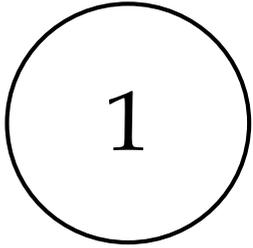


Valutazioni e pareri valutativi: il ruolo dei consiglieri  
indipendenti e degli organi di controllo

# **Valutazioni di Operazioni fra Parti Correlate**

Marco Vulpiani

1. I principali fenomeni sottesi alle operazioni tra parti correlate	3
2. La relazione tra valore e Related Party Transaction ("RPT")	6
3. Il ruolo del Perito	10
4. Le principali criticità nelle valutazioni di RPT	17
4.1 Operazioni Straordinarie	19
4.2 Operazioni Ordinarie	30
5. Casi studio in Italia	36
5.1 Analisi di recenti RPT	37
5.2 Case Study «Alfa» (Operazione Ordinaria)	46
6. Conclusioni	53
7. Appendice	55
7.1. Casi Studio Esaminati	56
7.1.1. Operazioni oggetto di analisi	56
7.1.2. Metodi di Valutazione Adottati	59
7.2. Bibliografia	62
7.3. Contatti	65



## I principali fenomeni sottesi alle operazioni tra parti correlate

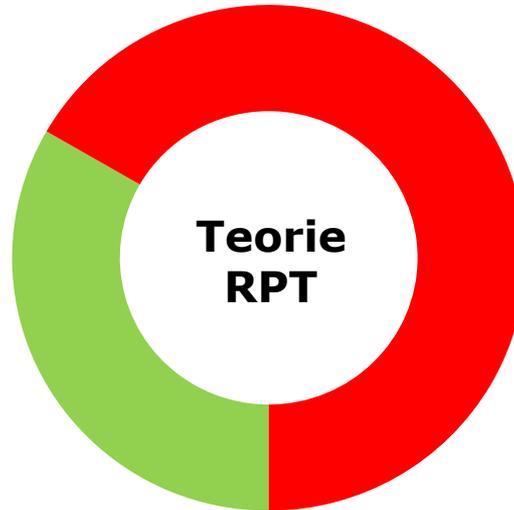
### Overview

Il tema del **valore** nell'ambito delle operazioni tra parti correlate ("Related Party Transaction" o "**RPT**") è stato oggetto di significativo **dibattito** in letteratura.

Due le teorie prevalenti:

#### **Teoria dei costi di transazione**

Le operazioni tra parti correlate possono avere **effetti positivi sul valore d'azienda** per miglioramento dell'efficienza, riduzione dei costi di transazione (diretti e indiretti), semplificazione legale, etc..



#### **Teoria dell'agenzia**

Le operazioni tra parti correlate possono rappresentare uno strumento opportunistico utilizzato da *insiders* per **espropriare risorse** al di fuori dell'azienda ed avere **effetti negativi sul valore d'impresa**.

### Alcuni Fenomeni

#### Tunneling

Espropriazione di ricchezza a danno delle minoranze mediante il trasferimento di risorse all'esterno dell'azienda<sup>(\*)</sup>.

#### Propping

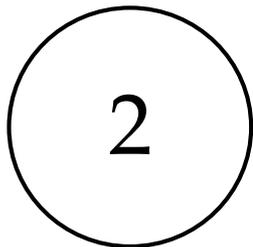
Utilizzo di risorse da parte del soggetto di controllo per supportare aziende controllate in situazioni di difficoltà finanziaria, al fine di avere vantaggi nel breve o nel lungo termine <sup>(\*\*)</sup>.

#### Fenomeni:

- favoriti prevalentemente da **asimmetria informativa** tra il soggetto di controllo e/o management e le minoranze.
- realizzati generalmente tramite pratiche di **manipolazione degli utili e dei termini delle RPT.**

<sup>(\*)</sup> Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90(2), p. 22.

<sup>(\*\*)</sup> Friedman, E., Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Propping and tunneling. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), p. 734;  
Jian, M., & Wong, T. J. (2010). Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies*, 15(1), p. 71.



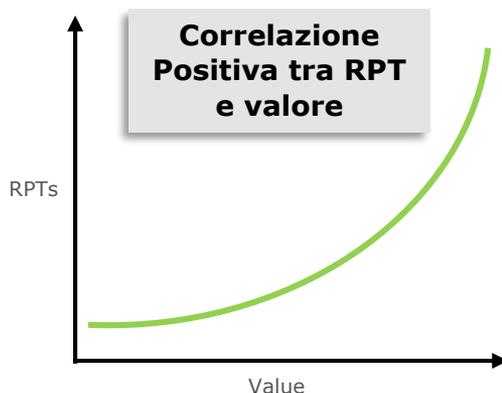
## La relazione tra valore e RPT

### Teoria dei costi di transazione

Secondo la **teoria dei costi di transazione** sussiste una correlazione **positiva** tra valore dell'azienda e RPT



### Teoria dei costi di transazione



**La correlazione positiva può essere determinata da:**

- ✓ **Efficienza/numerosità** di RPTs relative ad acquisto/vendita di beni che creando effetti sinergici **riducono i costi di transazione.**
- ✓ **Ruolo organi di controllo** che attraverso il **maggior controllo** sulle RPTs **migliorano** la qualità e gli **economics** delle stesse.

Downs, D. H., Ooi, J. T., Wong, W. C., & Ong, S. E. (2016). Related party transactions and firm value: evidence from property markets in Hong Kong, Malaysia and Singapore. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 52(4), p. 417.

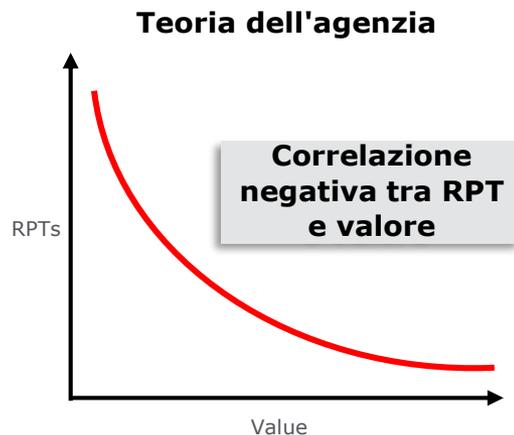
Tambunan, M. E., Siregar, H., Manurung, A. H., & Priyarsono, D. S. (2017). Related Party Transactions and Firm Value in the Business Groups in the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Applied Finance and Banking*, 7(3), pp. 12 ss.

Wong, R. M., Kim, J. B., & Lo, A. W. (2015). Are Related-Party Sales Value-Adding or Value-Destroying? Evidence from China. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 26(1), pp. 1 ss.

Young, B. (2005). Related-party transactions: Why they matter and what is disclosed. *The Corporate Governance Advisor*, 13(4), p. 1.

### Teoria dell'agenzia

Secondo la **teoria dell'agenzia** invece, sulla base dell'analisi delle evidenze empiriche, emerge una correlazione **negativa** tra valore e RPT.



