

PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE (PIV)

Commenti di Fabio Buttignon

Professore ordinario di Finanza aziendale presso l'Università degli Studi di Padova (Dipartimento di Economia e Direzione Aziendale). Dottore commercialista e revisore legale

RISPOSTE ALLE DOMANDE PROPOSTE NEL DOCUMENTO

- 1) Nessuna osservazione
- 2) Opportuna
- 3) Sì, lo ritengo utile
- 4) Utili, anche se nella struttura attuale i commenti sono troppo lunghi e complicati (auspicabile un intervento di wording, semplificazione, omogeneizzazione dei concetti rispetto alle altre parti dei Principi)
- 5) Ritengo più opportuna pubblicazione separata delle esemplificazioni (da valutare anche per immobili e strumenti finanziari)
- 6) Va bene
- 7) Ritengo più semplici i termini: metodi del mercato, metodi del reddito, metodi del costo (al plurale per evidenziare le diverse possibili declinazione di tali metodi)
- 8) Ritengo più appropriata la traduzione “assunzione” (invece di “ipotesi”)
- 9) Direi di sì
- 10) Ritengo sufficienti questi punti
- 11) Va bene
- 12) Pienamente condivisa
- 13) Condivisibile (e secondo me implicita anche negli altri approcci “non asset side”)
- 14) Sì, dovrebbe essere coperta anche questa parte, inclusiva della valutazione con voto plurimo (per la rilevanza che stanno assumendo anche in Italia)
- 15) La trattazione di questa parte è ampia, ma piuttosto ostica da leggere. Forse opportuno un lavoro sulla semplificazione del testo
- 16) Condiviso
- 17) Condivisibile, con quale dubbio sulla natura “prudenziale” (invece che “corretta”) delle valutazioni a fini di conferimento, che secondo il mio punto di vista non dovrebbero differire dalle altre valutazioni (a tutela del conferente, oltre che dei creditori della conferitaria)
- 18) Sostanzialmente sì, con il problema dell'aggiornamento di tali valutazioni rispetto all'evoluzione dei principi contabili internazionali (che penso sia implicita)

SEGUE COMMENTI DI DETTAGLIO

COMMENTI DI DETTAGLIO

Riga	
440	Manca parentesi di chiusura finale dopo libera (refuso solo formale)
444/5	Da sistemare punteggiatura e parentesi
454	Il termine " <u>piena</u> " mi pare possa creare confusione (potrebbe essere inteso come "comprensiva di tutte le componenti di valore" che non mi pare sia corretto). Secondo me, preferibile l'attributo " completa ", o, piuttosto, parlare solo di valutazione (senza attributi, indicati invece per le altre fattispecie)
544	Manca chiusura parentesi
545	Refuso su "parerei"
562	Parlerei di "dati", "assunzioni" e "ipotesi", adottando le definizioni proposte da ISAE per la revisione delle informazioni prospettiche. Altrimenti parlerei solo di "assunzioni", piuttosto che di "ipotesi" (nel senso che le assunzioni possono essere ipotetiche o fondate su elementi verificabili)
684-688	Si introduce distinzione chiave tra "valore di mercato" e "valore intrinseco". Eviterei di trattare qui il tema, evitando questa specificazione a questo punto, prima di trattare il tema critico del concetto di "valore intrinseco"
689 ss.	Come sopra specificato, parlerei di "assunzioni" con gli attributi poi specificati e non di "ipotesi" (che in effetti sono qui riferite, in senso stretto, alle "assunzioni ipotetiche")
721-723	Non capisco sottolineatura solo per punto b) in 722. In generale, <u>tutta la sottolineatura nel testo mi pare discutibile (eliminare in toto, visto che tutti i punti sono rilevanti?)</u>
732-734	Anche qui ho dei dubbi sull'introduzione del concetto di "valore intrinseco" che non è ancora stato specificato
742	Solo linguistico: direi "nel caso in cui sia", invece che "nel caso in cui è"
751	Toglierei "da valutare". Il prezzo può riferirsi a qualsivoglia attività, anche non da valutare
754	Sul costo direi "rappresenta una grandezza empirica in alcuni casi suscettibile di rilevazione". Il punto è decisivo per sostenere la difficoltà del criterio del costo per la valutazione di un'azienda, di un ramo d'azienda, ma anche di un'attività immateriale "complessa", delle quali risulta difficile (impossibile) ripercorrerne con affidabilità il processo produttivo e riproduttivo e quindi il costo sostenuto e da sostenere.
755	Sostituire "impiegate" con "impiegati". Poi direi "il costo è legato al prezzo".
762	Non userei la locuzione "che può avere per oggetto" che può essere fuorviante in questo contesto, ma "che può essere orientata ad individuare/stimare"
763-764	La definizione di "valore di mercato" mi pare incompleta, assumendo solo la prospettiva dell'acquirente, direi "il prezzo più verosimile che si forma nel mercato dall'incontro tra domanda ed offerta dell'attività reale o finanziaria (valore di mercato)" (o simili)
778	Da togliere una parentesi e, in generale, l'esempio non è chiarissimo su un tema oltremodo delicato, soprattutto se riferito non a una singolo asset/progetto, ma ad un'azienda nel suo complesso
797-8	Direi "richiede la stima dei benefici economici attesi futuri dell'attività reale o finanziaria", togliendo quanto tra parentesi ("dei flussi di risultati e delle consistenza patrimoniale nel caso di aziende").
806-9	Non chiarissimo quale sia la prima e la seconda circostanza
794-809	Tra i commenti aggiungerei comunque che: "Il valore intrinseco non può essere osservato oggettivamente, ma solo stimato. Esso sconta, pertanto, possibili errori di stima, che devono essere indagati anche con riferimento ai segnali espressi dai prezzi di mercato dell'attività reale o finanziaria". In generale, sulla relazione tra prezzo e valore, può essere utile la seguente espressione:

