Per la *valutazione di una società non quotata* (e talora anche di dimensioni ridotte rispetto ai comparables ipotizzabili) *possono essere sempre utilizzati i parametri valutativi desunti dal mondo delle società quotate?*
Solo se l'azienda da valutare ha caratteristiche tali da poter interessare il mondo dell'intermediazione finanziaria per il comparto equity. E per le altre aziende?

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL – PROBLEMATICHE APPLICATIVE - IL BETA – I FONDAMENTALI DEL BETA

Il beta di un'impresa è determinato da 3 variabili:

- *tipo di attività*: il beta misura la rischiosità di un'impresa rispetto a un indice di mercato, più l'attività svolta dall'azienda risente dell'andamento generale del mercato, maggiore sarà il suo beta

- *intensità della leva operativa*: rapporto tra costi fissi e costi variabili, ad es. un'elevata incidenza dei costi fissi sui costi totali implica una maggior variabilità del reddito operativo, ne segue un beta maggiore

- *intensità leva finanziaria*: incremento del debito implica incremento del beta e viceversa

In generale, i *raw beta dei titoli a minor capitalizzazione* risultano molto più contenuti dei beta dei titoli a maggior capitalizzazione a causa della illiquidità e della ridotta presenza nei portafogli degli investitori istituzionali, c'è un ritardo nella reazione del prezzo rispetto alle fonti di rischio sistematico; *possibile soluzione* calcolare i sum beta, ossia somma tra il coefficiente beta storico e il coefficiente beta calcolato sulla base della covarianza fra il rendimento del titolo e il rendimento dell'indice di mercato nel periodo immediatamente precedente; in questo modo si riprende anche l'effetto ritardato sul prezzo del titolo delle variazioni dell'indice di mercato (somma dei beta, calcolati sulla base del confronto del rendimento di periodo del titolo (il giorno, la settimana o il mese) ed il rendimento di mercato riferito al periodo successivo).

Problemi: *il sum beta ha un errore standard molto più elevato del raw beta*, segue che si dispone di un beta più elevato ma con un intervallo di confidenza molto ampio, è affidabile?

Altra possibilità, incrementare il periodo di osservazione anche 10 anni (problema: magari le condizioni di rischio aziendale sono cambiate e/o il titolo è quotato da troppo poco tempo), ovvero ridurre le osservazioni su base settimanale o mensile (potrebbero essere troppo poche e, quindi, poco significative).

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL – PROBLEMATICHE APPLICATIVE - IL BETA – LA RETTA DI REGRESSIONE

L'equazione derivante dalla regressione lineare dei rendimenti del titolo rispetto al mercato è la seguente

Y = beta X + N **e** ***R2, Standard Deviation (verificare il livello di confidenza), T statistic se < 2, poco significativa***

Y = variabile dipendente

X = variabile indipendente

beta **= riassume l'indice di dipendenza di Y da X, coefficiente di regressione; indica di quanto varia in media Y per ogni variazione unitaria positiva di X, inclinazione della curva di regressione;**

