Ordine dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili di Padova

Fonti dei parametri finanziari e di mercato utilizzabili nelle valutazioni

Commissione aziendale – Valutazione d'azienda
ODCEC Padova

Giulia Milan

16 Ottobre 2018

Centralità della base informativa

- L'opinione di valore deve essere **verificabile**

  ovvero il processo valutativo deve poter essere dimostrato con riguardo a:
  - **Provenienza** dei **dati** utilizzati
  - Attendibilità e autorevolezza delle **fonti**
- L'opinione di valore deve essere **coerente**

  nel senso che vi sia corrispondenza fra **base informativa**, obiettivi e risultati conseguiti dalla valutazione
- L'esperto deve svolgere un'analisi della base informativa con il necessario **spirito critico** (in base a conoscenze, esperienza professionale e buon senso)

Requisiti della base informativa

- **Completezza**: la base informativa deve essere particolarmente ampia e dovrebbe comprendere dati relativi al contesto economico, all'azienda, al settore ed al segmento di riferimento, al mercato finanziario, alle società confrontabili
- **Coerenza**: da rispettarsi con riferimento agli input, alla metodica di stima prescelta, alla configurazione di valore, alla finalità della stima
- **Attendibilità**: la base informativa dove accogliere le migliori informazioni acquisibili alla data di riferimento della valutazione e avere un adeguato livello di affidabilità e veridicità
- **Obiettività**: i dati devono essere equi ed imparziali

Spirito critico

- Per agire con spirito critico l'esperto deve utilizzare le proprie competenze per valutare **ragionevolezza** e utilizzabilità di **informazioni** prodotte da **fonti non indipendenti**
- Ciò comporta il **confronto** con altre **informazioni** o evidenze **esterne** o indipendenti
- Si tratta di un approccio tipico del **revisore legale** (ISA ITALIA 200) - **scetticismo professionale**: atteggiamento che comprenda un approccio dubitativo […] e una valutazione critica degli elementi probativi

Estensione base informativa e tipologia di incarico

Riferimento e qualità delle fonti utilizzate

- La relazione dell'esperto deve contenere **la natura e le fonti delle informazioni** su cui si è basata la stima e le eventuali limitazioni alla base informativa
- Le fonti informative possono essere:
  - **Interne** - prodotta dal soggetto cui si riferisce la valutazione o da chi ne ha il controllo (es. piano aziendale)
  - **Esterne** - raccolta sul mercato o da fonti terze indipendenti (es. tassi, variabili macroeconomiche)
- L'esperto deve **assegnare maggiore peso** all'**informazione** di fonte **esterna** ed indipendente

Riferimento e qualità delle fonti interne utilizzate

- Per quanto attiene alle **fonti informative interne**, ad esempio:
  - si deve accertare quale sia la **fonte di formulazione** e approvazione del **piano** (e in che misura rappresenti la volontà strategica della proprietà/management a perseguirlo)
  - è necessaria la verifica la coerenza complessiva delle **ipotesi alla base del piano**
  - e, in particolare, se le **previsioni** relative alla società sono **coerenti** con lo **scenario** prefigurato dal **mercato**

Riferimento e qualità delle fonti esterne utilizzate

- Per quanto attiene alle **fonti informative esterne**, ad esempio:
  - L'esperto deve precisare le **fonti** di cui si è avvalso per la determinazione dei **tassi** utilizzati nelle valutazioni, indicando le **ragioni delle proprie scelte** (nella consapevolezza della possibile diversità delle fonti disponibili)
  - Deve essere valutata l'obiettività di **pareri forniti da esperti terzi** in relazione alla competenza rispetto alla tipologia di informazione
  - La valutazione risulta verificabile se l'esperto ha operato con chiarezza, il che presuppone anche che si ricerchino (laddove disponibili) **evidenze esterne di ragionevolezza** dei risultati raggiunti (cd. *sanity check* – ad esempio rispetto alle ipotesi alla base del piano)

Riferimento e qualità delle fonti utilizzate - esempio

Seeking Alpha Portfolio People News Analysis Search by symb

FCAU $17.51 ▼ -0.40 (-2.23%) 4:00 PM 9/28/18

Fiat Chrysler Automobiles NV | NYSE

Post-Market: $17.51 0.00 (0.00%) 5:50 PM

Get Alerts

(25,808 followers)

Analysis & News | Earnings | Dividends | StockTalk | Key Data | Valuation | Peers