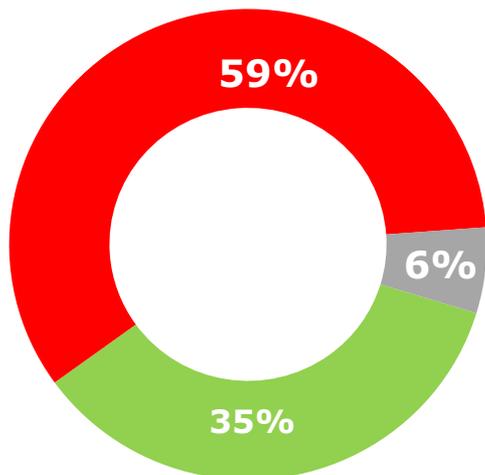
La **correlazione negativa** può essere indotta da **separazione tra proprietà e controllo** (e.g. gruppi piramidali) che può favorire comportamenti opportunistici (e.g. **Tunneling** attraverso operazioni di finanziamento a condizioni non di mercato)

- Gordon, E., Henry, E., & Palia, D. (2004). Determinants of related party transactions and their impact on firm value. In *annual conference of the American Accounting Association*. Retrieved on (Vol. 15), pp. 3 ss.
- Kohlbeck, M., & Mayhew, B. W. (2010). Valuation of firms that disclose related party transactions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), pp. 117 ss.
- Bona-Sanchez, C., Fernández-Senra, C. L., & Perez-Aleman, J. (2017). Related-party transactions, dominant owners and firm value. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(1), p. 12.
- Nekhili, M., & Cherif, M. (2011). Related parties transactions and firm's market value: the French case. *Review of Accounting and Finance*, 10(3), p. 291.
- Huang, D. T., & Liu, Z. C. (2010). A study of the relationship between related party transactions and firm value in high technology firms in Taiwan and China. *African Journal of Business Management*, 4(9), p. 1929.
- Ge, W., Drury, D. H., Fortin, S., Liu, F., & Tsang, D. (2010). Value relevance of disclosed related party transactions. *Advances in Accounting*, 26(1), pp. 134-135.
- Tambunan, M. E., Siregar, H., Manurung, A. H., & Priyarsono, D. S. (2017). Related Party Transactions and Firm Value in the Business Groups in the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Applied Finance and Banking*, 7(3), pp. 5-6.
- Hosseinyan, N., Hashim, F., & Isa, S. M. (2015, February). The role of corporate governance on the relationship between related party transaction and firm value. In *ICMLG2015-The 3rd International Conference on Management, Leadership and Governance: ICMLG2015*. Academic Conferences and Publishing Limited, p. 283.

### Sintesi delle evidenze

### Evidenze empiriche

Dall'analisi della letteratura svolta, nel **59%** circa degli articoli esaminati prevale la **Teoria dell'agenzia** (secondo cui vi è **correlazione negativa** tra *firm value* e RPT), mentre nel **35%** circa prevale la **Teoria dei costi di transazione** (secondo cui vi è invece una **correlazione positiva** tra *firm value* e RPT).

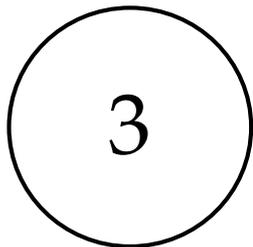


- **separazione tra proprietà e controllo;**
- **earnings manipulation;**
- **finanziamenti a condizioni di favore;**
- ....



- **presenza di amministratori indipendenti;**
- **maggiore trasparenza e disclosure;**
- .....

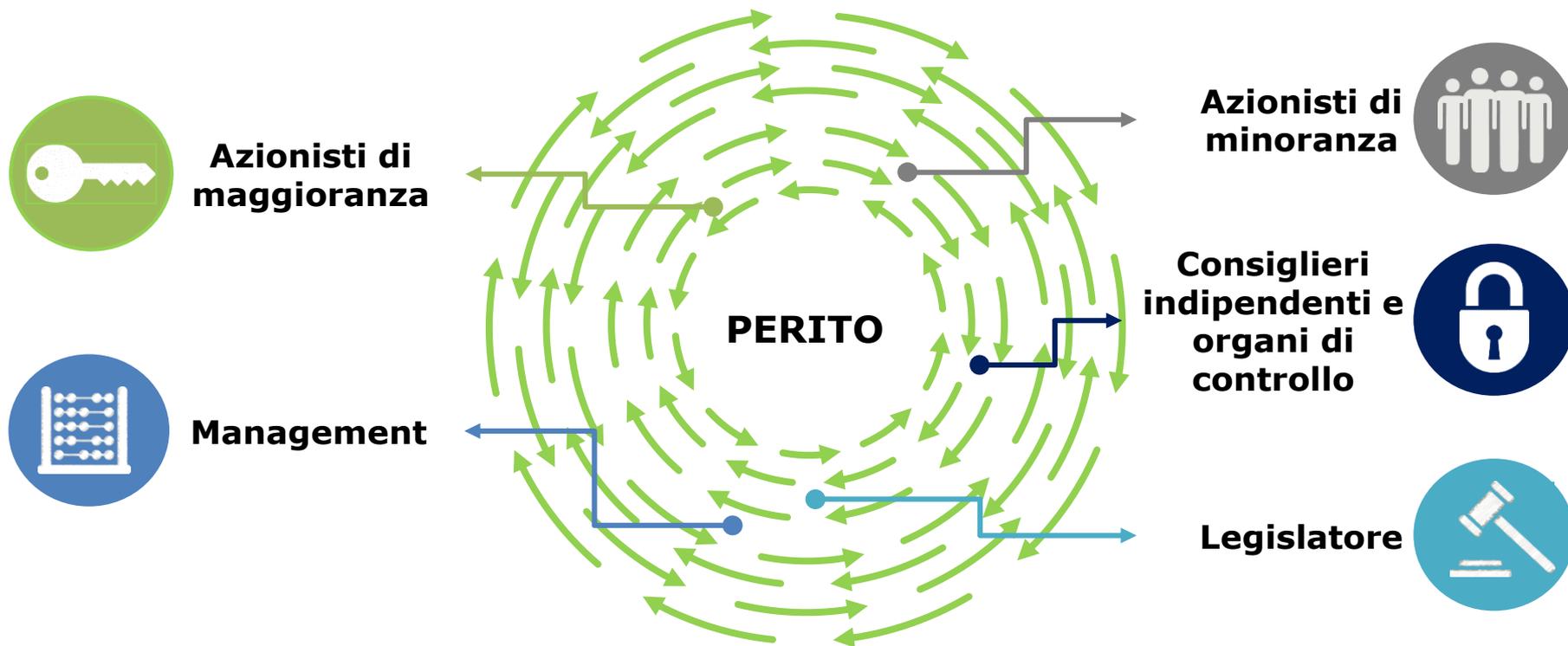
Aharony, J., Wang, J., & Yuan, H. (2010). Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(1), pp. 2-6.  
 Jian, M., & Wong, T. J. (2010). Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies*, 15(1), p. 98.



## Il ruolo del Perito

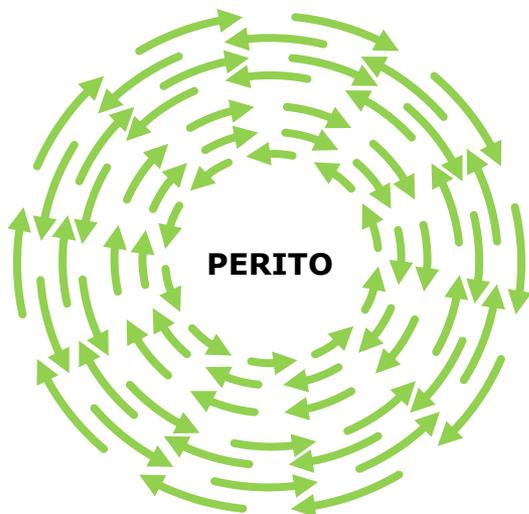
### Overview

Il perito è chiamato ad esprimere il proprio giudizio mediante valutazioni per scopi "di **garanzia societaria**", con particolare riferimento alla **tutela dei soci minoritari** e degli altri **stakeholders estranei al controllo della società**.