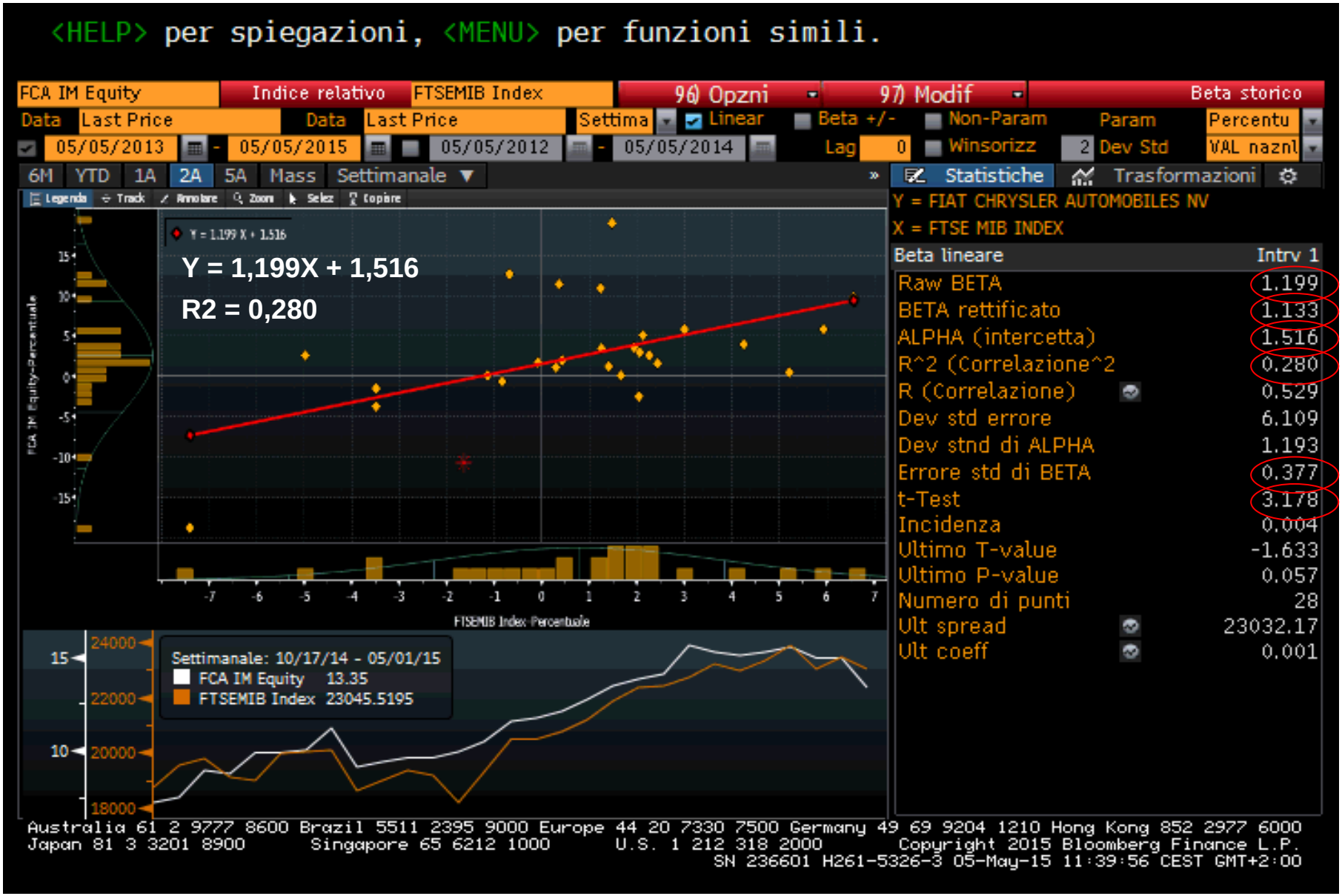
N **= intercetta sull'asse Y della retta di regressione (dovrebbe approssimarsi al risk free, se la regressione è significativa dal punto di vista statistico)**

R2 **= coefficiente di determinazione lineare, frazione della variabilità di Y attribuibile alla dipendenza lineare da X**

se *R2 = 0* non c'è relazione tra X e Y, retta di regressione non inclinata e devianza di regressione nulla

se *R2 = 1* tutti i valori giacciono sulla retta di regressione, tutta la variabilità di Y è dovuta alla dipendenza lineare da X e la devianza di dispersione è nulla;

ad es. se R2 è pari al 45% significa che il modello di regressione spiega il 45% della variabilità di Y (movimento del titolo *i-esimo*), il 55% non viene spiegato da questa relazione; se R2 è < 15% per osservazioni con cadenza mensile e al 5% con cadenza giornaliera i risultati della regressione possono dirsi poco significativi.