Overview | Financials | SEC Filings | Historical Quotes | Splits | Options

Trading Data

Today's Volume	3241512	52 Week Range	15.33 - 24.95
Average Volume (3 month)	5198389	52 Week Performance	-2.23%
Average Volume (10 days)	3501010	36M Beta	1.91
Previous Close	17.91	60M Beta	1.63
Open	17.56	50 Day Moving Average	17.13
Day Range	17.49 - 17.71	200 Day Moving Average	20.35

Se con 36M Beta il WACC è pari al 9,0%, utilizzando 60M beta diventa 8,11%

Controllabilità e significatività delle fonti esterne

- Osservazione diretta vs indiretta
- Contenuto informativo (es. moltiplicatori di mercato desunti dalle capitalizzazioni di Borsa rispetto a quelli desunti dai prezzi formatisi in negoziazioni)
- Comparabilità e coerenza rispetto all'oggetto di valutazione (es. correttivi al CAPM per riflettere premi per limitata dimensione)

Controllabilità e significatività delle fonti esterne - esempio

Valori in Euro milioni. Fonte: Mergermarket

Date	Target Company	% stake	Deal Value	Deal Value Source	Implied Equity Value	Net Debt	Enterprise Value	Revenue	EBITDA	EV / Revenue	EV / EBITDA
20/09/2018	Malo S.p.A.		10	Newspaper			10				
14/09/2018	Stella 81	70%	7	Advisor			7				
13/09/2018	Itacosmer S.p.A.		25	Advisor			25				
31/07/2018	Educom S.p.A.		5	Unquote intelligence			5				
18/09/2018	Rollon S.p.A.		468	8-k form filed			468		35		13,38x
25/07/2018	Industria Cartaria Pieretti S.p.A.		80	Unquote intelligence			80				
13/07/2018	Morini S.p.A.		40	10-Q form filed (app.)			40				
13/07/2018	Opto-Tech S.r.l.		19	8-k form filed			19				
11/07/2018	Sigea S.r.l.		15	Advisor			15				
20/07/2018	Metallurgica Bresciana S.p.A.		47	Press release (app.)			47	49		0,97x	
19/07/2018	Rigoni di Asiago S.r.l.	42,70%	48	Unquote intelligence	112	31	144	122	17	1,17x	8,49x
24/07/2018	Acciaierie e Ferriere di Piombino S.p.A.		55	Press release			55				
31/07/2018	Guala Closures S.p.A.	81,22%	925	Press release	504	516	1.019	535	103	1,91x	9,87x
23/07/2018	SNAITECH S.p.A.		841	Press release	413	429	841	890	136	0,95x	6,19x
31/07/2018	Megas. Net S.p.A.		36	Newspaper (app.)			36				
Mean										**1,25x**	**9,48x**
Median										**1,07x**	**9,18x**

Controllabilità e significatività delle fonti esterne - esempio

Companies Ranked by Market Capitalization — **Premia over CAPM (Size Premia, RP_s)** — **Exhibit B-1**

Historical Equity Risk Premium: Average Since 1990
Data for Year Ending December 31, 2015

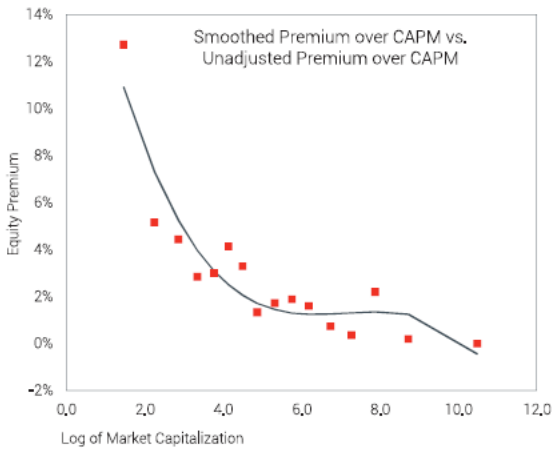
Portfolio Rank by Size	Avg. Mkt Cap (in € millions)	Log of Avg. Mkt Cap	Sum Beta: Beta (Sum Beta) Since '90	Arithmetic Avg. Risk Premium	Indicated CAPM Premium	Premium over CAPM	t-Value Premium over CAPM	*Smoothed Premium over CAPM*
1 (big)	35,494.00	10.48	0.92	5.21%	5.21%	0.00%	–	*-0.43%*
2	6,186.60	8.73	0.98	5.74%	5.55%	0.19%	0.134	*1.24%*
3	2,648.20	7.88	1.03	8.02%	5.83%	2.19%	1.146	*1.35%*
4	1,447.40	7.28	1.07	6.41%	6.06%	0.35%	0.197	*1.31%*
5	842.90	6.74	1.09	6.90%	6.17%	0.73%	0.352	*1.26%*
6	488.90	6.19	1.02	7.38%	5.78%	1.60%	0.715	*1.25%*
7	316.10	5.76	1.04	7.77%	5.89%	1.88%	0.909	*1.30%*
8	204.20	5.32	0.99	7.33%	5.61%	1.72%	0.763	*1.45%*
9	130.90	4.87	0.99	6.94%	5.61%	1.33%	0.618	*1.72%*
10	90.20	4.50	0.98	8.84%	5.55%	3.29%	1.436	*2.05%*
11	62.90	4.14	0.94	9.45%	5.32%	4.13%	1.747	*2.50%*
12	43.40	3.77	1.00	8.65%	5.66%	2.99%	1.263	*3.09%*
13	28.20	3.34	0.98	8.39%	5.55%	2.84%	1.150	*3.97%*
14	17.50	2.86	1.03	10.26%	5.83%	4.43%	1.604	*5.23%*
15	9.40	2.25	1.06	11.15%	6.00%	5.15%	2.119	*7.31%*
16 (small)	4.30	1.46	1.45	20.92%	8.21%	12.71%	2.447	*10.92%*

