

 Euroconference

**Massimo Buongiorno**  
Professore a contratto di  
Finanza Aziendale presso  
l'Università Commerciale  
L. Bocconi di Milano dal  
1998 e presso l'Università Cà  
Foscari di Venezia dal 2009.  
È consulente finanziario  
d'impresa e Of Counsel  
presso Theseus - Business  
and Forensic Consulting.

€ 60,00



M. Buongiorno **LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DOPO L'INTRODUZIONE DEI PIV**  Euroconference

 Euroconference  
Editoria

*M. Buongiorno*

## LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DOPO L'INTRODUZIONE DEI PIV

La valutazione delle aziende è una attività professionale antica ma sempre attuale considerando l'insieme delle possibili fattispecie nelle quali può essere richiesta.

Negli ultimi decenni, la letteratura e la pratica nazionale hanno mostrato forti segnali di cambiamento con un progressivo distacco dalle metodiche tradizionali di valutazione fondate sul patrimonio e sul reddito per recepire criteri di maggiore accettazione a livello internazionale che guardano alla dinamica finanziaria ed al mercato.

Questo processo si è ulteriormente accentuato dopo la recente introduzione dei Principi Italiani di Valutazione, a cura dell'Organismo Italiano di Valutazione, che costituiscono importanti linee guida per il professionista chiamato a valutare aziende, società, partecipazioni, marchi ed altri intangibili.

Questo lavoro nasce con l'intento di rendere più agevole la comprensione degli elementi di raccordo tra l'impostazione più tradizionale e quella dei PIV, esplicitando gli assunti e le impostazioni concettuali che stanno dietro ai PIV ma che non sempre sono perfettamente conosciuti e condivisi dal mondo professionale.

Una parte importante del volume è dedicata alla declinazione delle metodiche valutative nelle diverse fattispecie concrete, quali il conferimento, la trasformazione ed il recesso che con maggiore probabilità interessano il professionista.

# INDICE

|                   |    |
|-------------------|----|
| INTRODUZIONE..... | 11 |
|-------------------|----|

## PARTE PRIMA I MODELLI TEORICI DI VALUTAZIONE DOPO L'INTRODUZIONE DEI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. IL SIGNIFICATO DEL VALORE D'IMPRESA E IL<br/>PROCESSO DI VALUTAZIONE.....</b> | <b>17</b> |
|---|-----------|

|   |    |
|---|----|
| 1. La nozione di valore .....                             | 17 |
| 2. Le fasi del processo di valutazione.....               | 24 |
| 3. La fase preliminare .....                              | 26 |
| 3.1 La definizione delle finalità della valutazione ..... | 29 |
| 3.2 La definizione dell'oggetto della valutazione .....   | 32 |
| 3.3 La data di riferimento della valutazione .....        | 35 |
| 3.4 La raccolta della base informativa .....              | 35 |
| 3.5 La scelta della funzione del valore .....             | 48 |
| 4. La fase esecutiva .....                                | 54 |
| 5. La fase di sintesi .....                               | 59 |

|   |           |
|---|-----------|
| <b>2. LE FUNZIONI DEL VALORE BASATE SUI FLUSSI<br/>MONETARI ATTESI.....</b> | <b>69</b> |
|---|-----------|

|   |    |
|---|----|
| 1. Il grado di analiticità dei flussi attesi .....              | 70 |
| 1.1 Alcuni approfondimenti sul concetto di valore attuale ..... | 71 |
| 1.2 Le formule valutative.....                                  | 75 |
| 2. La scelta dell'approccio valutativo .....                    | 77 |
| 3. La natura dei flussi da attualizzare .....                   | 81 |
| 4. La stima del tasso di attualizzazione: COE, COD e WACC.....  | 85 |
| 4.1 Rischio e premio al rischio .....                           | 85 |

