

***L'ESPERTO VALUTATORE E LE VALUTAZIONI PER
AUMENTO DI CAPITALE E DI CONFERIMENTO
PIV e Discussion Paper 01/2018 della Fondazione OIV***

**L'APPLICAZIONE DEI METODI «INDIRETTI»
(FINANZIARI, REDDITUALI, PATRIMONIALI, MISTI)**

Dott. STEFANO GOLIN

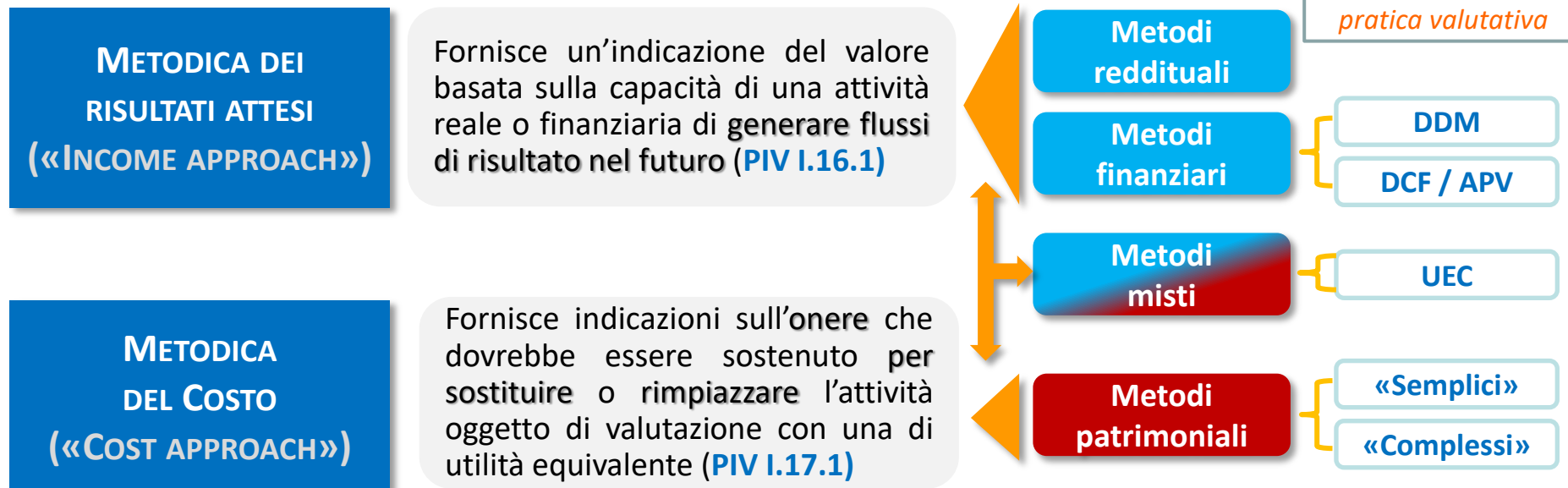
Verona, 6 dicembre 2018

VALUTAZIONI PER AUMENTI DI CAPITALE (AuCAP)

METODI «INDIRETTI» O TRADIZIONALI

I METODI «INDIRETTI» NELLA DOTTRINA / PRASSI VALUTATIVA

- Sono metodi di valutazione idonei a esprimere un **valore intrinseco** (o «fondamentale»), denominati «indiretti» o «assoluti» per distinguerli dalle impostazioni finalizzate a determinare in modo diretto e comparativo il valore di mercato («market approach»)
- L'impiego di tali metodi è particolarmente indicato per richiamare l'attenzione sui «fondamentali» della società – candidata alla quotazione o non quotata – che procede ad un aumento di capitale, quindi per cogliere compiutamente le sue capacità e condizioni specifiche



VALUTAZIONI PER AUMENTI DI CAPITALE (AuCap) CONFIGURAZIONI DI VALORE

IL «PRICING» DEI TITOLI OGGETTO DI EMISSIONE

Normalmente vengono impiegate le seguenti configurazioni di valore:

INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)

«**Valore di mercato**»: assumendo adeguate condizioni di efficienza del mercato, i prezzi espressi per titoli quotati dovrebbero tendenzialmente allinearsi ai valori intrinseci o fondamentali.

In assenza di società comparabili è possibile l'impiego di un metodo valutativo «indiretto» come impostazione principale

AUMENTI DI CAPITALE (AuCap) SOCIETÀ NON QUOTATE

«**Valore intrinseco**» («as is»): particolarmente indicato per richiamare l'attenzione sui fondamentali.