	$V_E - P = (V - P) + (V_E - V)$ dove V_E = valore economico stimato P = prezzo V = valore intrinseco La prima espressione ($V - P$) è il puro disallineamento tra prezzo e valore (nei fatti non osservabile con certezza), la seconda ($V_E - V$) rappresenta il possibile errore nella stima del valore intrinseco (Cfr., CFA Institute, <i>Equity Asset Valuation</i> , Wiley, 2 ^a ed, p. 3)
817	Aggiungerei "... che non introducono invece il concetto di 'valore intrinseco'"
836-845	Punto molto delicato. Dal mio punto di vista, il "valore di mercato" può divergere dal "prezzo di mercato", anche in relazione agli elementi citati. O si vuole direi che il "valore di mercato" deve convergere verso il "prezzo di mercato" a una certa data? Ma allora qual è il significato e la portata della valutazione? Io credo sia anche quella di individuare eventuali (presunte) imperfezioni nei meccanismi (contingenti) di formazione del prezzo di mercato di una particolare attività reale o finanziaria. Assumendo poi che, almeno nel medio-lungo periodo, ci sia tendenziale convergenza tra valore di mercato e prezzo. Il rischio è che, senza questa prospettiva "di mercato", la valutazione sia un puro esercizio teorico svincolato da elementi osservabili e che il valore (anche intrinseco) sia il frutto di una stima puramente soggettiva.
904-905	Direi "oggetto di <i>valutazioni legali</i> " e non "delle <i>valutazioni legali</i> ", altrimenti appare che ogni valutazione prevista dalla legge implichi particolari criteri previsti dalla legge (circostanza che non mi risulta presente)
926 ss	Non sono d'accordo con la specificazione di questi attributi, che, pur interessanti in generale, aprono a una notevole "discrezionalità" valutativa o a configurazioni/specificazione dei concetti di valore precedenti non pienamente condivisibili. Così, ad esempio: <ul style="list-style-type: none"> - La distinzione tra "valore in atto" e "valore potenziale" non è chiara. Dato che il valore è ancorato a benefici economici attesi futuri, dal mio punto di vista, è sempre un valore "potenziale", anche se può trovare più o meno significati elementi di supporto (e, se vogliamo, di attenuazione dei rischi di realizzazione) nei risultati raggiunti, negli asset disponibili, nella posizione di mercato e nelle sue prospettive e così via. Ma questi e altri elementi devono entrare nella valutazione "fondamentale" e tradursi nei flussi attesi, nelle loro eventuali rettifiche/scenarizzazioni, nelle ipotesi sui tassi. La distinzione proposta non credo aiuti, tutt'altro. - La distinzione tra valore "oggettivo" e "soggettivo" mi pare anch'essa superflua rispetto alle configurazioni di valore prima indicate. Posto che il valore per definizione è "soggettivo", in quanto oggetto di una stima da parte di un particolare soggetto (anche collettivo), si sono già introdotti i concetti "generali" di valore "intrinseco" e di valore "di mercato" (nelle loro relazioni). Mentre si è parlato di valore equitativo (fair value nel significato degli IVS) e di valore di investimento per esprimere valore "specifici" (cioè ancorati a particolari soggetti), ma pur sempre "razionali", nel senso che sono fondati sul "fondamentali" (benefici economici futuri attesi) nella prospettiva, però, di particolari soggetti e non di generici operatori di mercato.
948-951	Non mi appare chiaro il confine tra "valore in atto" e "valore potenziale" (vedi osservazione nel punto precedente)
971-974	Non parlerei di valore "oggettivo", ma eventualmente "generale" o "generico", cioè riferibile a generici operatori di mercato, rispetto a un valore "specifico" (più che soggettivo, essendo per definizione il valore "soggettivo"), cioè riferito alla prospettiva di uno o più particolari operatori di mercato (peraltro, ponendo in luce le relazioni tra le due prospettive, dato i valori che si formano nel mercato hanno poi riflessi sui valore "generali", in quanto possono dischiudere elementi, informativi e non solo, in positivo ma anche in negativo, prima "nascosti")
980-981	Anche questa specificazione sulla "prospettiva" mi pare sovrabbondante rispetto alle configurazioni di valore prima introdotte, dove questi elementi sono emersi, portando a

	differente configurazioni di valore (da indagare, secondo me, anche nelle loro relazioni, essendo pur sempre ancorate al medesimo oggetto)
1353 ss.	Il concetto di “valore sinergico” rappresenta, secondo me, una specificazione del “valore di investimento”, con relazione anche con il “valore di mercato”. Per cui riterrei opportuno introdurre il concetto nella sezione relativa alle configurazioni di valore e non a questo punto della trattazione, specificando quando e come le “sinergie” sono introdotte nel “valore di mercato” e/o nel “valore di investimento” (nelle loro relazioni)
1370	Anche del valore “speciale” (alternativo al valore “generale”) parlerei prima nella sezione relativa alle configurazioni di valore
1392 ss.	Il tema della fiscalità richiederebbe secondo il mio parere maggiori specificazioni. Se la valutazione riguarda attività reali (inclusi rami o aziende) che comportano benefici fiscali per l’acquirente (a differenza di un corrispondente scambio di titoli finanziari rappresentativi di quelle attività) dovrebbe essere evidente che tali benefici (opportunamente previsti, analizzati e ponderati tenuto conto dei tempi e dei rischi di realizzazioni) sono compresi nel valore “intrinseco” delle attività e dovrebbe essere inclusi anche nella stima del valore “di mercato” di tali attività (a meno di evidenze che conducano ad assumere che tale valore non sia scontato nei prezzi di mercato, difficili credo da rilevare e che costituirebbero comunque una delle possibili divergenze tra valore intrinseco e valore di mercato).
1429	Direi “uno o più metodi che assumono la valenza di metodi ‘di confronto’ o ‘di controllo’”.
1432	Direi via la sottolineatura su “metodica di mercato”
1491	Direi “valori di investimento che possono anche incorporare sinergie attese (valori sinergici)”. Non parlerei di “valore strategico” a meno di introdurlo prima nelle configurazioni di valore (sempre come un “di cui” del valore di investimento)
1525	Manca parentesi di chiusura dopo impianti
1601-04	I premi e gli sconti sono anche applicati con riferimento alle metodiche di mercato (nel testo si citano solo quelle reddituali e del costo, nei commenti questo appare).
1621	Anche qui meglio “nella metodica fondata sul mercato, sul reddito o sul costo”
1648	Aggiungerei “e rispetto a multipli di società comparabili quotate” (sconto di liquidità o di limitata commerciabilità)
1649	Non chiara la nota 1. La declinazione più completa della metodica del reddito e quella offerta dal criterio dei flussi di cassa attualizzati (DCF), che tengono conto anche degli investimenti (in capitale fisso e circolante) necessari per realizzare le prospettive di reddito. In linea anche con gli IFRS/IAS, nonché con gli IVS, mi parrebbe opportuno parlare sempre di flussi di cassa, di cui i flussi di reddito possono essere una <i>proxy</i> (ma solo in condizione di assoluta stabilità nelle potenzialità di produzione di reddito – altrimenti è necessario tenere conto degli investimenti e, quindi, utilizzare i flussi di cassa). Nel criterio del reddito residuale (residual income o EVA o economic profit) di questo si tiene conto del calcolo del costo del capitale (in valore assoluto) da dedurre dal reddito, giungendo, per tale via, a sintesi valutative del tutto coincidenti (se non siamo in presenza di errori applicativi) al DCF.
1672	Direi “differenze tra ricavi e costi”
1744	Non direi “previsione”, che mi pare possa riguardare i diversi valori della distribuzione dei flussi “previsti” (diversi dai flussi “attesi”, come ben specificato nel commento)
1758	Direi “la previsione di ricavi e di costi “ più che “il preventivo di costo”
1767	In Appendice si solleva un tema molto delicato in termini piuttosto sintetici. Forse almeno da indicare che il problema assume particolare rilevanza nella valutazione delle imprese in crisi ove la probabilità di default assuma valori significativi (e, quindi, il valore del debito non può non scontare questo evento, con una riduzione di valore rispetto al nominale)
2497	Via il punto e virgola o inserimento anche in altri bullet. In generale punteggiatura dei bullet da omogeneizzare.
2599	Direi “esempi di limitazioni sono “. Sul fatto che queste limitazioni siano rilevanti o meno io suggerirei di rinviare al giudizio dell’esperto, perché mi pare dipenda dalla circostanza (ad