|   |  |            |
|---|--|------------|
| 4.2   | Le determinanti del rischio operativo.....   | 86         |
| 4.3   | Rischio operativo e rischio finanziario nel costo del debito e del capitale proprio.....                 | 88         |
| 4.4   | La formula del WACC e il modello di Modigliani e Miller .....  | 91         |
| 4.5   | Il costo del capitale proprio (COE).....   | 97         |
| 4.6   | Il costo del debito.....   | 113        |
| 4.7   | Il costo medio ponderato del capitale e il costo espressivo del rischio operativo .....                  | 118        |
| 5.  | La scelta dell'approccio rispetto alla struttura finanziaria dell'azienda.....                           | 119        |
| 6.  | I modelli per le imprese stabilizzate: situazioni di <i>steady state</i> e di <i>steady growth</i> ..... | 126        |
| 6.1   | Le situazioni di <i>steady state</i> .....   | 126        |
| 6.2   | Le situazioni di <i>steady growth</i> .....  | 129        |
| 7.  | I modelli per le situazioni non stabilizzate .....   | 136        |
| 8.  | Il processo valutativo: un esempio per una situazione non stabilizzata.....                              | 138        |
| 8.1   | La definizione del perimetro della valutazione .....   | 139        |
| 8.2   | La riclassificazione ed analisi dei bilanci .....  | 139        |
| 8.3   | La definizione dell'orizzonte di stima puntuale dei flussi .....   | 146        |
| 8.4   | La revisione dei flussi risultanti dal piano aziendale .....   | 147        |
| 8.5   | La costruzione dei flussi per il periodo successivo al Piano .....                                       | 149        |
| 8.6   | La stima del costo del capitale .....  | 150        |
| 8.7   | Il calcolo del valore finale .....   | 155        |
| 8.8   | Il risultato della stima DCF .....   | 156        |
| 8.9   | La sintesi finale .....  | 158        |
| 9.  | Conclusioni .....  | 158        |
| <b>3. LE FUNZIONI DEL VALORE BASATE SULL'INFORMATIVA PATRIMONIALE .....</b> |  | <b>161</b> |
| 1.  | La funzione del valore .....   | 162        |
| 2.  | Le verifiche dei valori contabili .....  | 164        |
| 3.  | Le rettifiche al Patrimonio Netto Contabile .....  | 168        |
| 3.1   | Aspetti preliminari .....  | 168        |
| 3.2   | La tecnicità delle rettifiche .....  | 169        |
| 3.3   | Il calcolo degli oneri fiscali potenziali.....   | 190        |

|           |   |            |
|-----------|---|------------|
| 4.        | Il metodo della somma delle parti e la valutazione delle holding finanziarie.....             | 193        |
| 5.        | Definizione e classificazione degli intangibili.....  | 196        |
| 6.        | L'importanza della stima degli intangibili .....  | 200        |
| 7.        | I metodi di valutazione degli intangibili.....  | 202        |
| 8.        | Le funzioni del valore per gli intangibili basate sul costo .....                             | 204        |
| 9.        | Le funzioni del valore basate sui redditi prodotti dagli intangibili ....                     | 210        |
| 10.       | Le funzioni del valore basate sulle comparazioni di mercato.....                              | 219        |
| 11.       | Le funzioni del valore applicabili specificamente al marchio.....                             | 226        |
| 12.       | Il valore di liquidazione .....   | 231        |
| <b>4.</b> | <b>I METODI MISTI PATRIMONIALI REDDITUALI .....</b>   | <b>233</b> |
| 1.        | Il significato dei metodi misti.....  | 233        |
| 2.        | Il metodo EVA®.....   | 234        |
| 3.        | Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento .....                                      | 236        |
| <b>5.</b> | <b>LE VALUTAZIONI COMPARABILI DI MERCATO .....</b>  | <b>243</b> |
| 1.        | La funzione del valore .....  | 243        |
| 1.1       | Definizioni e tecnicità di base.....  | 243        |
| 1.2       | Le ipotesi sottostanti l'impiego delle valutazioni relative .....                             | 245        |
| 2.        | Le differenti tipologie di multipli.....  | 248        |
| 2.1       | Multipli di borsa e multipli da negoziazioni.....   | 249        |
| 2.2       | Multipli <i>asset side</i> e multipli <i>equity side</i> .....                                | 251        |
| 2.3       | Il periodo temporale di riferimento .....   | 252        |
| 3.        | Le fasi del processo di valutazione.....  | 255        |
| <b>6.</b> | <b>LA VERIFICA DELLA ROBUSTEZZA DEI VALORI E LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI SINTESI.....</b> | <b>263</b> |
| 1.        | Obiettivi e significato delle analisi di simulazione.....                                     | 263        |
| 2.        | Le analisi di sensibilità .....   | 264        |
| 3.        | Le analisi di scenario .....  | 266        |
| 4.        | Le simulazioni Montecarlo .....   | 267        |
| 5.        | La sintesi di valore.....   | 270        |
| 5.1       | La costruzione razionale del valore di sintesi.....   | 270        |
| 5.2       | Considerazioni finali in merito alla configurazione di valore.....                            | 273        |

**PARTE SECONDA**  
**LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE**  
**NELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE**  
**E NELLA CRISI DI IMPRESA**