### Azionisti di maggioranza



#### Criticità

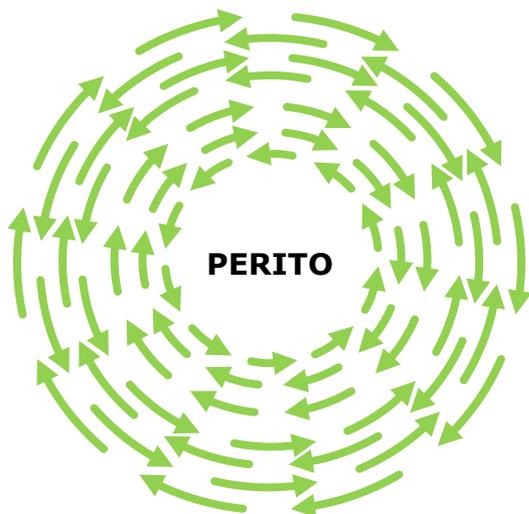
Gli azionisti di maggioranza possono **espropriare valore dall'azienda a danno degli azionisti di minoranza** («Tunnelling») o **trasferire risorse all'interno del gruppo** («Propping») in forma **opportunistica**.

#### Punto di attenzione per il Perito

**Analisi** approfondita dei **contenuti economico finanziari** della RPT ai fini della formulazione del proprio parere.



### Management



#### Criticità

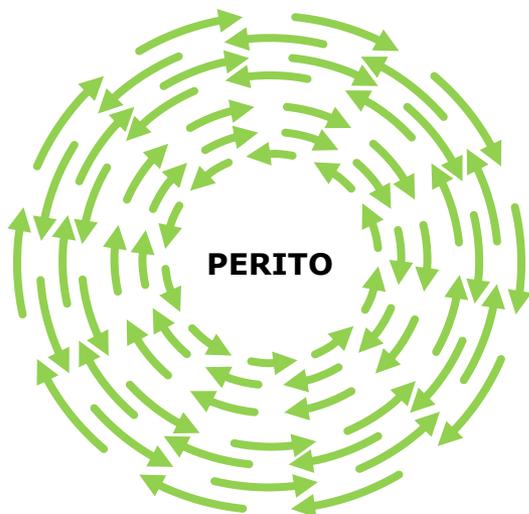
Il **Management**, nel suo ruolo agente per il *principal*, avendo responsabilità delle operazioni effettuate con parti correlate, **può favorire l'espropriazione di valore dall'azienda a vantaggio dell'azionista di maggioranza e/o a proprio vantaggio** (e.g. MBO).

#### Punto di attenzione per il Perito

Assumere il giusto livello di «Scetticismo professionale» in fase di raccolta/analisi delle informazioni ottenute dal management, con l'obiettivo di verificare in generale la **ragionevolezza** e la **congruità** delle RPT e l'assenza di espropriazione di valore.



### Azionisti di minoranza



#### Criticità

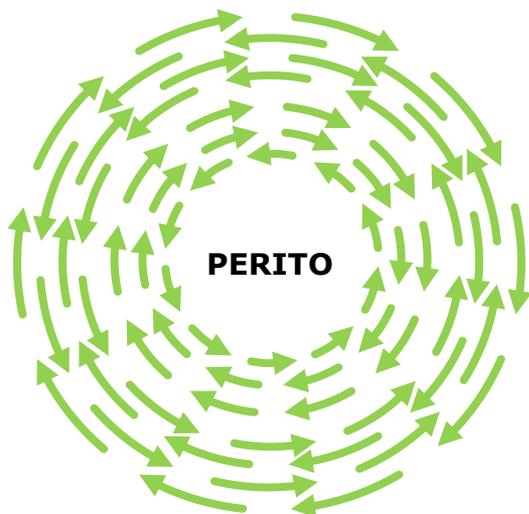
Gli azionisti di minoranza **possono subire le operazioni intraprese** dal **Management** e/o da **azionisti di maggioranza**.

#### Punto di attenzione per il Perito

Nelle proprie analisi e scelte valutative, assumere sempre il punto di vista **degli azionisti di minoranza**.



### Consiglieri indipendenti e organi di controllo



#### Criticità

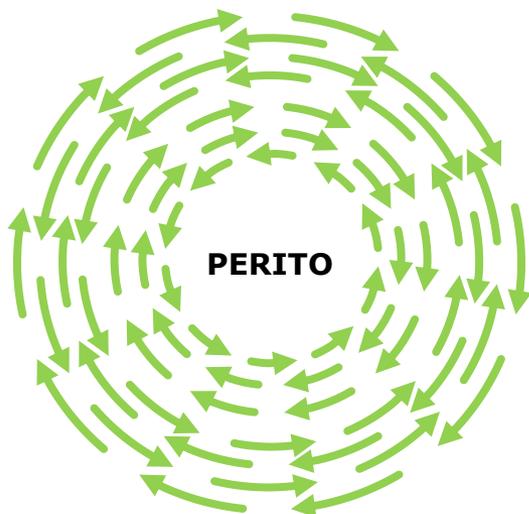
I consiglieri indipendenti e gli organi di controllo hanno la **responsabilità di vigilare sulle operazioni** intraprese dal management, identificando eventuali comportamenti opportunistici.

#### Punto di attenzione per il Perito

Ricerca di **dialogo** con organi di controllo (i.e. collegio sindacale).  
Produrre adeguati strumenti di analisi per **consiglieri indipendenti**.



### Legislatore

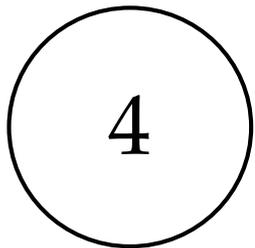


#### Criticità

**Complessità nella definizione di un quadro normativo efficace e flessibile** in grado di **contrastare i comportamenti opportunistici** a danno degli interessi delle minoranze e/o dei soggetti estranei al controllo societario.

#### Punto di attenzione per il Perito

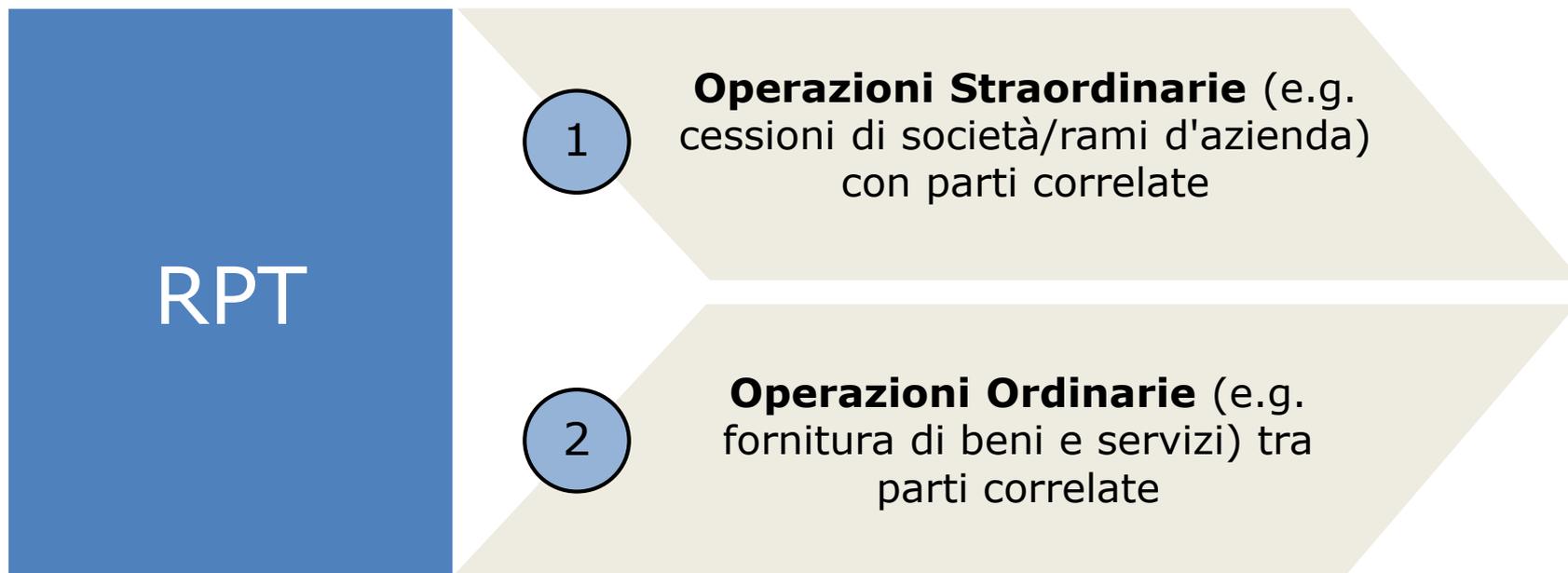
**Interpretare/recepire al meglio le indicazioni del legislatore** al fine di svolgere in modo adeguato il proprio ruolo, cercando di **comprendere** il «razionale» dietro la norma.