	esempio, l'assenza di una verifica di sussistenza di passività potenziali, può essere non rilevante se non emergono segnali che queste siano tali da inficiare la valutazione, altrimenti mi pare rilevante.
2608-9	Eliminare uno dei due "comunque". Si tratta ovviamente di un auspicio, purtroppo non sempre ottenibile dai clienti
2712-13	Non sono d'accordo con l'evidenziazione degli "attributi", in linea con quanto precedentemente osservato. Ritengo che l'esplicitazione, anche con commenti, della configurazione di valore adottata sia sufficiente.
2834	"Configurato" invece di "configurata"
2872	Aggiungerei "a meno che non siano presenti evidenti segnali di limitazione della vita utile dell'azienda (quali, ad esempio, la presenza di attività svolte in concessione o tese al prevalente sfruttamento di una risorsa fisica a vita finita)
2877	Qui si parla di "metodiche dei risultati attesi", mentre prima di "metodiche del reddito". Suggestirei di omogeneizzare per chiarezza, parlando anche qui di "metodiche del reddito", oppure prima di "metodiche dei risultati attesi".
2875	Ho qualche dubbio sulla denominazione (largamente utilizzata) di "metodi che esplicitano la creazione di valore", secondo me meglio qualificabili come "metodi fondati sul reddito residuale (<i>residual income or earnings</i>) o profitto in senso economico". In tal senso i "metodi reddituali" potrebbero essere qualificati come "metodi reddituali puri o semplici", distinguendoli quindi anche dalle "metodiche del reddito" di cui sono parte. La creazione (o distruzione) di valore in un certo orizzonte temporale deriva, infatti, dall'incremento di valore del capitale e non dalla (sola) generazione di sovrareddito. Ad esempio, se tale sovrareddito si riduce nel tempo non si potrà dire che l'azienda ha creato valore, ma che lo ha distrutto in quell'arco temporale.
2896	Sulla definizione di azienda, qui si aggiunge rispetto a sopra (2832-3) il concetto "... e dalla capacità di generare un'autonoma corrente di risultati". Sarei d'accordo con questa specificazione, che suggerirei però di inserire anche sopra per chiarezza.
2914	E aggiungerei "In questi casi, in presenza di valutazione per somma delle parti (resa, ad esempio, necessaria per la presenza di azionisti terzi in una delle entità), si rende comunque opportuno un confronto con la valutazione su base consolidata"
2928	Non chiara l'espressione "da appoggiare". In generale non chiaro questo commento e forse il principio. Secondo me se i surplus asset di cui si parla appartengono all'entità essi sono compresi nell'azienda, ma, date le loro caratteristiche (non concorrono alla formazione dei risultati su cui si fonda la stima reddituale o di mercato), devono essere valutati separatamente (con la nota distinzione nella pratica internazionale, tra <i>business enterprise value</i> ed <i>enterprise value</i> , ove quest'ultimo comprende appunto il valore dei surplus asset/liabilities che sono parte del valore complessivo dell'azienda)
2944	Non direi "prescindendo dall'indebitamento finanziario", poiché questo indice comunque anche sul valore delle attività (via WACC o rischio default e così via), ma direi "stimando separatamente il valore della posizione finanziaria netta – attiva o passiva – per giungere al valore del capitale (<i>equity value</i>)"
2946	Più che coerenti, io direi "devono coincidere" (cosa che accade nell'applicazione dei metodi reddituali, anche se sovente con notevoli complicazioni tecniche)
2952	Eviterei di specificare " <i>opportunity cost</i> " solo per il k_e , visto che tale dovrebbe essere anche il WACC, quindi solo "costo del capitale di rischio, ovvero "
2960	Per chiarezza suggerirei di sostituire "delle variabili finanziaria" (in senso lato tutte, almeno nella dizione utilizzata nei Principi dove si parla di risultati/variabili finanziarie per intendere risultati/variabili economico-finanziarie) con "della posizione finanziaria netta"
2947 ss	Nel commento, forse opportuno fare riferimento (anche con rinvii) al fatto che si sia utilizzando una configurazione di struttura finanziaria "effettiva" od "obiettivo". Nel primo caso, se questa non fosse stabile (come è il caso di aziende che partono da una situazione di eccesso di debito –

