



## LE PERIZIE DI STIMA NELLA VALUTAZIONE: I PUNTI CRITICI

Prof. Michele PIZZO

Diretta 21 giugno 2010

### LA VALUTAZIONE D'AZIENDA: I PUNTI CRITICI



#### Struttura dell'intervento

- ✓ Scelta del metodo
- ✓ Coerenza: variabili e metodi
- ✓ *Disclosure* e *caveat*
- ✓ Valutazioni assolute
- ✓ Valutazioni relative
- ✓ Casi particolari: premi, sconti, aziende in perdita, rapporti di cambio

## SCelta DEL METODO



Coerenza dei criteri con le caratteristiche dell'entità oggetto di valutazione:

- ✓ attività svolta;
- ✓ struttura patrimoniale;
- ✓ dinamica gestionale.

## SCelta DEL METODO



Necessità di una pluralità di approcci.

Applicazione di metodi basati su principi di analisi differenti al fine di:

- ✓ assicurare la coerenza dei criteri di determinazione;
- ✓ garantire l'attendibilità dei metodi;
- ✓ suffragare i risultati raggiunti;
- ✓ individuare un range definito di valori.



## Metodi Finanziari

Il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa deve essere rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda (debito e capitale di rischio) e della loro incidenza.

Il rischio è calcolato in linea con il *Capital Asset Pricing Model*.

$$WACC = (D/D+E)*Kd + (E/D+E)*Ke$$



## Metodi Redditali

Il tasso di attualizzazione dei redditi prospettici deve esprimere un costo opportunità, il rendimento normale offerto da investimenti a titolo di capitale di proprietà effettuati in aziende caratterizzate dal medesimo profilo di rischio.



### Metodi Misti Redditali-Patrimoniali

Il tasso di attualizzazione dei redditi differenziali deve esprimere la misura del puro impiego del capitale investito in condizioni di assenza di rischio (*free risk rate*) o riflettere anche il rischio specifico di perdita dei redditi differenziali.



Utilizzo di criteri omogenei di individuazione delle variabili:

- ✓ deflazionamento;
- ✓ durata delle proiezioni con i tassi individuati;
- ✓ valori di K e di R;
- ✓ calcolo WACC nel tempo.

## DISCLOSURE E CAVEAT



Necessità di definire la cornice di riferimento della valutazione e, di riflesso, i profili di responsabilità.

- ✓ individuazione della data di riferimento;
- ✓ definizione delle finalità della valutazione;
- ✓ segnalazione delle eventuali anomalie;
- ✓ assenza di giudizi circa l'accuratezza dei dati di *input*;
- ✓ mancata verifica della completezza delle informazioni ricevute.

## VALUTAZIONI ASSOLUTE



### *Metodi Redditali*

- ✓ soggettività nell'individuazione dei presumibili redditi futuri;
- ✓ correlazione della stima del reddito a regime;
- ✓ opinabilità dell'ampiezza del riferimento temporale;
- ✓ coerenza con le altre variabili del tasso di attualizzazione.



### Metodi Misti Redditali-Patrimoniali

$$W_M = K + a_n \cdot i^i (R - i'' K)$$

- ✓ soggettività nella individuazione del reddito medio atteso;
- ✓ coerenza delle ipotesi di stima di K con quelle di R;
- ✓ opinabilità della durata dei redditi differenziali;
- ✓ coerenza con le altre variabili del tasso di attualizzazione;
- ✓ necessità di un'analisi di Benchmark ai fini della corretta individuazione del rendimento normale del settore



### Metodi Finanziari

$$W = \sum_{k=1}^n \frac{FCF_k}{(1+WACC)^k} + HV - NF$$

- ✓ soggettività nella stima dei flussi di cassa operativi;
- ✓ correlazione della stima del *terminal value*;
- ✓ opinabilità dell'orizzonte di proiezione esplicita;
- ✓ coerenza con le altre variabili del tasso di attualizzazione;
- ✓ corretta individuazione della posizione finanziaria netta (ampiezza e criteri di determinazione).



### *Metodo dei multipli*

- ✓ nesso di causalità fra le variabili di performance e prezzo di mercato
- ✓ minimizzazione delle distorsioni
- ✓ inapplicabilità per le imprese in fase di start-up
- ✓ transazioni comparabili
- ✓ utilizzo come metodi di controllo



- ✓ sconti di minoranza
- ✓ premi di maggioranza
- ✓ aziende in perdita
- ✓ rapporti di cambio