<HELP> per spiegazioni, <MENU> per funzioni simili.
FCA IM Equity
Indice relativo
FTSEMIB Index
96) Opzni
97) Modif
Beta storico
Data
Last Price
Settima
Linear
Beta +/-
Non-Param
Param
Percentu
05/05/2013
05/05/2015
05/05/2012
05/05/2014
Lag
0
Winsorizz
2
Dev Std
VAL nazn
6M
YTD
1A
2A
5A
Mass
Settimanale
Statistiche
Trasformazioni
Y = 1.199 X + 1.516
Y = 1,199X + 1,516
R2 = 0,280
FCA IM Equity-Percentuale
FTSEMIB Index-Percentuale
Settimanale: 10/17/14 - 05/01/15
FCA IM Equity 13.35
FTSEMIB Index 23045.5195
Y = FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES NV
X = FTSE MIB INDEX
Beta lineare
Intrv 1
Raw BETA 1.199
BETA rettificato 1.133
ALPHA (intercetta) 1.516
R^2 (Correlazione^2 0.280
R (Correlazione) 0.529
Dev std errore 6.109
Dev stnd di ALPHA 1.193
Errore std di BETA 0.377
t-Test 3.178
Incidenza 0.004
Ultimo T-value -1.633
Ultimo P-value 0.057
Numero di punti 28
Ult spread 23032.17
Ult coeff 0.001
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
SN 236601 H261-5326-3 05-May-15 11:39:56 CEST GMT+2:00

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL – PROBLEMATICHE APPLICATIVE – IL BETA – IL TOTAL BETA

Nel caso in cui si debba calcolare il *beta di una società non quotata* ovvero nel caso in cui il soggetto che intende investire nella target non sia diversificato a prescindere che investa in una target quotata o non quotata almeno una delle assunzioni fondamentali del CAPM non tiene, ossia gli *Investitori detengono portafogli efficienti (fully diversified)*; il rischio è quello di calcolare beta troppo bassi.

Soluzione possibile: calcolare il TOTAL BETA (A. Damodaran, La valutazione delle Aziende, Apogeo 2010, paper "Discount rate and cost of capital: some more about the puzzle", A.A.Rojo Ramirez, S.C.Rambaud, J.A. Canadas, 2011, M.Massari, L.Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGrow-Hill, 2004)

TOTAL BETA UNLEVERED = Beta unlevered del settore

$$\sqrt{R^2} \longrightarrow$$ ***Coefficiente di correlazione***

TANTO PIU' BASSO è R2 TANTO PIU' ALTO E' IL TOTAL BETA E VICEVERSA

Nel caso di Fiat/FCA il calcolo del TOTAL BETA implica il calcolo del beta unlevered del settore di appartenenza da dividere poi per la radice quadrata di R2, ossia

TOTAL BETA = 0,81/ 0,529 = 1,5271

rispetto a un raw beta di 1,199 e ad un adjusted beta di 1,133.

IL CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL – PROBLEMATICHE APPLICATIVE – IL FATTORE ALFA – RISCHIO IDIOSINCRATICO-SPECIFICO – COMMENTI PIV

Quando appropriato il costo dei mezzi propri (ke) ottenuto tramite il CAPM può essere maggiorato di un coefficiente (*fattore alfa*) che considera il *rischio specifico*. Nell'applicare un addendo al costo medio dei mezzi propri calcolato sulla base del CAPM occorre verificare di non aver già trattato il rischio sul fronte dei flussi di risultato attesi. Gli elementi che possono influenzare il rischio specifico attengono a tre principali classi:

RISCHI COMPETITIVI

a) livello competizione in aumento;

b) basse barriere all'entrata;

c) possibili guerre di prezzi;

d) entrata di nuovi concorrenti;

e) modifiche contesto regolamentare;

f) lancio di prodotti sostitutivi

RISCHI DI BUSINESS

a) quote di mercato in diminuzione;

b) volatilità dei risultati storici;

c) trend dei flussi futuri non in linea con l'andamento storico;

e) sostenibilità di strategie di pricing o di riduzione dei costi;

f) base di clientela concentrata;

g) dipendenza da fornitori chiave;

h) ridotte dimensioni.

RISCHI TECNICI

a) qualità processo di planning;

b) Scostamenti fra dati consuntivi e prospettici;

c) proiezione di tassi positivi di crescita del fatturato durante l'intero periodo di previsione

d) proiezione di marginalità in crescita durante l'intero periodo di previsione;

e) utilizzo di saggi di crescita nel valore terminale (g) elevati;

f) mancanza di dati su concorrenti e società comparabili.

COME QUANTIFICARLI?