|   |            |
|---|------------|
| <b>7. LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI, DELLE ACQUISIZIONI E DELLE CESSIONI .....</b>                  | <b>279</b> |
| 1. I profili di convenienza di un'acquisizione .....  | 279        |
| 2. Origine e tipologia delle sinergie.....  | 283        |
| 3. La valutazione delle sinergie.....   | 286        |
| 4. La valutazione delle acquisizioni di partecipazioni totalitarie e delle aziende e rami d'azienda ..... | 292        |
| 5. La valutazione delle partecipazioni non totalitarie .....  | 296        |
| 6. L'utilizzo dei premi e degli sconti.....   | 300        |
| <b>8. LA VALUTAZIONE NEI CONFERIMENTI, NELLA TRASFORMAZIONE DI SOCIETÀ .....</b>                          | <b>303</b> |
| 1. Le valutazioni legali secondo i PIV .....  | 303        |
| 2. Le valutazioni di conferimento.....  | 305        |
| 2.1 La relazione giurata nelle operazioni di conferimento di azienda.....                                 | 305        |
| 2.2 Le soluzioni alternative alla relazione giurata nel conferimento di azienda .....                     | 308        |
| 2.3 Le maggiori criticità delle perizie di conferimento.....  | 309        |
| 3. Le valutazioni nella trasformazione della società.....   | 312        |
| 4. Le valutazioni nell'affitto d'azienda.....   | 314        |
| <b>9. LE VALUTAZIONI DELLA PARTECIPAZIONE IN CASO DI RECESSO DEL SOCIO .....</b>                          | <b>319</b> |
| 1. La disciplina giuridica .....  | 319        |
| 2. Le implicazioni valutative: le società per azioni.....   | 323        |
| 2.1 Le deroghe statutarie.....  | 329        |
| 2.2 Il parere del collegio sindacale e del revisore legale .....  | 333        |
| 3. Le implicazioni valutative: le società a responsabilità limitata .....                                 | 335        |
| 4. Le implicazioni valutative: le società di persone .....  | 338        |

|  |            |
|--|------------|
| <b>10. LA VALUTAZIONE NELLE FUSIONI, NELLE<br/>SCISSIONI E NEGLI AUMENTI DI CAPITALE .....</b> | <b>341</b> |
| 1. La fusione.....   | 342        |
| 1.1 Inquadramento giuridico.....   | 342        |
| 1.2 La determinazione del rapporto di cambio.....  | 344        |
| 1.2.1 La costruzione del rapporto di cambio .....  | 344        |
| 1.2.2 Gli effetti di un rapporto di cambio non congruo .....                                   | 348        |
| 1.3 Le valutazioni sottostanti la determinazione del rapporto di cambio...                     | 351        |
| 1.3.1 La natura relativa delle valutazioni di fusione.....                                     | 351        |
| 1.3.2 Rapporto di cambio teorico e rapporto di cambio negoziato.....                           | 352        |
| 1.3.3 L'impiego di molteplici metodiche.....   | 354        |
| 1.3.4 La configurazione di valore e l'ammissibilità di premi e sconti.....                     | 355        |
| 1.3.5 Alcune criticità operative.....  | 357        |
| 1.4 Il giudizio di congruità degli esperti.....  | 361        |
| 1.5 Le perizie di "conferimento" nella fusione .....   | 363        |
| 2. La scissione .....  | 365        |
| 2.1 Inquadramento normativo.....   | 365        |
| 2.2 I criteri di distribuzione delle azioni o quote e il rapporto di<br>assegnazione .....     | 366        |
| 2.2.1 Le scissioni non proporzionali con beneficiaria di nuova<br>costituzione .....           | 368        |
| 2.2.2 Le scissioni con beneficiaria esistente ed indipendente .....                            | 371        |
| 2.3 Le valutazioni di scissione: aspetti operativi .....                                       | 372        |
| 2.3.1 Le scissioni negative e le perizie da conferimento nelle scissioni.....                  | 373        |
| 2.3.2 Il valore effettivo: nozione e modalità di stima.....                                    | 375        |
| 3. L'aumento di capitale .....   | 379        |
| 3.1 La determinazione del prezzo di emissione.....   | 379        |
| 3.2 La disciplina del diritto di opzione.....  | 381        |
| 3.2.1 Inquadramento giuridico.....   | 381        |
| 3.2.2 Il funzionamento operativo del diritto di opzione .....                                  | 382        |
| 3.2.3 La limitazione od esclusione del diritto di opzione .....                                | 386        |
| <b>11. LA VALUTAZIONE NELLA CRISI DI IMPRESA .....</b>   | <b>389</b> |
| 1. Crisi d'impresa ed esigenze valutative .....  | 390        |
| 2. L'impianto valutativo nella valutazioni di aziende in crisi .....                           | 392        |
| 2.1 L'oggetto della valutazione.....   | 394        |

## **Indice**

---

|     |  |     |
|-----|--|-----|
| 2.2 | Il perimetro della valutazione .....   | 395 |
| 2.3 | Il giudizio di continuità aziendale .....  | 396 |
| 3.  | L'applicazione delle metodiche valutative.....   | 397 |
| 3.1 | I metodi fondati sui flussi attesi.....  | 398 |
| 3.2 | Il metodo misto con stima autonoma del <i>goodwill/badwill</i> .....                           | 402 |
| 3.3 | Un esempio di trattamento del rischio e delle incertezze nella<br>valutazione della crisi..... | 404 |
| 3.4 | Le relazioni di stima nella valutazione delle aziende in crisi.....                            | 405 |
|     | <b>NOTE DELL'AUTORE</b> .....  | 407 |