	anche conseguente a preesistenti operazioni straordinarie con ricorso al debito - del quale si preveda una riduzione nel tempo), è opportuno modificare la struttura finanziaria prevista nel tempo e quindi il WACC, verificando la coerenza di calcolo con l'applicazione dell'approccio <i>equity side</i> . Nel secondo, se la struttura finanziaria è assunta stabile nel tempo, l'approccio <i>asset side</i> è di più semplice applicazione (anche se potrebbe essere sempre verificata la coerenza dei valori con quelli derivanti dall'approccio <i>equity side</i> , adattando la posizione finanziaria netta prevista alla evoluzione prospettiva del valore d'azienda, al fine di mantenere costante il valore dell'indebitamento – D/E – a valori economici).
2999	Direi “.. flussi di risultati attesi”. Da controllare anche in altre parti del testo coerenza di questa espressione.
3012-24	Qui torna il tema del “valore in atto” e del “valore potenziale”, che, come prima rilevato, presenta secondo me qualche problema. Io direi: “il valore di un'azienda, nelle condizioni attuali di gestione, potrebbe essere diverso dal suo valore in presenza di cambiamenti gestionali, che comportino un migliore utilizzo delle risorse disponibili.” La componente di valore “potenziale” (nel senso indicato in precedenza, che mi pare coincida con quello di “valore delle opportunità di sviluppo e/o di miglioramento gestionale”) potrebbe essere presente, sia nel valore <i>as is</i> , sia in quello che assume cambiamenti gestionali (volti, ad esempio, a sfruttare meglio proprio tali potenzialità).
3033-36	Anche su questo commento – in linea con quanto prima rilevato – ho qualche dubbio. Idealmente sono d'accordo che si possa distinguere un “valore senza sviluppo” (<i>steady-state value</i>) e un “valore con lo sviluppo”. Nella pratica, però, per un'azienda in fase di sviluppo, è molto difficile distinguere queste due componenti e, in ogni caso, il valore dell'azienda le comprende entrambe, nelle loro (profonde) interrelazioni. Trovo meno appropriata aziendalmente l'espressione (tipica di alcuni autori di Finance) tra “ <i>asset-in-place value</i> ” e “ <i>growth value</i> ” (anche se utile a fini didattici), poiché se gli asset sono intesi in senso ampio (inclusi, tra gli altri, marchi e competenze) da questi dipende, in fondo, anche il valore dello sviluppo (fondato, appunto, sull'utilizzo di tali asset). Diverso e rilevante il tema del giudizio sulla sostenibilità dello sviluppo, su cui si fonda l'analisi fondamentale, dalla quale, peraltro, dipende anche il giudizio sulla tenuta del reddito (totale e residuale) attualmente generato dall'azienda.
3050	Aggiungere “riferimento” dopo “facendo”.
3149	Raccolta con r minuscolo, in coerenza con bullet precedenti.
3180	“Scostamenti” invece di “scostamento”.
3198	Per chiarezza dopo costo del capitale tra parentesi specificherei: (“ante maggiorazione per il rischio aggiuntivo di piano”).
3204	Aggiungere “sulla” prima di “ragionevolezza”.
3251-2	Eviterei questa considerazione che, secondo me, non è scontata. Può accadere che il piano formulato dal management sia più “ottimistico” delle proiezioni degli analisi sulla medesima azienda. Quindi, il grado di rischio dipende dalla natura delle proiezioni “esterne”, che, a volte, potrebbero non considerare (appieno) talune potenzialità di crescita scontate nel piano del management. Nelle aziende in crisi, ad esempio, questa è una tipica circostanza. Forse utile, invece, il sistematico confronto tra proiezioni “interne” e proiezioni “esterne” (se disponibili), con l'approfondimento dell'entità e della natura dei differenziali (non assegnando, per definizione, maggiore affidabilità a quelle interne, soprattutto in presenza di azienda in fase di crisi/cambiamento).
3253 ss.	Suggerirei di cambiare in “quando l'azienda è giudicata essere in condizioni stabilizzate”. E poi osserverei, in aggiunta, che “anche in tal caso l'analisi fondamentale è necessaria per giudicare se le condizioni gestionali sulle quali si fonda la generazione di reddito attuale – opportunamente normalizzato - possano essere assunte permanenti nel tempo e per analizzarne gli elementi di rischio, da riflettere nella valutazione”. Inutile osservare che, sovente, quelle che appaiono situazioni “stabilizzate” sono, a ben vedere, realtà “in declino”, per