In genere ottenibile adottando approcci valutativi basati sull'attualizzazione di flussi attesi

«Il **valore intrinseco** esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi» (PIV I.6.8)

IN FUNZIONE CAPACITÀ REDDITO
CORRENTE

NON CONSIDERA POSSIBILI SINERGIE
O EFFICIENTAMENTI DI TERZI

NON INCLUDE PREMI O SCONTI, NON
ESSENDO UN VALORE DI SCAMBIO



VALUTAZIONI PER AUMENTI DI CAPITALE (AuCap) PIANO INDUSTRIALE / BUSINESS PLAN

BASE INFORMATIVA CON METODI DI VALUTAZIONE BASATI SUI FLUSSI DI RISULTATO ATTESI

Di regola, è incentrata su un **PIANO INDUSTRIALE** oppure su un **BUSINESS PLAN**, contenente proiezioni future attendibili e sostenibili



SE DISPONIBILE...

PIANO
INDUSTRIALE
OPPURE
BUSINESS PLAN

- ☐ In caso di valutazione «piena», l'esperto deve esprimersi sui contenuti e sulla ragionevolezza complessiva del piano sottopostogli per la determinazione dei flussi e ove necessario deve integrarlo con specifiche motivazioni (**PIV III.1.2**; **PIV III.1.24**)
- ☐ Se l'arco temporale di riferimento del piano è relativamente contenuto (es. 3 anni), si deve procedere – dandone notizia – ad estenderlo almeno sino al momento della prevedibile stabilizzazione di tutti i driver di valore (marginalità, tasso di reinvestimento e crescita, costo del capitale)



SE NON DISPONIBILE...

PIANO
INDUSTRIALE
OPPURE
BUSINESS PLAN

- ☐ È possibile considerare i flussi di risultato aziendali, focalizzando l'attenzione sui dati storici e sulla stabilizzazione dei driver di valore per il futuro
- ☐ In tali casi è possibile ricorrere a metodi reddituali semplificati, che capitalizzano il risultato storico medio-normalizzato distribuibile e che si fondano su condizioni stabilizzate di tipo stazionario (escludendo ad esempio la crescita) ovvero su condizioni correnti

VALUTAZIONI PER AUMENTI DI CAPITALE (AuCAP)

IMPOSTAZIONI «ASSET SIDE» / «EQUITY SIDE»

LE DIVERSE IMPOSTAZIONI NEI METODI DI VALUTAZIONE BASATI SUI FLUSSI DI RISULTATO ATTESI

	Impostazione «Equity side»	Impostazione «Asset side»
STIMA DIRETTA	Capitale netto (K)	Capitale investito operativo / Enterprise Value (EV)
FLUSSI IMPIEGATI	Flussi disponibili per soci / azionisti (flussi netti)	Flussi disponibili per l'impresa (flussi operativi)
TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	Costo opportunità capitale di rischio o Costo mezzi propri (K_e)	Costo medio ponderato capitale investito (WACC)
AMBITO GENERALE DI UTILIZZO	In presenza di struttura finanziaria con rilevanti specificità, non comparabile con quella ottimale / «target» del settore	Con struttura finanziaria (da recepire nel WACC) concretamente realizzabile e sostenibile nel tempo

- Le valutazioni «asset side» sono in genere considerate preferibili per ragioni concettuali secondo cui il valore sarebbe legato essenzialmente ai flussi operativi
- In linea di principio, l'impiego delle due varianti nell'ambito dello stesso metodo di valutazione e della stessa base informativa, dovrebbe condurre a **risultati equivalenti**, ma nella realtà raramente si verifica; i risultati potrebbero essere sensibilmente differenti in presenza di una struttura finanziaria considerata nella variante «equity side» diversa da quella «target» impiegata nel WACC nella variante «asset side»

VALUTAZIONI PER AUMENTI DI CAPITALE (AuCap) LE PROSPETTIVE DI CRESCITA

L'ASSUNZIONE DELLA PROSPETTIVA «PRE-MONEY» (PIV IV.3)

L'esperto dovrebbe realizzare una valutazione cosiddetta «as is» e quindi escludere il valore generato grazie all'impiego delle nuove risorse finanziarie raccolte, evitando in tal modo che i vecchi azionisti possano trarre vantaggio in seguito ai benefici creati dagli apporti dei nuovi soci

Normalmente, le prospettive di crescita considerano esclusivamente



PERCORSI DI
CRESCITA INTERNA

ELEMENTI CHIAVE DA EVIDENZIARE NELL'INTERESSE DEL POTENZIALE INVESTITORE

- ☐ incidenza sul valore stimato della capacità di reddito corrente e della crescita futura attesa
- ☐ descrizione della strategia di crescita: crescita dei ricavi (es. lancio nuovi prodotti, diverso mix) e crescita dei risultati per riduzioni di costi, incrementi di produttività
- ☐ crescita interna fondata su nuovi investimenti già realizzati oppure su futuri investimenti previsti (deliberati o meno) ma non ancora implementati, neppure in parte
- ☐ contenuti specifici dell'eventuale attesa di miglioramento dell'efficienza e/o di ottimizzazione del business («streamlining»)
- ☐ evoluzione dei tipici fattori di rischio operativo o tecnico-industriale