POSSIBILI SVILUPPI DEL CAPM - IL RISCHIO IDIOSINCRATICO - SPECIFICO

1. Il modello a tre fattori (*Three Factor Model*, TFM) di Fama French (1993) afferma che per le imprese non finanziarie i fattori dominanti, da intendersi come fonti addizionali di rischio, sono la dimensione dell'impresa (Market Value-Market Capitalisation) e il rischio finanziario misurato dal reciproco del multiplo Price-to-Book Value, ossia Book Value/Price

2. Ri = Rf + β x Mkt Premium + SiSMB-MKT CAP + HiHML-BV/P

3. La remunerazione relativa alla prima componente di rischio β della versione classica del CAPM è espressa dal MKT Premium = (Rm - Rf); le altre due variabili *Si* e *Hi* esprimono la sensibilità della singola attività, rispettivamente, al *maggior rischio che caratterizza le imprese di minori dimensioni e le imprese con elevato rapporti book to market value*. Il premio per il rischio legato alla dimensione (*SMB – small minus big*) esprime il sovra-rendimento per ogni unità di rischio (*Si*); il premio per il rischio legato al rapporto B/M (*HML – high minus low*) esprime il sovra-rendimento per ogni singola unità di rischio *Hi*.

4. I risultati empirici degli studi fatti danno evidenza statistica che *i titoli a minore capitalizzazione e a maggior B/M danno rendimenti maggiori*.

5. Il modello di Fama e French e' un affinamento del CAPM, ma non ha avuto scarso successo nella pratica, a causa dei risultati poco convincenti; il modello dovrebbe correggere al rialzo il costo del capitale per le aziende di piccole dimensioni e con elevato multiplo BV/P; la correzione proposta arriva a identificare rendimenti attesi superiori al 30%, mentre per le imprese di maggiori dimensioni il modello porta a risultati in linea con CAPM, ne discende la poco utilita' ai fini pratici, ma non ai fini concettuali.

POSSIBILI SVILUPPI DEL CAPM - IL RISCHIO IDIOSINCRATICO - SPECIFICO

A causa della semplicita' del modello e delle ipotesi "irrealistiche" che ne sono alla base, la dottrina ha cercato di verificare le anomalie del modello, da intendersi con la ricerca di fattori aggiuntivi tali da spiegare i rendimenti storici dei titoli meglio di quanto non si ottenga con il Beta del CAPM.

Le principali anomalie identificate sono le seguenti:

- *Small firm effect*: le imprese di piu' piccola dimensione offrono rendimenti attesi piu' elevati di quelli previsti dal CAPM
- Value effect: le imprese con rapporti Book Value/Price piu' alti presentano rendimenti attesi piu' elevati di quelli previsti dal CAPM
- Neglected firm effect: le imprese I cui titoli non sono presenti nei portafogli degli investitori istituzionali presentano rendimenti attesi piu' elevati di quelli previsti dal CAPM
- Overreaction: i titoli che sono piu' (meno) penalizzati a seguito di shock negativi tendono a sovraperformare (sottoperformare) nei periodi successivi

Queste considerazioni, unitamente al fatto che dagli studi empirici sembrano porre in evidenza come il modello di Fama e French tenda a sopravvalutare i primi due effetti, ha portato a cercare di sviluppare un approccio alternativo al costo del capitale: il *CAPM modificato*.

Il CAPM modificato noto anche come *build-up method* consiste nell'utilizzare l'equazione del CAPM per la stima del costo medio-rappresentativo di mercato (o di impresa) a cui vengono sommati fattori correttivi specifici.

POSSIBILI SVILUPPI DEL CAPM - IL RISCHIO IDIOSINCRATICO - SPECIFICO

Le possibili varianti sono tre:

1. ***Build-up method con size premium*** **- mid-cap stocks, low-cap stocks e micro-cap stocks (*fonte Ibbotson Associates*)**

2. ***Build-up method con size premium e industry premium*** **- tale premio esprime l'extrarendimento del settore rispetto a quello medio di mercato (ERP) ed e' funzione del *rischio sistematico differenziale* che caratterizza il settore**

3. ***Build-up method con risk premium legato alla volatilita' dei risultati contabili*** **- evidenza secondo cui alla ridotta dimensione dell'impresa si accompagnano alcune caratteristiche espressive della rischiosita' aziendale; la rischiosita' e' negativamente correlata:**

    1. **Volatilita' dei margini operativi**
    2. **Volatilita' dei saggi di redditivita' dei mezzi propri (R.O.E.)**
    3. **Misura del margine operativo**

I dati dimostrano che le imprese che presentano un maggior coefficiente di variazione dei margini operativi (Ebit margin) e dei R.O.E., o margini operativi medi piu' contenuti, si caratterizzano per extrarendimenti storici molto elevati, non spiegati dal CAPM.