	le quali una strategia (e un connesso piano) sono ancora rilevanti (se non altro, per approfondire quali siano le condizioni che stanno alla base di tale stabilità e che la rendono sostenibile)
3287	Io direi più che “può” “deve essere coniugato”
3353-4	Direi di togliere segno di bullet, essendo punti riferiti al medesimo bullet
3356	Suggerirei di andare capo iniziando altro bullet per trattare un tema molto delicato quale la relazione tra reddito, crescita e inflazione. Evidenzierei, poi, nel medesimo bullet, che, a fronte di un possibile IR positivo in presenza di inflazione, il numeratore deve tenere conto della crescita (g) del reddito legata all’inflazione medesima. Ritornando poi al concetto che, se IR è zero e g è pari all’inflazione, la formula si riduce alla [1] con R e k espressi in termini reali.
3362-5	Non capisco perché g debba esprimere solo l’inflazione attesa e non anche un’eventuale (limitata) crescita reale. Suggerirei, quindi, di togliere la parte tra parentesi e portare questo commento prima di quello relativo all’inflazione, che può quindi partire da questa formula, per illustrare i possibili effetti dell’inflazione su g e su IR (punto precedente)
3377	Toglierei l’avverbio “agevolmente” (perché in realtà l’esercizio in tal senso è molto complesso, nella tendenziale unitarietà – nello spazio e nel tempo - della gestione aziendale). Suggerirei, peraltro, di togliere questo commento, perché fa presumere che il metodo reddituale sia, quindi, sempre applicabile, “isolando” la componente legata alla “mancata stabilizzazione” del reddito. In realtà, come si evidenzia nei punti successivi nelle situazioni evolutive, il metodo finanziario appare più appropriato (così come il metodo del reddito, ma nella versione del reddito residuale).
3388	Direi (per togliere il tono didattico): “Lo stesso tema si presenta nei metodi finanziari nel calcolo del <i>terminal value</i> , ove di assumono tipicamente condizioni stabilizzate, nelle quali il metodo finanziario coincide con quello reddituale”.
3402	Aggiungere virgola dopo stabilizzate o togliere dopo che.
3402-8	Sono d’accordo con i concetti, ma non con il tono. In realtà, il metodo finanziario, in condizioni stabilizzate, semplicemente converge nel metodo reddituale a sviluppo costante (<i>constant growth valuation model</i> – CGVM), che rappresenta una particolare versione del metodo finanziario (applicabile come si osserva quando la produzione di reddito e lo sviluppo possono giudicarsi stabilizzati). In questa, e in altre, situazioni, la variabile finanziaria di sintesi – reddito distribuibile o flusso di cassa disponibile - deve poi essere collegata alle determinanti del valore (tra cui la redditività del capitale investito e la crescita).
3424	Inserirei iniziali maiuscole anche per economic profit.
3428	Nei commenti da sistemare segno di bullet sulle formule e successive spiegazioni.
3430	Nella [5] non ritengo corretto assumere un reddito variabile e un capitale (K) costante. La formula-base assume entrambi come elementi stabili (opportunosamente normalizzati) nel periodo di generazione di sopra (sotto) reddito. Se il reddito è assunto variabile, allora il metodo deve evolvere in quello del reddito residuale, con K variabile. Suggerisco poi di modificare il simbolo K utilizzato, in altri punti (sia pure in minuscolo), per il costo del capitale. E anche il simbolo i (per il costo del capitale) suggerisco di “convertirlo” in k (per omogeneità di simbologia).
3466-7	Suggerirei di cambiare “porta a mettere in luce alla fine” con “può fare emergere un badwill”
3468	Suggerirei di cambiare “come si suole dire” in “indirettamente”. Peraltro, mi chiedo se la rettifica non debba riguardare, in primis, in taluni casi, le attività materiali (fabbricati e impianti) prima di quelle immateriali (se queste ultime siano giudicate più consistenti e recuperabili). Quindi, direi, più in generale, “che implicitamente corregge la stima dei valori patrimoniali, tra cui (anche e non solo) i beni immateriali”.
3477	Da decidere se in maiuscolo o iniziale tutti o in corsivo le dizioni in inglese.
3483-4	Secondo me non è così evidente la coincidenza delle due formule con stime di tipo reddituale (che non considerano l’impatto della variazione di capitale investito, qui “recuperata”). Sottolineerei, invece, la coincidenza dei valori ottenuti con quelli derivanti dall’applicazione del

	metodo finanziario. Con il pregio di questi metodi di porre un chiaro collegamento tra reddito di esercizio, capitale investito (contabile, rettificato o meno) e valore del capitale.
3518	Sostituirei "immagina" con "assume" e "presenta" con "presente".
3535-6	Togliere segno di bullet
3574	L'espressione "ufficialmente approvato dall'azienda" può generare qualche ambiguità (e il tema come noto è molto delicato). S'intende "approvato dal consiglio di amministrazione"? Oppure (nei casi, non infrequenti, di mandata approvazione per n ragioni) è sufficiente che sia "condiviso dal top management?". Il punto merita forse una più formale specificazione. Peraltro, come si sottolineava in un punto precedente (3237 - III.1.18), il metodo finanziario è anche applicato in assenza di piano di fonte aziendale (opportuno qui il collegamento con tale principio precedente), chiarendo i termini ed i limiti dell'applicazione del metodo finanziario in assenza di piano di fonte aziendale o in presenza di piano rielaborato anche a cura dell'esperto, con input forniti dal management.
3580	Qui s'introduce l'acronimo NOPAT (di larga diffusione). Forse sarebbe il caso di utilizzarlo anche sopra nella [8] invece di RO, oppure qui specificare che si tratta della medesima grandezza.
3581	Toglierei "prospettico" (sotto tutte grandezze tali)
3583	Toglierei "prospettica" e "prodotto"
3590	Separerei i bullet sul ROIC e sul g a valore terminale. Per il ROIC, pur nella difficoltà del suo calcolo (che dipende anche dalla natura e ampiezza delle componenti del capitale contabile), si sono evidenze che esso possa persistere in misura superiore al WACC nel lungo periodo (per le imprese migliori). Per il g, ci sono, invece, evidenze, che, nel lungo periodo, anche le migliori imprese tendono alla crescita media di settore.
3595	Sostituirei "valore finale" con "valutazione" o "valore di sintesi"
3614	Sostituirei "entità" con "grandezze". Sul fatto che g sia diverso per il reddito operativo e per il reddito netto in condizioni stabilizzate ho qualche dubbio, mentre IR è diverso (per effetto di un ROE diverso dal ROIC in presenza di debito).
3636	Aggiungerei qualche considerazione sull'estensione geografica dell'attività aziendale. Tanto più l'azienda sia globale, tanto più sconterà in g una crescita settoriale a livello mondiale. Tanto più sia nazionale o comunque confinata entro un certo orizzonte geografico (pur tenendo conto delle dinamiche di piano), tanto più il suo tasso di crescita a valore terminale sconterà le attese di crescita di tale ambito geografico.
3651-3	Punto molto delicato, non molto chiaro. Sui multipli <i>forward</i> in un orizzonte piuttosto esteso (oltre i 3 anni) esprimeri forti dubbi sulla loro significatività (in presenza di settori in sviluppo non si tiene conto in modo adeguato degli investimenti necessari a raggiungere eventuali incrementi di reddito)
3678	Qui si parla subito delle regressioni come strumento principe per l'applicazione dei multipli. Io suggerirei di evidenziare che esistono due approcci, credo complementari, per l'applicazione dei multipli: <ul style="list-style-type: none"> a) Ricercare le aziende più simili (nei termini dell'analisi fondamentale e dei value drivers) a quella oggetto di valutazione. Questo, tipicamente, conduce a rilevare poche imprese comparabili, operando sui dati medi (o medi aggiustati) di queste. b) Utilizzare un ampio campione di società, anche parzialmente comparabili (soprattutto in tema di value drivers) e, quindi, applicare tecniche di regressione per operare, non tanto sulla media (o sulla mediana), ma sulle relazioni tra multiplo e driver/(s) rilevante(i). I risultati delle regressioni potranno essere, ovviamente, applicati solo se significativi, anche in senso statistico (il che non sempre accade nella dispersione delle realtà aziendali e dei mercati di quotazione).
3683	Suggerirei di sostituire "si possono utilizzare" con "si può fare riferimento a" (o simili)
3689	Porrei tra virgolette "razionalità", perché è un dibattito (molto) aperto il dubbio se siano più "razionali" gli analisti del mercato
3692	Sostituirei "considerano" con "potrebbero considerare"