VALUTAZIONI PER AUMENTI DI CAPITALE (AuCAP) LA RAGIONEVOLEZZA DELLE IPOTESI DI CRESCITA

LE VERIFICHE DELL'ESPERTO

La stima del tasso di crescita (g) richiede uno sforzo dell'esperto sul fronte dell'analisi fondamentale finalizzato a comprendere la **sostenibilità nel lungo periodo del vantaggio competitivo** di cui gode al momento l'azienda, nella consapevolezza che tali vantaggi sono destinati a ridursi o a esaurirsi nel tempo ([commento PIV III.1.37](#)).

La marginalità e le possibilità di crescita (anzitutto interna) dipendono, essenzialmente:

- ☐ condizioni e prospettive di crescita del settore di riferimento
- ☐ capacità competitiva e prospettive di crescita dell'azienda, anche in considerazione della dinamica storica

TENDENZA NEL LUNGO PERIODO ...



Il tasso di crescita impiegato NON dovrebbe quindi essere generalmente superiore al tasso di espansione del settore di appartenenza, pur potendolo superare per periodi brevi

Tasso di crescita impiegato



Tasso di crescita settore



VALUTAZIONI PER AUMENTI DI CAPITALE (AuCap)

CASI PARTICOLARI [1/2]

1

EMITTENTI
COINVOLTI IN
PROCESSI DI
RISTRUTTURAZIONE
E TURNAROUND

- ☐ Dovrebbe essere adottata una prospettiva «**post-money**», qualora i piani aziendali utilizzati incorporino i risultati riferibili agli interventi di ristrutturazione possibili grazie all'apporto delle nuove risorse finanziarie
- ☐ Nei casi di conferimenti in natura occorrerebbe però evitare che il numero delle nuove azioni attribuite al conferente derivi da una valutazione «**post-money**» dell'entità, in quanto farebbe venir meno il naturale effetto diluitivo in capo agli azionisti della conferitaria (in fase di turnaround) a svantaggio del nuovo azionista (conferente)
- ☐ È necessario esplicitare i criteri adottati, in particolare quando il prezzo di emissione genera **effetti diluitivi** importanti sul capitale

2

START-UP
SENZA STORIA
SIGNIFICATIVA O CON
RISULTATI ATTESI
INIZIALMENTE
NEGATIVI

- ☐ Generalmente le previsioni future sono riferite allo scenario più probabile, che raramente coincide con quello **medio atteso**
- ☐ È opportuno adottare particolare prudenza nella stima del **tasso di attualizzazione**, il quale può risultare significativamente più elevato del costo del capitale che sarebbe calcolabile con criteri tradizionali



VALUTAZIONI PER AUMENTI DI CAPITALE (AuCAP)

CASI PARTICOLARI [2/2]

3

CON
RIASSORBIMENTO DI
SOVRA
INDEBITAMENTO
PREGRESSO
(DA OPERAZIONI
LBO-MBO)

- ☐ La stima del costo del capitale è effettuata impiegando normalmente la struttura finanziaria che verrebbe assunta «post-money», in quanto la valutazione «pre-money» rifletterebbe una struttura finanziaria destinata a mutare con il rimborso del debito
- ☐ In questi casi potrebbe essere valido l'impiego di tassi variabili nel tempo o del modello **Adjusted Present Value (APV)**, in cui il valore aziendale («asset side») è ottenuto quale somma di due addendi:
 - a. valore dell'azienda se fosse interamente finanziata con capitale di rischio
 - b. valore attuale benefici legati alla deducibilità degli oneri finanziari