L'*Arbitrage Pricing Theory* (APT) di Ross (1976) considera tra i fattori esplicativi anche variabili macroeconomiche e finanziarie, ossia ammette molteplici fonti di rischio e per ciascuna attività molteplici beta, ognuno collegato ad una tipologia di rischio di mercato, ne consegue una complessità significativa dal punto di vista applicativo (problema pratico, come definirli e quantificarli?)

POSSIBILI SVILUPPI DEL CAPM - IL RISCHIO IDIOSINCRATICO - SPECIFICO

Laghi-Di Marcantonio (2014-15) hanno presentato un modello di stima per i rischi specifici/idiosincratici e dimostrano attraverso una serie di analisi e di ricerche empiriche su più di 1200 società quotate in Europa che:

- *il CAPM sottostima sistematicamente il costo del capitale proprio (Ke) in una misura compresa tra 200 e 600 punti base*; ne consegue che l'equazione per il calcolo del Ke dovrebbe passare da

- CAPM = stima Ke = Rf + remunerazione rischio sistematico a

- CAPM rivisto = stima Ke = Rf + remunerazione rischio sistematico + fattori di rischio idiosincratici/non sistematici/specifici

RISCHIO SPECIFICO	VARIABILE	DEESCRIZIONE E FONDAMENTO ECONOMICO	Impatto %
DIMENSIONE (S)	c/A	Reciproco del valore dell'attivo, al fine di ottenere un beta positivo(se aumenta la dimensione diminuisce il Size Premium. Il numeratore può essere una qualsiasi costante c.	10,70%
ASPETTATIVE (BV - M)	BV/M	Rapporto tra il patrimonio netto (book value) e la capitalizzazione di mercato. In dottrina, opinione controversa sul fondamento teorico, ma riconosciuta l'efficacia esplicativa (Fama-French); da interpretare quale indice delle espettative del mercato rispetto a quelle dichiarate dagli amministratori, nonchè misura implicita dell'opinione del mercato circa l'affidabilità dei piani degli amministratori	9,20%
OPERATIVO (OP)	EBITDA/EBIT	Rapporto tra l'EBITDA e l'EBIT, misura l'ammontare relativo di ammortamenti e svalutazioni rispetto all'entità del reddito operativo lordo. Da leggersi come una proxy della misura del rischio operativo connesso con l'incidenza dei costi fissi	45,60%
FINANZIARIO (FIN)	I/EBIT	Ammontare relativo degli interessi sul devito (I) rispetto all'entità del reddito operativo lordo (lo stock di debito è già considerato dal Beta relevered dal CAPM)	12,30%
VOLATILITA' (VOL)	$\frac{\sigma_i}{\sigma_{m(i)}}$	Rapporto tra la volatilità dei rendimenti del titolo i e la volatilità dei rendimenti dell'indice nazionale di riferimento (es. FTSE MIB per l'Italia) a un anno. Il medesimo rapporto è considerato nei modelli Total Beta e RR&C (Royjo-Ramirez et al.)	22,20%
			100,00%

CONCLUSIONI

Il CAPM ha degli oggettivi limiti e conseguentemente il suo utilizzo acritico può influenzare i valori identificati:

- le assunzioni teoriche sembrano non sempre realistiche, i dati di input richiesti sono caratterizzati da un elevato grado di discrezionalità e sono di natura storica/consuntiva ma dovrebbero essere una proxy per definire il rendimento atteso per uno specifico investimento. Per uno specifico Investitore diverso da quello marginale ampiamente diversificato?

- empiricamente sembra di poter dire che il modello non riesce a "prezzare" tutti i rischi idiosincratici/non diversificabili cui è soggetto l'investimento azionario, pertanto sottostima il rischio, ovvero il beta identificato non spiega il profilo di rischio dell'investimento, o meglio lo sottostima. C'è il rischio di valutazioni gonfiate?