3774 ss.	Qui si ritorna sulla “regressione” in termini quasi introduttivi, dopo che è stata molto citata in precedenza. Suggestirei di modificare o togliere il punto.
3859-3865	Ho molti dubbi su questo commento perché non si capisce allora quali potrebbero essere i riferimenti, almeno iniziali, per la stima del costo del capitale, posto che questo può essere desunto solo (direi per definizione) dalle informazioni che emergono da società quotate. Da sottolineare poi che la società potrebbe non essere quotabile, ma comunque interessante nel mercato del controllo. Diverso se si vuole dire che, tenuto conto delle differenze tra l’azienda oggetto di valutazione, e le società quotate di riferimento per la stima dei parametri del costo del capitale dovranno essere introdotti dei fattori correttivi (tipicamente elementi di rischio specifico) alle stime fondate sul CAPM in versione base (o simili). Quindi lavorerei più su questi elementi “costruttivi”, rispetto al suggerimento di togliere i (pochi) riferimenti “oggettivi” per la stima di una grandezza quanto mai problematica.
3894	Toglierei “multipli” dato che qui si parla di tassi.
3897	Non chiaro il concetto di “ <i>sum beta</i> ” e la spiegazione insufficiente.
3900-3902	Sul punto, io ritengo che il campione su cui si basa il calcolo dei beta possa essere più ampio di quello utilizzato per l’applicazione dei multipli (soprattutto se si utilizza l’approccio del campione ristretto alle aziende più simili e non quello della regressione) per aumentare la significatività dei beta medesimi (soprattutto nel caso in cui le aziende più simili presentino beta poco significativi, pur magari esprimendo multipli giudicati tali, ad esempio poiché di recente quotazione).
3908-9	In realtà, la formula [17] assume la stabilità del debito (in valore assoluto), mentre la [18] la stabilità del rapporto di indebitamento (D/E). Quindi, in generale, appare più appropriato l’utilizzo della seconda (se, come tipicamente accade, si utilizza un WACC a struttura finanziaria costante. Evidenzerei il punto (per una trattazione di questo, si rinvia, tra gli altri, a Koller e altri, <i>Valuation</i> , 5 ^a ed., Appendix D).
3916-18	Non è detto che la valutazione “equity side” faccia, solo, riferimento a una struttura finanziaria “effettiva”, può essere anche quella “prospettivamente sostenibile”. I due approcci non si differenziano per questo, direi.
3921	Sistemare “costo medi mezzi propri” (“costo dei mezzi propri”?)
3922 ss	Io ritengo che i “rischi competitivi e di business” citati, senza dubbio rilevanti, non possano che essere riflessi nei flussi e non nei tassi, per la semplice ragione che non disponiamo di modelli (empirici) minimamente affidabili per convertire tali elementi in grandezze di rischio specifico da includere nel costo del capitale. Anche senza accogliere in toto questo mio punto di vista, forse un cenno al fatto che i rischi specifici dovrebbero essere, per quanto possibile, riflessi nei flussi (soprattutto nella versione del valore medio atteso, conseguente a diversi scenari di proiezione, ampiamente, correttamente, sostenuta nei Principi) e non nel tasso potrebbe essere proposta. Il punto era stato, peraltro, in precedenza indicato.
3961	Toglierei “comunque”.
3970	Nella [19], il tasso di attualizzazione del beneficio fiscale potrebbe essere K_u invece di K_d . La prima soluzione è più generale (si applica anche in presenza di struttura finanziaria variabile) e più conservativa (assumendo che il rischio nel realizzare lo scudo fiscale sia il medesimo dei risultati operativi che lo rendono sostenibile). Sul punto si rinvia ancora a Koller e altri, op. cit. Appendix D).
4091-4093	Sul punto, molto rilevante, sono state pubblicate recentemente ricerche che cercano di isolare la componente liquidità del fattore dimensionale, giungendo a (notevoli) rettifiche del premio per il rischio dimensionale (salva la presenza di quello per la limitata liquidabilità dei titoli, comunque più elevata per le small cap). Cfr.. F. Torchio e S. Surana, <i>Effect of Liquidity on Size Premium and its Implications for Financial Valuation</i> , <i>Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis</i> , 9, 1, 2014.