Equity Risk Premium Study: Data through December 31, 2015
Data Smoothing with Regression Analysis
Dependent Variable: Premium over CAPM
Independent Variable: Log of Average Market Capitalization

Regression Output:

Intercept	20.834%
Log(Size)	-8.411%
Log(Size)^2	1.192%
Log(Size)^3	-0.056%
Adj. R^2	84%

Smoothed Premium = 20.834% -8.411% * Log(Market Capitalization) + 1.192% * Log(Market Capitalization)^2 -0.056% * Log(Market Capitalization)^3



Note: "Log" reflects natural logarithm (base e = 2.71828)

© Duff & Phelps, LLC

Source of underlying data: Thomson Reuters *Datastream* and *Worldscope*.

A Study of Return Differences Between Large and Small Companies in Europe (2015 update)

Vademecum elaborato dalla Commissione Valutazione d'azienda

- Strumento di **supporto** alla **ricerca** ed individuazione di **fonti** ove reperire dati ed elementi per la stima dei **principali parametri valutativi**
- Non fornisce indicazione su come stimare i parametri valutativi
- **Elenco non esaustivo** delle fonti consultabili (aggiornato a settembre 2018)
- Esposizione per argomenti/parametri (costo del capitale, premi e sconti, moltiplicatori, variabili macroeconomiche, tassi di royalties)
- Formulato sulla base dell'esperienza professionale e dal confronto fra colleghi
- Rendiamolo uno strumento dinamico: **sono ben accette integrazioni ed aggiornamenti!**

Peso relativo dei parametri valutativi di fonte esterna

- «le valutazioni delle aziende, così come sono costellate da **ipotesi** …, sono alluvionate da una miriade di **assunti** … e da incertezze e arbitrarietà sugli **input**» (L. Guatri, La qualità delle valutazioni, UBE, 2007)

→non si può pretendere (o fingere) un grado d'accuratezza che è al di sopra delle reali possibilità

- Errore ≠ approssimazione
- Quale grado di approssimazione è accettabile?

Peso relativo dei parametri valutativi di fonte esterna - esempi

		1	2	3	4	5	CV	
FCFO		**100**	**90**	**100**	**110**	**150**	**153**	= FCFO $_5$ ° (1+g)
WACC	**10%**							
PV FCFO	409							
g	**2%**							
PV CV	1.188							
EV	**1.596**							

		1	2	3	4	5	CV	
FCFO		**90**	**81**	**90**	**99**	**135**	**138**	= FCFO $_5$ ° (1+g)
WACC	**10%**							
PV FCFO	368							
g	**2%**							
PV CV	1.069							
EV	**1.437**							
Delta	-10,0%							

WACC	**11%**
PV FCFO	398
g	**2%**
PV CV	1.009
EV	**1.407**
Delta	-11,9%

WACC	**10%**
PV FCFO	409
g	**1%**
PV CV	1.045
EV	**1.454**
Delta	-8,9%

		1	2	3	4	5	CV	
FCFO		**100**	**90**	**100**	**110**	**150**	**110**	= media(FCFO $_1$ - FCFO $_5$)
WACC	**10%**							
PV FCFO	409							
g	**2%**							
PV CV	854							
EV	**1.262**							
Delta	-20,9%							