- diventa fondamentale distinguere *per chi viene fatta la valutazione*? Non esiste un unico tasso di interesse adeguato in ogni caso, ma si devono definire dei tassi di interesse in base alla caratteristiche del soggetto per cui si sta facendo la valutazione e sulla base del piano industriale di riferimento, ovvero della configurazione di valore ricercata (valore in atto, potenziale controllabile, potenziale puro), *ma allora non è più entity specific?*

- ci si potrebbe chiedere se parte della bolla legata alle operazioni di M&A sia stata causata da un'errata capacità del CAPM di prezzare il rischio? Eccessiva "fiducia" nel valutare gli effetti dello scudo fiscale? WAAC vs Ke?

Se si utilizza il CAPM si potrebbe sostenere che, a parità di condizioni, il soggetto che potrebbe offrire di più per una società target è colui che può scontare ad un tasso minore, ossia il soggetto perfettamente diversificato (ad es. fondo pensione), viceversa il puro imprenditore mono-business sarebbe il soggetto che potrebbe offrire di meno in quanto non diversificato.

Questo non sembra però essere la realtà dei fatti, partendo dall'evidenza empirica, di solito gli investitori industriali (più o meno diversificati) sono disposti a "pagare di più", tema che si apre: *quanto valgono le sinergie? Come si valutano? E i benefici privati del controllo?*

Bibliografia

La teoria della creazione del Valore – L. Guatri Egea

OECD corporate governance guidelines

Borsa italiana - Glossario

Codice di corporate Governance – Comitato di corporate governance 2020

Principi per il governo delle società non quotate a controllo familiare. Codice di autodisciplina AIDAF 2017

Linea guida e Principi di Corporate Governance applicabili alle società non quotate – Nedcommunity EcoDa

Assetti organizzativi, amministrativi e contabili: profili civilistici e aziendalistici – Fondazione Nazionale dei Commercialisti 2023

Assetti organizzativi, amministrativi e contabili: check-list operative – Fondazione Nazionale dei Commercialisti 2023

Milton Friedman, "A 'Friedman Doctrine—The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits," New York Times Sunday Magazine, September 13, 1970, p. 17.

Corporate Governance versus Real Governance - Ronald J. Gilson, Stanford University and Columbia University - Journal of Applied Corporate Finance • Volume 34 Number 2 Spring 2022

How to Settle the Corporate Purpose Debate - Alfred Rappaport, Northwestern University, and Michael J. Mauboussin, Counterpoint Global Journal of Applied Corporate Finance • Volume 34 Number 2 Spring 2022

Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function - Michael Jensen, Harvard Business SchoolJournal of Applied Corporate Finance • Volume 22 Number 1 A Morgan Stanley Publication • Winter 2010

Principi di Finanza aziendale – Richard a. Brealy, Stewart C. Myers, F. Allen e S. Sandri McGRawHill VIII edizione 2020

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

FONDAZIONE COMMERCIALISTI
ODCEC di MILANO

BIBLIOGRAFIA

M. Bini, La (cattiva) prassi nella stima dei rapporti di concambio nelle fusioni a seguito di indebitamento (art. 2501 bis c.c.), Le Società 5/2017, pag. 584-594

M. Bini, Quali sono le sfide che la valutazione di azienda è chiamata ad affrontare ?, la Valutazione delle Aziende, Luglio 2019, Volume 1, pag. 5-12

M. Bini, N. Visciano, L'uso dell'Informazione Prospettica nella Valutazione delle Aziende, la Valutazione delle Aziende, Luglio 2019, Volume 1, pag. 13-25

Letture consigliate (approfondimenti)

Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications, A. Damodaran, http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf

Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications, A. Damodaran, http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/cashvaluation.pdf

The Fundamental Determinants of Growth, A. Damodaran, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/growth.htm

L'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione delle aziende, M. Bini, N. Visciano, La valutazione delle aziende, https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2019/07/Valutaz_13_25_BiniViscianoCorretto-1.pdf

L'analisi fondamentale (capitolo 4) e L'analisi patrimoniale (capitolo 5), in L. Guatri, M. Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, 2009

La vita utile degli intangibili (capitolo 11, par. 11.1 - 11-3), in M. Bini, La valutazione degli intangibili, Egea, 2011

GHIRINGHELLI