4134 ss.	Il punto meriterebbe maggiori commenti e approfondimenti, anche in relazione all'ampio spazio dedicato alle altre tematiche, specificando le logiche suggerite per il calcolo del valore economico del debito, qualora esso non sia oggetto di quotazione (come sovente accade).
4187	Voto plurimo introdotto anche per società quotate.
4204	Valore dell'azienda inteso come valore del capitale proprio (mezzi propri)? Forse opportuna specificazione.
4242	Togliere "per via".
4247	Virgola dopo "vincolo".
4255	Sono d'accordo sul punto precedente che il valore di un'interessenza può non essere proporzionale alla quota di partecipazione al capitale, ma non credo sia opportuno sostenere nei principi che il valutatore possa procedere a valutare una singolo titolo prescindendo dal valore complessivo del capitale. Se non altro perché in presenza di un valore non proporzionale, credo che l'esperto sia chiamato a spiegare "razionalmente" le motivazioni del differenziale. E per farlo deve stimare, dapprima, il valore dell'intero capitale, sui cui poi innestare la valutazione del singolo titolo. E, ancora, l'approccio alla valutazione del singolo titolo (perfettamente proporzionale, con premio, con sconto) richiede una chiara base di partenza e una chiara identificazione della configurazione di valore utilizzata, solo rispetto alla quale si può collocare il tema della natura e della grandezza dell'eventuale rettifica (premio o sconto).
4263 ss	Ho dei dubbi che tali <i>surplus asset</i> non siano da considerare. Per quale ragione dovrebbero essere esclusi? Nel DDM questi dovrebbero entrare nel valore terminale e non ritengo che alcuna valutazione di titoli possa fondarsi su un DDM che non consideri anche le potenzialità di dividendo (salvo poi il tema dello sconto di liquidità, che si pone su un piano diverso di riflessione). In realtà, io ritengo che un DDM, sganciato da una previa proiezione dei flussi complessivi, entro cui collocare una proiezione dei dividendi <u>potenziali</u> , non costituisca un metodo valutativo accettabile.
4271	Sostituire "è" con "sia". D'accordo con il commento, ma sempre con previo riferimento al valore complessivo dell'azienda, che mi pare inevitabile per quantificare le grandezze citate.
4279	Suggerirei di cambiare "100% delle azienda" con "100% del capitale".
4287	Non mi pare scontato che si usi una struttura finanziaria "medio-normale", da collegare poi con il calcolo del WACC in precedenza proposto. Non mi è poi per nulla chiaro perché se utilizziamo questa configurazione per l'azienda non sia possibile farlo anche per la partecipazione in quell'azienda.
4291	Aggiungere i dopo d.
4293 ss	Se s'introducono questi elementi, anche condivisibili, allora si potrebbero porre in discussione anche le proiezioni dei risultati operativi, che, in caso di partecipazione senza diritti di governance (capacità di intervento sulla gestione operativa), non possono che fondarsi sulla condizione "as is" dell'azienda, mentre in caso di pacchetto con diritti (nel senso sopra indicato) potrebbero considerare le possibilità di miglioramento gestionali sulle quali il detentore della partecipazione possa incidere.
4308	Non mi è chiaro questo punto sul "valore del debito", che forse dovrebbe essere maggiormente elaborato. Se, ad esempio, anche in caso di clausola di <i>change of control</i> , la valutazione fosse effettuata non in presenza di un effettivo cambio di controllo, non vedo perché il debito non debba essere stimato al valore di mercato. Se invece siamo in presenza di una valutazione nella prospettiva di un cambio di controllo, in ogni caso andranno pesati i vari elementi di rischio (sui tempi e sull'effettivo rimborso del debito alla scadenze), per cui vale, secondo me, sempre il concetto di "valore di mercato del debito", che terrà conto dei vari elementi che incidono sui di esso (anche di attenuazione del rischio e così via).
4384	Parentesi di chiusura dopo "pubblico".
4420	Sostituire "una" con "un".
4486	Aggiungere "il" prima di "mercato".

4504	Includerei tra gli elementi di valore per l'investitore finanziario anche i recuperi di efficienza (in senso ampio intesa) nella gestione aziendali connessi alla possibilità di selezionare il management e/o di rafforzarne il sistema di incentivazione (valore dei miglioramenti operativi).
4536	Togliere "ed" dopo 2).
4552	Togliere "ed" dopo 2).
4577	Togliere "gli"
4606-7	Non direi che lo sconto rispetto al NAV in una holding di partecipazioni si applichi solo a quote di minoranza (della holding) e non anche alle quote di controllo (credo ci siano argomentazioni anche per applicarlo a quote di controllo)
4622	Sostituire "finanziari" con "finanziaria"
4670	Ancora sulla relazione tra sconto sul NAV e natura della partecipazioni nella Holding (vedi osservazione punto 4606-7 precedente)
4743	Parlerei di "attività immateriali" invece di "beni immateriali", per intendere "beni" le attività immateriali identificabili e oggetto di (potenziale) scambio sul mercato
4759	Direi "compresi a fini valutativi all'interno dell'avviamento", più che "classificati come avviamento"
4806-7	Non è detto che un bene "facilmente riproducibile" sia "un bene internamente prodotto che non ha un flusso di reddito direttamente attribuibile", per cui toglierei la specificazione tra parentesi
4835-4848	Il punto (molto delicato) non appare chiaramente espresso. Necessario osservare che "Nessun bene immateriale può avere vita infinita", dopo avere osservato che "i beni immateriali possono avere vita indefinita"? Suggestirei di togliere la il riferimento alla "non vita infinita", osservando solo che in ipotesi di vita indefinita è critica la stima dei costi di "manutenzione" (che qualificherei, più in generale, come "costi di mantenimento" del bene immateriale). Sulle relazioni tra perdita div valore del bene (ammortamento in senso economico) e costi di mantenimento, non so se utile e necessaria la specificazione nel testo (di difficile, se non impossibile, applicazione pratica, per la circolarità che si genera tra valore del bene e ammortamento economico)
4869	Chiudere parentesi. Il termine "incurabile" non mi pare chiarissimo e poco noto. Forse costi "evitabili" o simili?
4905	Dopo "dotata", aggiungerei "e stimando il peso del bene immateriale sulla generazione di tale reddito residuale". In altri termini, può sussistere in questo metodo uno spazio per un valore di avviamento, che non è compreso tra gli altri beni ai quali attribuire un costo per il calcolo del reddito residuale.
4926	Il criterio delle royalties di cui si parla qui è diverso dal relief from royalties citato tra le declinazioni del metodo reddituale? Posso capire la distinzione sul piano "teorico", ma non mi pare utile su quello pratico. Forse si potrebbe osservare che il relief from royalties è un metodo reddituale che utilizza, per quanto possibile, informazioni di mercato.
4930	Non capisco qui il riferimento ai "multipli", posto che si parla di valore attuale delle royalties
4967-8	Sono d'accordo che in generale i prezzi di mercato dovrebbero includere il beneficio fiscale, ma solo se si tratta di transazioni relative allo specifico bene, fiscalmente rilevanti. Se, per qualche circostanza (ad esempio, transazioni di quote societarie relative ad aziende caratterizza dal prevalente contenuto di beni simili a quelli oggetto di stima, o altro), il beneficio fiscale non si è materializzato nella transazioni di mercato di riferimento, anche il criterio del mercato potrebbe accompagnarsi alla considerazione del valore del beneficio fiscale Il punto meriterebbe poi qualche commento sul quando e come calcolare tale beneficio fiscale (riferimento alla normativa fiscale, nella prospettiva del cedente o dell'acquirente, che potrebbero essere soggetti a regimi fiscali diversi? Come declinare in tal caso il concetto di "valore di mercato" del beneficio fiscale?)
5047	Necessario aggettivo "uguale" o sufficiente "di pari utilità" (o "uguale, inteso come di pari utilità").