4

CARATTERIZZATI
STRUTTURALMENTE
DA UNA POSIZIONE
FINANZIARIA
POSITIVA

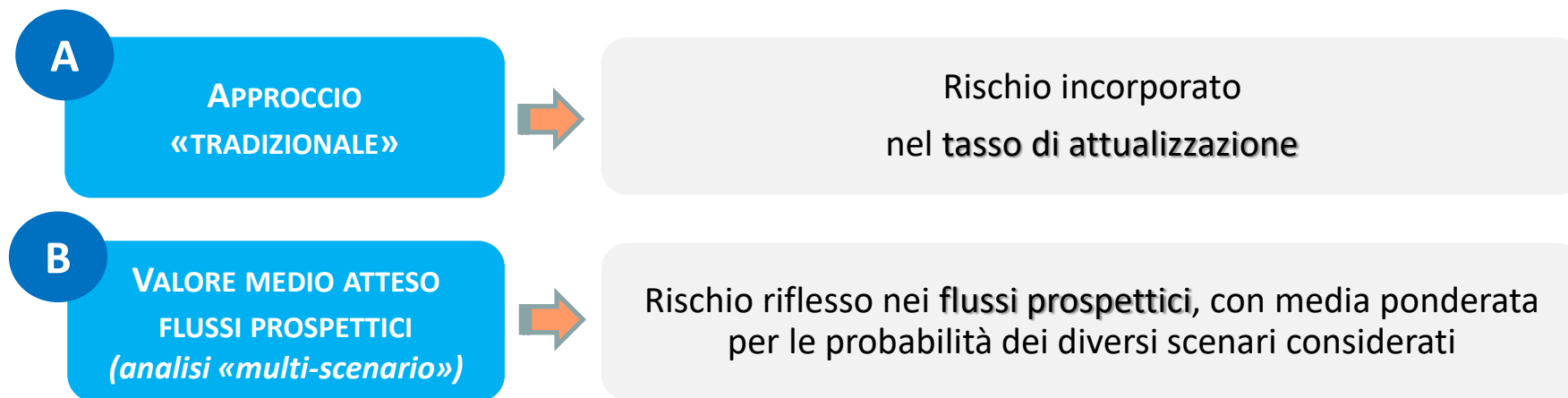
- ☐ L'aumento di capitale potrebbe essere finalizzato a consentire alla società di acquisire risorse per finanziare **percorsi di crescita esterna**
- ☐ Essendo il valore intrinseco normalmente stimato sulla base di criteri fondati sui flussi distribuibili agli azionisti, assume particolare rilievo:
 - il **payout** assunto nella valutazione
 - il rendimento degli utili non distribuiti
 - il **costo del capitale** che deve riflettere la **posizione finanziaria attiva**

VALUTAZIONI PER AUMENTI DI CAPITALE (AuCap)

L' «EXECUTION RISK»

LA PONDERAZIONE DEL RISCHIO NEI METODI FONDATI SUI FLUSSI DI RISULTATO

All'impiego di qualsiasi modello valutativo fondato sulle previsioni di risultati attesi – specialmente se associati a progetti o iniziative più o meno innovativi o differenti rispetto alla storia aziendale – si associa un «**execution risk**», essenzialmente legato al **grado di ambizione** degli obiettivi desiderati e prefissati rispetto alle capacità e competenze disponibili o prontamente acquisibili per il loro perseguimento



Esempi di possibili scenari da considerare

- ☐ «best estimate»: scenario più probabile (non il più ottimistico)
- ☐ «steady state»: scenario incentrato sulla capacità corrente di reddito dell'impresa
- ☐ «survival scenario»: scenario con prospettive normali di settore

VALUTAZIONI PER AUMENTI DI CAPITALE (AuCap)

«TERMINAL VALUE» E «SENSITIVITY ANALYSIS»

IL «TERMINAL VALUE» NEI METODI BASATI SUI FLUSSI DI RISULTATO ATTESI

Il valore terminale può essere calcolato sostanzialmente in due modi:

- attualizzando – per un orizzonte temporale indefinito – un **flusso normalizzato**, sostenibile nel lungo periodo, tenendo conto anche di un **tasso di crescita** coerente con i fondamentali (SOLUZIONE CONSIDERATA METODOLOGICAMENTE PIÙ CORRETTA)
- applicando al flusso terminale normalizzato un **moltiplicatore** ricavato dall'esame di **società confrontabili**, caratterizzate anch'esse da uno scenario remoto stabilizzato (SOLUZIONE GENERALMENTE UTILIZZATA COME UTILE CONTROLLO)

UN ESEMPIO DI «SENSITIVITY ANALYSIS» NEL MODELLO DCF CON LOGICA «ASSET SIDE»

Nella prassi è frequente il ricorso ad un flusso terminale pari a quello dell'ultimo anno del periodo di previsione analitica, capitalizzato per un anno al tasso g :

$$TV = \frac{FCFO_n (1 + g)}{WACC - g}$$

TV = terminal value

$FCFO_n$ = flusso di cassa normalizzato anno « n »

g = tasso di crescita

$WACC$ = costo medio ponderato capitale investito

«Sensitivity Analysis» - Modello DCF (*)						
€'000		WACC				
Tasso di crescita « g »		10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
	2,0%	2.120	2.002	1.897	1.802	1.716
	1,5%	2.002	1.897	1.802	1.716	1.638
	1,0%	1.897	1.802	1.716	1.638	1.567
	0,5%	1.802	1.716	1.638	1.567	1.502
	0,0%	1.716	1.638	1.567	1.502	1.442

(*) Numeri proposti a titolo di mero esempio



Ordine dei
Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili
Verona

GRAZIE PER L'ATTENZIONE

stefano.golin@belluzzo.net