## Le principali criticità nelle valutazioni di RPT

Le macro categorie oggetto di analisi

Generalmente il Perito è chiamato ad esprimersi sulle seguenti **due categorie di RPT**:



## 4.1 Operazione Straordinarie

### Overview del processo di valutazione nel caso di Operazioni Straordinarie

Al fine di **tutelare tutti gli stakeholders**, il valutatore deve porre massima attenzione a **tutte le fasi del processo valutativo**.

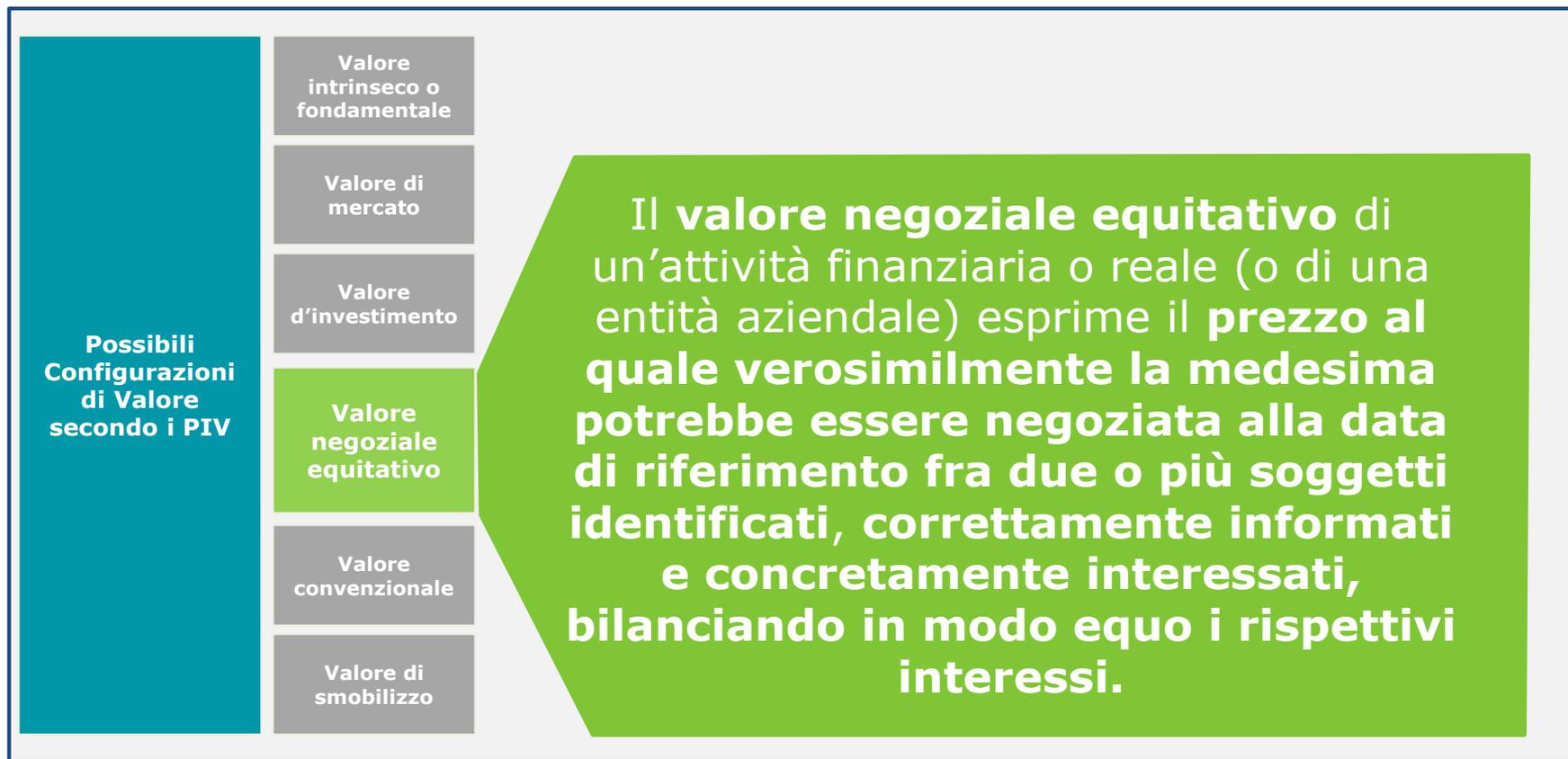


**In generale il riferimento ai PIV aiuta e tutela il Perito in tutto il processo valutativo**

### Analisi della configurazione di valore



Le **configurazioni di valore** definite dai **PIV** sono le seguenti:



### Il valore negoziale equitativo secondo i PIV



***"Il valore negoziale equitativo dei PIV coincide con il l'equitable value degli IVS<sup>(\*)</sup>. Il valore negoziale equitativo è un fair price fra due o più soggetti specificamente identificati. Si tratta dunque di un valore soggettivo. Esso differisce dal valore di mercato perché considera gli specifici benefici delle parti. La sua stima è richiesta, ad esempio, per finalità di garanzia societaria nel caso di operazioni fra parti correlate".***

Si differenzia dal valore di mercato poiché quest'ultimo *"esclude invece qualsiasi vantaggio che non sia accessibile a tutti gli operatori attivi"*.

(\*) La definizione di Fair Value di IVSC contenuta in IVS 2013 è stata modificata in Equitable Value per evitare confusione con l'IFRS 13 e altre definizioni di "Fair Value" attualmente in uso sul mercato. Tuttavia, come per le altre definizioni precedentemente contenute in IVS 2013, la definizione e il relativo commento si basano e sono pressoché identici a quelli contenuti in IVS 2013.

### Analisi della dinamica storica e prospettica: overview



Analisi dettagliata della **dinamica storica** ai fini della comprensione e della **verifica della ragionevolezza delle assunzioni poste alla base del Piano Economico Finanziario aziendale**.

#### Analisi della **dinamica storica** della Società/Ramo

- Analisi dell'**evoluzione storica** delle principali **variabili di conto economico e stato patrimoniale**.
- Analisi delle **variabili più significative** alla base del Piano (e.g. «Tornado Analysis»).
- Analisi della **relazione tra variabili interne e variabili esterne**.
- Analisi della **volatilità dei risultati** registrata storicamente.
- Analisi della **struttura finanziaria**.

#### Analisi della **dinamica prospettica** della Società/Ramo

- Analisi della tipologia di **assunzioni** ipotetiche ("*hypothetical*") o basate sulle migliori stime del management ("*best-estimate*").
- Verifica della **coerenza** delle assunzioni prospettiche con i dati storici.
- Analisi della **solidità delle fonti**.
- Verifica della coerenza tra il **piano di investimenti** con il livello di crescita operativo.
- Verifica della **sostenibilità finanziaria** del business plan.
- Sensitivity Analysis sulle assunzioni ipotetiche.

Analisi della dinamica storica e prospettica: focus sull'analisi del piano



In relazione alla criticità relativa alla dinamica prospettica, che costituisce la base per la valutazione, il Perito può effettuare una **verifica dei dati previsionali** secondo specifiche procedure (e.g. ISAE 3400).