6210	Solo "azioni" (in senso stretto intese) o anche "strumenti finanziari partecipativi"?
6228-6231	Mi pare molto arduo (se non impossibile) esprimere un giudizio sul fatto che il prezzo di mercato di titoli quotati comparabili esprima <i>solo</i> le prospettive di reddito a breve della società. In realtà il mercato dovrebbe scontare le prospettive a breve e a medio-lungo termine e non credo sia, ragionevolmente, possibile tale giudizio (se non ex post, con tutte le limitazioni del caso).
6246 ss	Non sarei d'accordo che il valore di mercato di un titolo esprima solo il valore "as-is" della società per le considerazioni espone nel testo (impossibilità di intervento sulla gestione). In realtà, il prezzo (e, quindi, ritengo anche il valore) di mercato di un titolo dovrebbe scontare le prospettive "as-is" e anche i miglioramenti (sinergie incluse) connesse a interventi manageriali e/o cambio della proprietà, pesate per la probabilità del realizzarsi di tali eventi (quindi le considerazioni del testo valgono in ipotesi di società quotata non contendibile senza alcuna prospettiva di miglioramento gestionale e/o cambio proprietario della società, forse da specificare)
6281	Il valore delle minorities è sempre il "valore di mercato" o dipende (anch'esso) dalla configurazione di valore ricercata per il titolo oggetto di valutazione (es., "valore intrinseco")?
6309 ss	Concordo con la metodologia, ma consapevole del fatto che, se i flussi operativi (che determinano EV) sono flussi "attesi" (ponderati per il rischio, idealmente via analisi di scenario), il tasso di attualizzazione dei flussi al debito di cui si parla sono flussi "previsti" e non flussi "attesi" (altrimenti anche i flussi al debito, se flussi "attesi", dovrebbero essere attualizzati via CAPM e simili).
6317	Sostituire "è" con "sia".
6324	Accertato però che la società intenda effettivamente rimborsare/sostituire il debito (questo potrebbe essere problematico in imprese con qualche difficoltà finanziaria e/o in presenza di un contesto di mercato del debito problematico).
6329	Non mi è chiaro il concetto di "compreso", la riduzione di valore dell'attivo dovrebbe corrispondere alla riduzione di valore del debito sommata alla riduzione di valore dell'equity (anche se su quest'ultima potrebbe incidere la variazione positiva dell'equity connessa all'effetto "opzione put" sul debito).
6330	Nota (7), sostituite "Commento 2" con "Commento 3"
6334	Sostituire "minoty" con "minority"
6342	Sostituirei "dell'opzione" con "delle opzioni"
6419	Direi "di avere fatto coincidere il valore"
6469	La formula citata nell'esemplificazione assume l'assenza di dividendi (forse opportuno sottolineare nell'introduzione all'esempio. Oppure possibile utilizzare la formula B/S modificata per tenere conto dei dividendi (soluzione consigliata, posto che i dividendi sono sovente rilevanti, soprattutto nelle società quotate)
6503	Nella situazione descritta potrebbero essere "out of the money", ma avere comunque un valore intrinseco significativo
6525	Si contemplano però anche strumenti tesi a favorire l'upside opportunity (ad esempio, diritti ai soci di minoranza di ricevere extra-rendimenti - earn out - al superamento di certi rendimenti-soglia per l'azionista di maggioranza, o similari)
6552	E mi pare anche senza debiti finanziari nell'esemplificazione
7749	Dopo "di cessione e di" aggiungere "fusione"
7776	Io direi "i soggetti di controllo dell'acquirente" (in effetti, questo può essere una società, ma dei benefici "privati", perché siano tali, dovrebbe beneficiare solo l'azionista di controllo e non tutti gli azionisti)
7781	Più che "spera" direi "si attende di" o "mira ad" ottenere
7785	Toglierei "unitaria", dato che lo sfruttamento delle sinergie potrebbe avvenire con diverse modalità organizzative di gestione delle aziende (anche tenute ben distinte, ma con

	condivisione di competenze e relazioni, in senso ampio intese. Vedi, ad esempio, gestione dei marchi e aziende collegate in gruppi del luxury, quali LVMH)
7790	Sostituirei "speranza" con "attesa"
7810	L'apertura a tassi differenziati per rischi specifici applicati a distinte componenti del valore di acquisizione crea notevoli problemi teorici e pratici. Forse eviterei questo, introducendo solo a tassi differenziati per business unit diverse (qualificate da differenti livello di rischio sistematico o altre componenti di mercato, quali il premio dimensionale o similari)
7817	L'identificazione delle "sinergie indivisibili" con i "benefici privati" non mi appare così scontata. Ad esempio, l'ottenimento di un beneficio (solo) sulla bidder potrebbe qualificarsi come "indivisibile", ma non come "beneficio privato" (che io riferirei a benefici estraibili solo dai soggetti di controllo della target, a svantaggio degli azionisti di minoranza della medesima)
7837	Questo però dipende dal livello di competitività ed efficienza del mercato del controllo. In alcuni (molti) casi il valore per il (migliore) acquirente potrebbe comprendere gran parte delle sinergie se il secondo (migliore) acquirente presenta un potenziale simile al primo
7924	Non leggo al comma citato dell'articolo questo elemento sul 10% del capitale
7954	Sostituirei "vecchi soci" con "soci esistenti"
8011	Toglierei la virgola prima della parentesi
8045	Sostituire uno dei "considerare"
8047	Aggiungere "per tutti i soggetti coinvolti" (anche se, a dire il vero, questo principio non è di agevole applicazione, posto che ritengo molto arduo distinguere il valore dello sviluppo "in atto" da quello dello sviluppo "potenziale")