#	Variabile
1	Evoluzione dei ricavi e della marginalità
2	Evoluzione del prezzo della materia prima
3	Efficacia delle politiche commerciali e di marketing
4	Efficacia delle politiche distributive
5	Efficacia delle politiche di sviluppo ed innovazione dei prodotti/processi

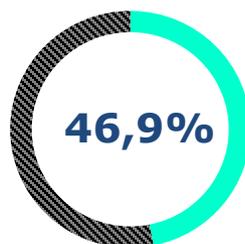
Particolare attenzione deve essere posta con riferimento alle variabili **esogene**, ossia **al di fuori del controllo del Management**, e alla **ragionevolezza complessiva** delle assunzioni alla base dei dati prospettici.

## Le principali criticità nelle valutazioni di RPT

### Scelta dei metodi di valutazione



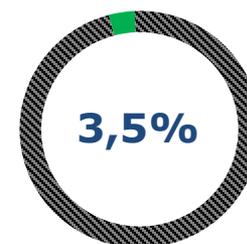
#### Arm's-Length Transactions



Income approach

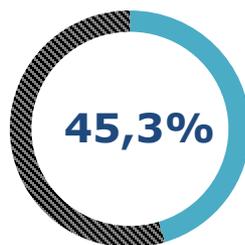


Market approach

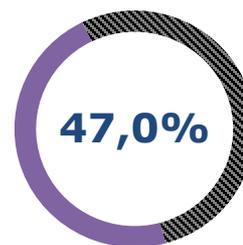


Asset approach

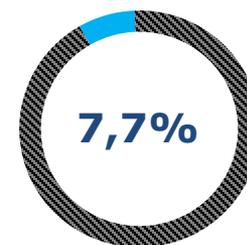
#### Related Party Transactions



Income approach



Market approach



Asset approach

Alcuni autori hanno evidenziato che **non ci sono differenze sostanziali di approccio valutativo tra Arm's-Length Transactions e Related Party Transaction<sup>(\*)</sup>**.

(\*) Matthews, G. E. (2012). Valuation Methods in Fairness Opinions: An Empirical Study of Cash Transactions. *Business Valuation Review*, 31(2), p. 63.

### Scelta dei metodi di valutazione: focus RPT



### Related Party Transactions



Nelle operazioni tra parti correlate senza cambiamento di controllo viene utilizzato meno **l'income approach** rispetto al **market approach**(<sup>\*</sup>).

(\*) Matthews, G. E. (2012). Valuation Methods in Fairness Opinions: An Empirical Study of Cash Transactions. *Business Valuation Review*, 31(2), p. 63.

### Scelta dei metodi di valutazione: alcuni limiti



#### Income Approach

- **Necessaria approfondita analisi del business plan** al fine di verificare la ragionevolezza delle assumptions.
- **Possibile necessità aggiustamento parametri valutativi** per tener conto della specificità della RPT (e.g. costo del capitale, terminal value, etc..).



#### Market Approach

- **Difficoltà nella selezione di transazioni comparabili** per operazioni tra parti correlate con caratteristiche molto specifiche.



#### Asset Approach

- **Difficoltà** nella valorizzazione del **Goodwill**.

### Scelta dei metodi di valutazione: alcune considerazioni



#### Income approach

- ✓ Più frequente per RPTs **Straordinarie**
- ✓ Necessaria **verifica della ragionevolezza** del piano economico-finanziario.
- ✓ Con ragionevolezza del Piano **metodo più versatile** per riflettere **specificità** operazione.

*Quale metodo?*

#### Market approach

- ✓ Più frequente per RPTs **Ordinarie**
- ✓ Possibile **difficoltà** nel reperimento di transazioni **comparabili**.
- ✓ Solidità del **riferimento al mercato**.
- ✓ **Difficoltà** nel riflettere le **specificità** della RPT
- ✓ Utilizzabile sia come **metodo principale** (ove disponibili adeguati comparabili) che **come metodo di controllo**.

Stima dei parametri valutativi e applicazione dei modelli scelti



La **scelta dei parametri valutativi è condizionata** dalle specificità dell'oggetto di valutazione.

### Parametri valutativi

Necessità di **tutela di coloro che subiscono l'operazione**

Possibilità di inclusione di un **premio per il rischio legato al mancato verificarsi delle assunzioni ipotetiche** analizzate in sede di Business Plan Review (**rischio di execution**).

$K_e = R_f + RP_m + RP_s + RP_i + RP_u$   
 Premio per il rischio specifico/Execution Risk

In presenza di un Piano basato su previsioni caratterizzate da elevati tassi di crescita può essere opportuno effettuare una **stima "prudenziale" del flusso di cassa normalizzato** ipotizzando che sia pari alla media dei flussi del periodo esplicito.

Adozione di un **tasso di crescita di lungo periodo coerente** con le previsioni di settore e del business di riferimento.

Eventuali **Premi/sconti** possono essere applicati per allineare operazioni tra parti correlate ad operazioni che a condizioni di mercato<sup>(\*)</sup>.

\* "Control premiums can take the form of adjustments that place related party transactions income and expense at arm's length pricing", Lee, T. (2015). Valuation discounts and premiums in ESOP valuation. Mercer Capital, p. 5

## 4.2 Operazioni Ordinarie

Operazioni relative a rapporti tra parti correlate: alcune tipologie di operazioni

Lo **IAS 24**, par. 21 riporta alcune **tipologie di operazioni** delle quali **deve essere data informativa** se effettuate con parti correlate:

- a) acquisti o vendite di beni (finiti o semilavorati);
- b) acquisti o vendite di immobili e altre attività;
- c) prestazione o ottenimento di servizi;
- d) leasing;
- e) trasferimenti per ricerca e sviluppo;
- f) trasferimenti a titolo di licenza;
- g) trasferimenti a titolo di finanziamento (inclusi i prestiti e gli apporti di capitale in denaro o in natura);
- h) clausole di garanzia o pegno;
- i) impegni ad intervenire se si verifica o meno un particolare evento futuro, inclusi i contratti esecutivi (rilevati e non rilevati);
- j) estinzione di passività per conto della società ovvero da parte della società per conto di quella parte correlata.

Operazioni relative a rapporti tra parti correlate: overview del processo

Il Perito deve effettuare un'**analisi di congruità a mercato delle assunzioni** sottostanti il rapporto tra parti correlate.



Analisi dei **principali contenuti economici - finanziari** dell'Accordo.

**Analisi di benchmark e di comparabilità** tra gli **elementi economici che caratterizzano l'Accordo** e quelli applicati in **situazioni analoghe ritenute comparabili** a quella oggetto di analisi.

**Parere di congruità** sui termini economico-finanziari dell'accordo tra le parti.

Operazioni relative a rapporti tra parti correlate: analisi dell'accordo tra parti correlate



Operazioni relative a rapporti tra parti correlate: analisi di benchmark e analisi comparativa



**Analisi di benchmark e di comparabilità** tra le condizioni economico-finanziarie dell'accordo oggetto di analisi e quelle applicate a **strumenti comparabili**.

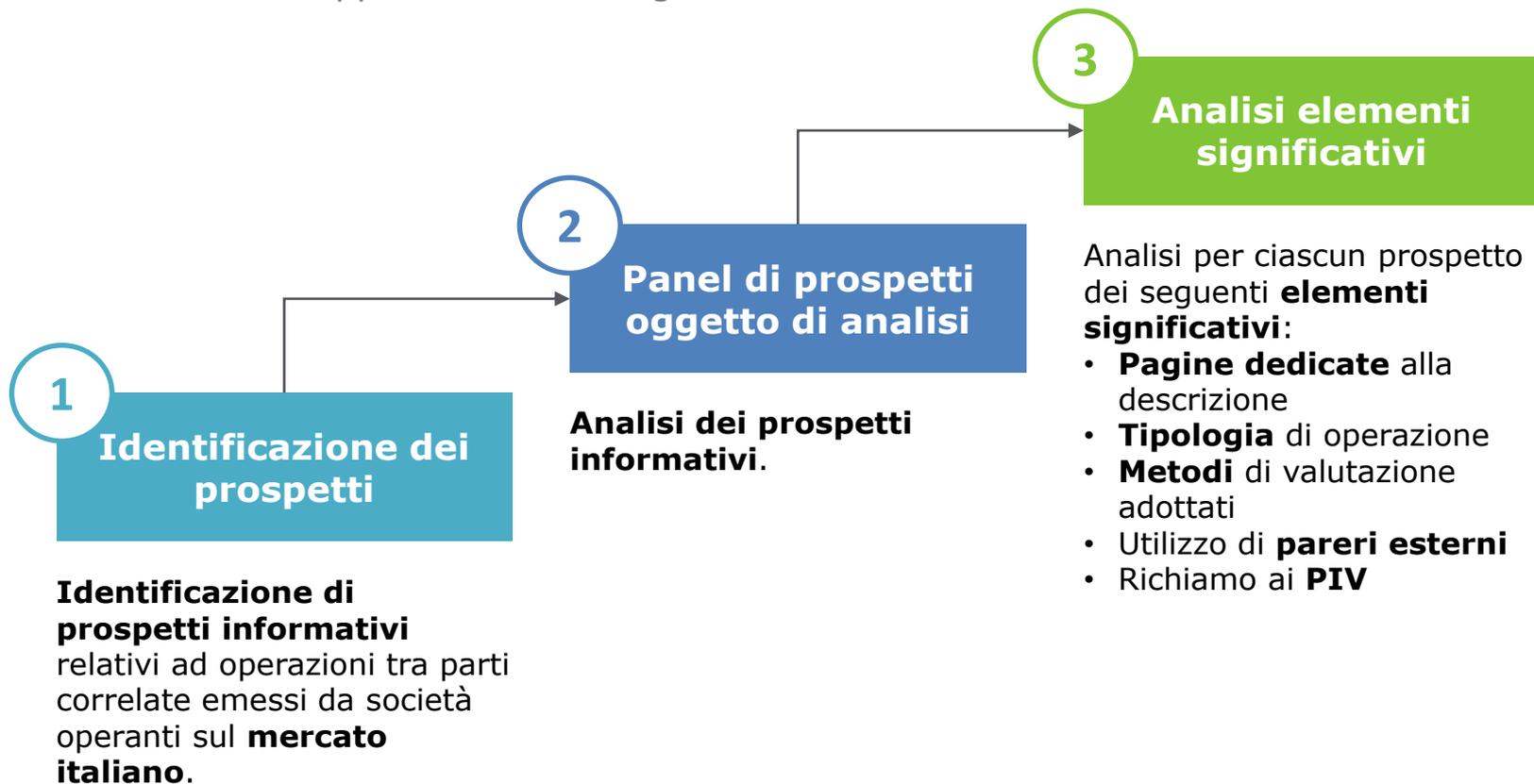




## Casi studio in Italia

## 5.1 Analisi di recenti RPT

### Analisi di recenti RPT: approccio metodologico



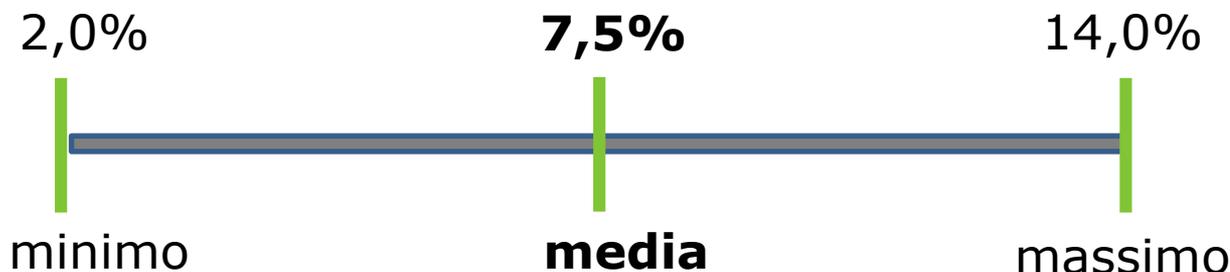
### Analisi di recenti RPT: elementi analizzati

- |  |   |   |
|--|---|---|
| <p><b>A</b></p> <p><b>Pagine dedicate alla descrizione</b></p> |    | <p>Rapporto tra <b>numero di pagine dedicate alla descrizione della RPT</b> e totale delle pagine di cui si compone il documento informativo.</p>   |
| <p><b>B</b></p> <p><b>Tipologia di operazione</b></p>          |    | <p>Individuazione dell'<b>informativa qualitativa in merito alla tipologia di operazione</b> posta in essere tra le parti correlate, che costituisce oggetto del documento informativo.</p> |
| <p><b>C</b></p> <p><b>Metodi di valutazione adottati</b></p>   |    | <p>Individuazione dell'<b>informativa qualitativa in merito al metodo utilizzato</b> per valutare la RPT da parte della società tenuta alla redazione del documento informativo.</p>        |
| <p><b>D</b></p> <p><b>Utilizzo di pareri esterni</b></p>       |   | <p><b>Tipologia di advisors esterni</b> per la valutazione dell'oggetto della transazione o per la redazione della fairness opinion.</p>  |
| <p><b>E</b></p> <p><b>Richiamo ai PIV</b></p>                  |  | <p><b>Presenza o meno</b>, all'interno del documento informativo, di <b>referimenti ad uno o più Principi Italiani di Valutazione.</b></p>  |

Analisi di recenti RPT: pagine dedicate alla descrizione

A

### Pagine dedicate alla descrizione della RPT sul totale delle pagine del prospetto informativo (%) <sup>(1)</sup>



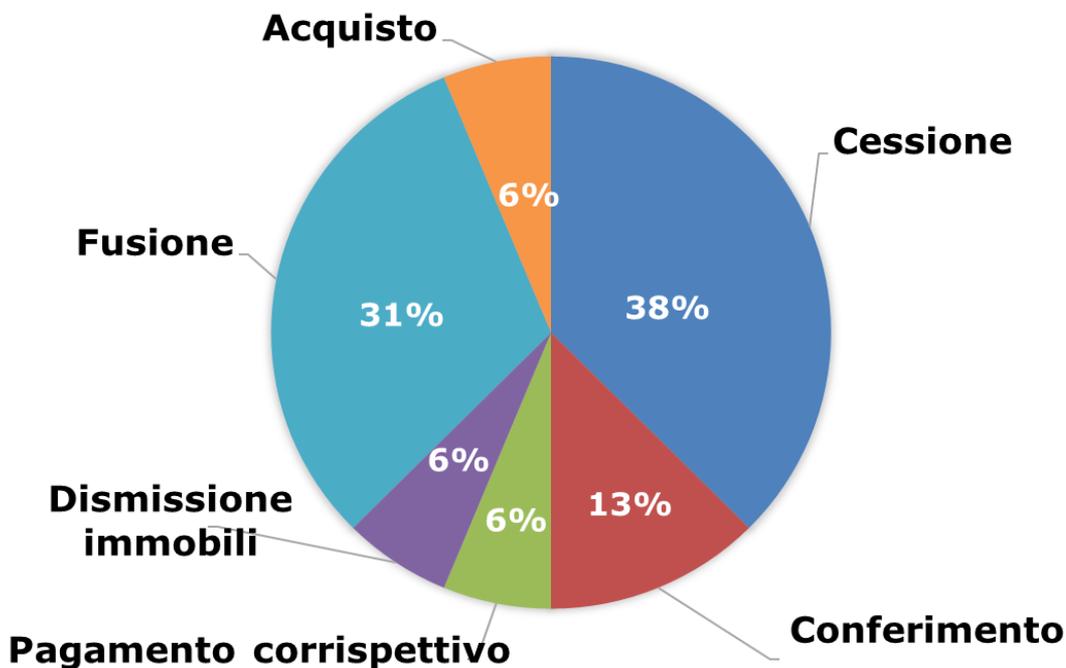
**Percentuali più elevate** registrate per **transazioni più complesse** (e.g. dismissione di immobili, trasferimento crediti, etc..).

*(1) Percentuale delle pagine considerate nel conteggio sulla base della quantità e rilevanza dell'informativa presente in ciascuna di esse.*

Analisi di recenti RPT: tipologia di operazione

B

### Tipologia di operazione

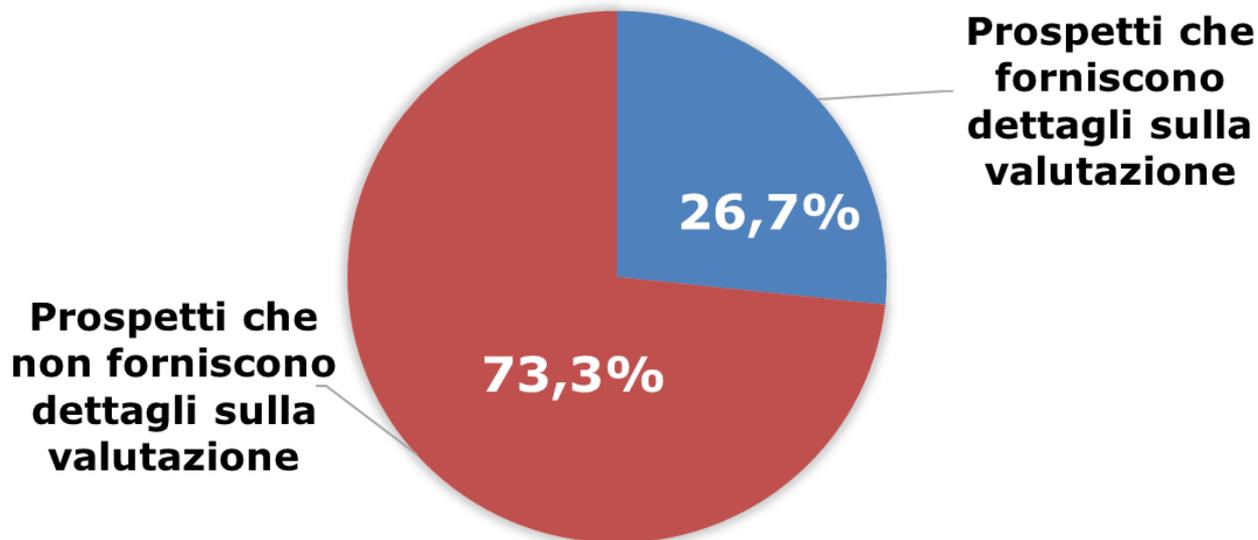


**Percentuali più elevate** registrate per **Operazioni Straordinarie** di **cessione** e di **fusione**.

Analisi di recenti RPT: il panel selezionato

C

### Metodi di valutazione adottati



Sul totale dei Prospetti informativi analizzati, **solo il 27%** fornisce il **dettaglio dei metodi di valutazione** applicati.

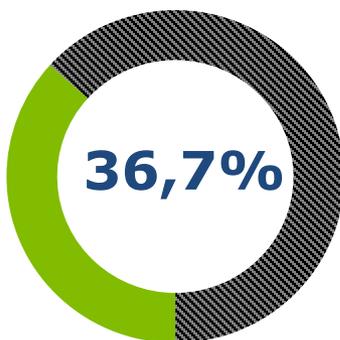
Analisi di recenti RPT: metodi di valutazione adottati

C

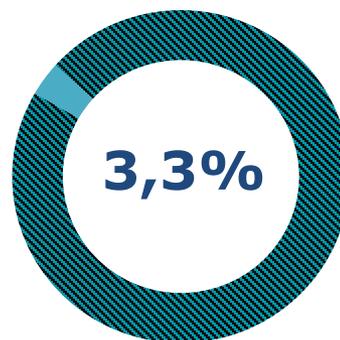
### Metodi di valutazione adottati



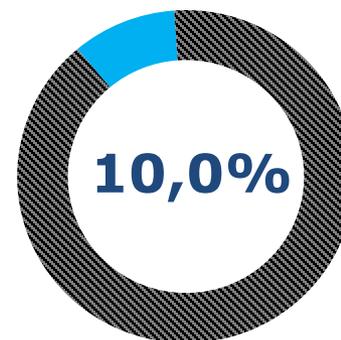
**Income approach**



**Market approach**



**Asset approach**



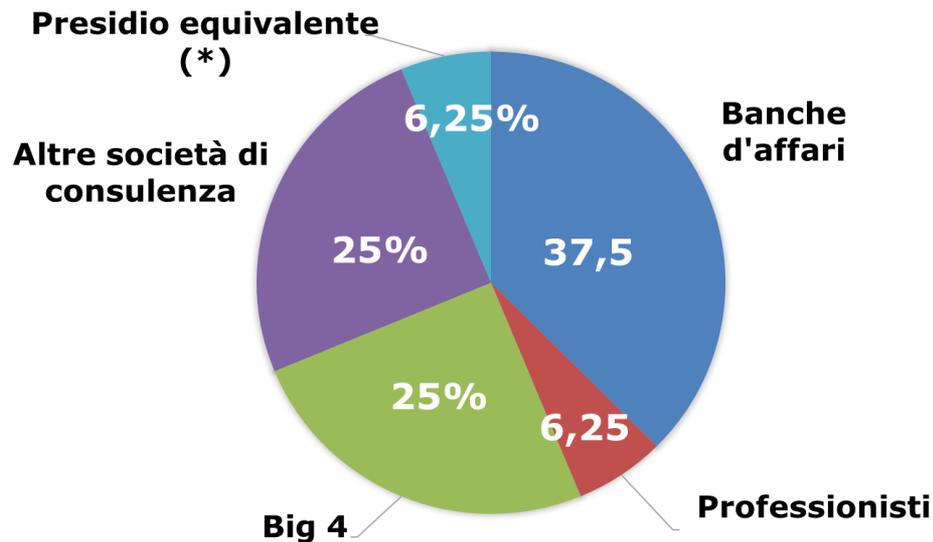
**Altri**

**Utilizzo prevalente** di metodi basati sui flussi (**income approach**) e di mercato (**market method**).

Analisi di recenti RPT: utilizzo di pareri esterni

D

### Utilizzo di pareri esterni



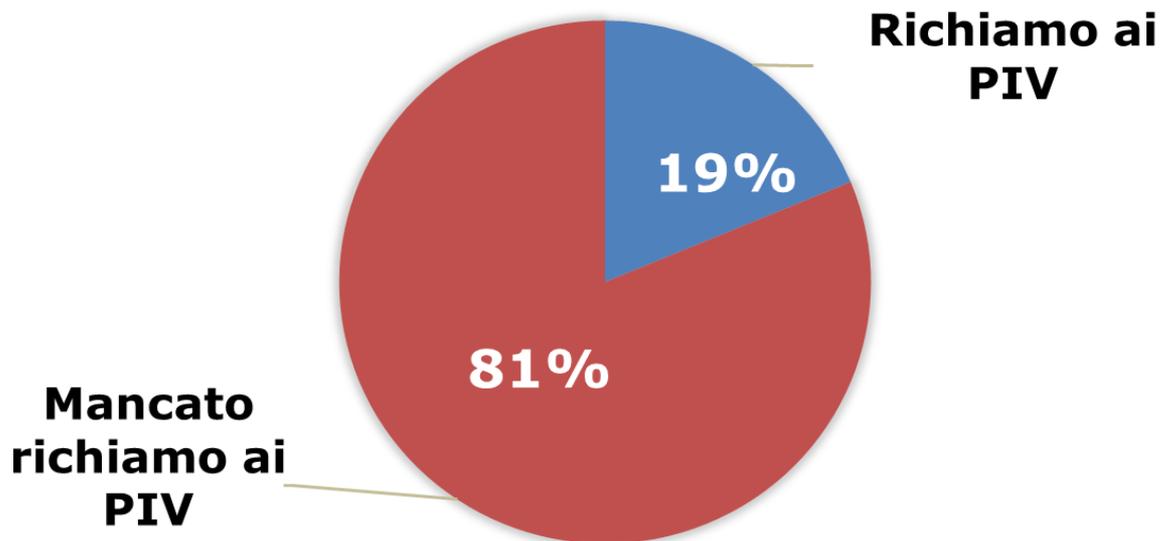
**Utilizzo prevalente di società di consulenza (Big Four e altre) e Banche d’Affari**

(\*) Per presidio equivalente si intende il ricorso a soggetti in grado di garantire la tutela della correttezza sostanziale dell'operazione qualora non vi sia il numero minimo di amministratori indipendenti non correlati previsti nel Regolamento CONSOB n. 17221 del 12/03/2010 (art. 7 e 8).

Analisi di recenti RPT: richiamo ai PIV

E

### Richiamo ai PIV



**Limitato richiamo ai Principi Italiani di Valutazione (solo il 19%).**

## 5.2 Case Study «Alfa» (Operazione Ordinaria)

Un caso pratico di Operazione Ordinaria  
Accordo tra parti correlate rappresentate da primari gruppi italiani

### Case Study Alfa

Il caso di studio riguarda un **parere di congruità** dei **contenuti economici di un accordo** tra due primari gruppi italiani inerente l'attività di raccolta del risparmio, facenti parte della stessa catena di controllo.

### Obiettivi del caso studio

- **Descrizione dell'operazione tra parti correlate** oggetto di analisi.
- **Evidenza delle specificità connesse alle criticità tipiche di una RPT.**
- **Descrizione delle attività svolte** nel corso delle diverse fasi del progetto al fine di **individuare eventuali condizioni non in linea con il mercato.**

Un caso pratico di Operazione Ordinaria  
Accordo tra parti correlate rappresentate da primari gruppi italiani

### 1) Analisi dell'Accordo tra parti correlate

I rapporti tra i soggetti coinvolti erano disciplinati da uno **specifico contratto** che ha sostituito il precedente accordo tra le parti.

### 3) Emissione del Parere di Congruità

**"Non sono stati evidenziati elementi tali da far ritenere i contenuti economici dell'Accordo non congrui."**

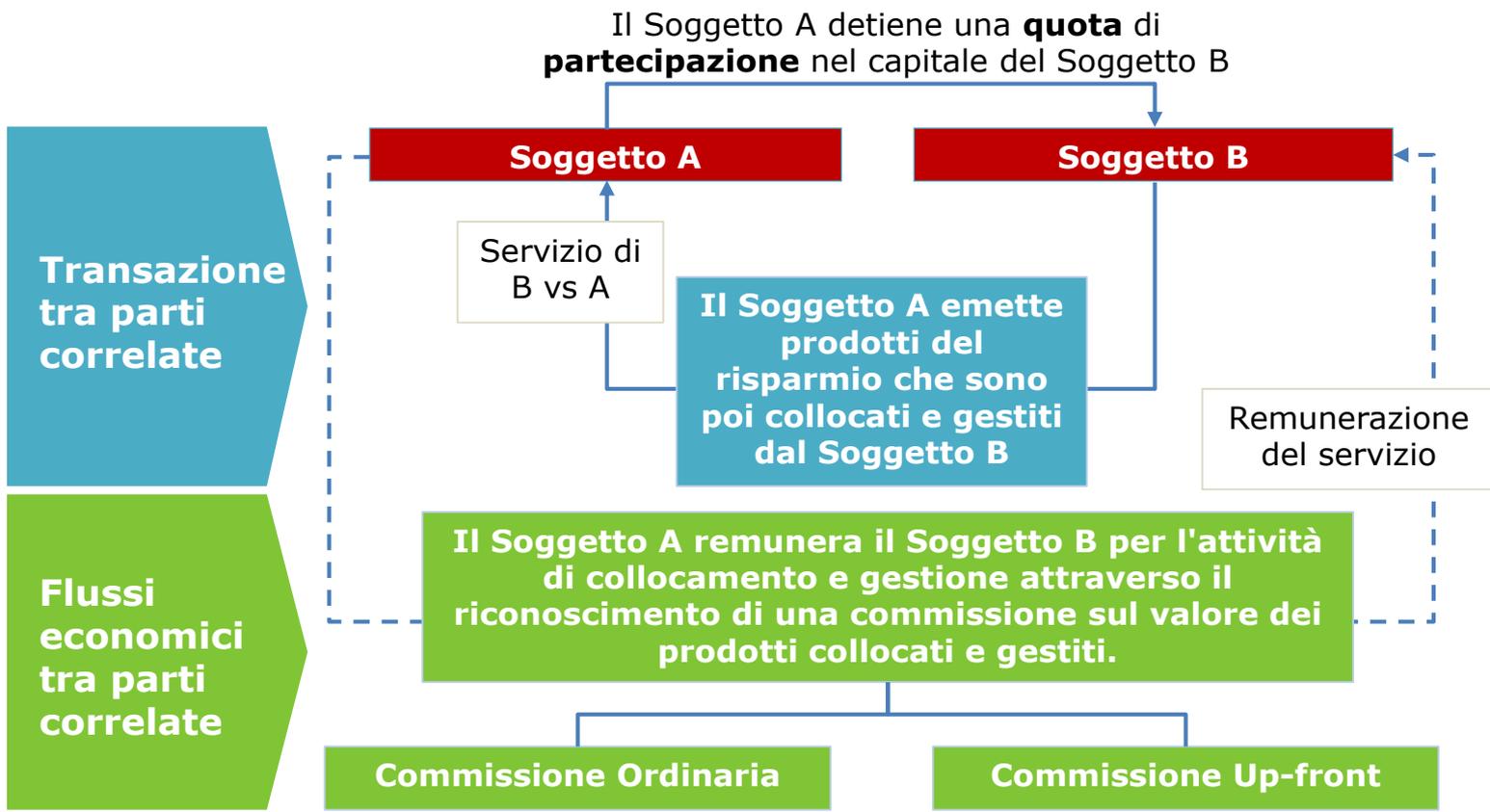
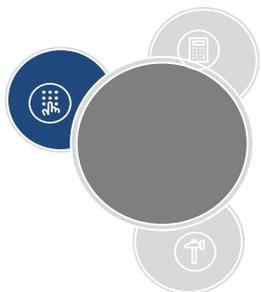
Emissione di un **Parere di Congruità** sui contenuti economici dell'Accordo tra due primari operatori italiani operanti nel settore del risparmio.

### 2) Analisi di benchmark e analisi comparativa

Individuazione dei **fattori distintivi del business di riferimento**;  
Individuazione di **prodotti analoghi** presenti sul mercato di riferimento;  
Individuazione di prodotti **potenzialmente sostitutivi** presenti sul mercato di riferimento.

E' stata condotta un'**analisi di benchmark** e di comparabilità tra la remunerazione per il collocamento dei prodotti inclusi nell'accordo e la medesima remunerazione applicata a prodotti alternativi.

Un caso pratico di Operazione Ordinaria: analisi dell'Accordo



Un caso pratico di Operazione Ordinaria: analisi di benchmark e analisi comparativa - l'approccio metodologico applicato



L'attività di benchmark è stata effettuata sulla base del seguente **approccio**:

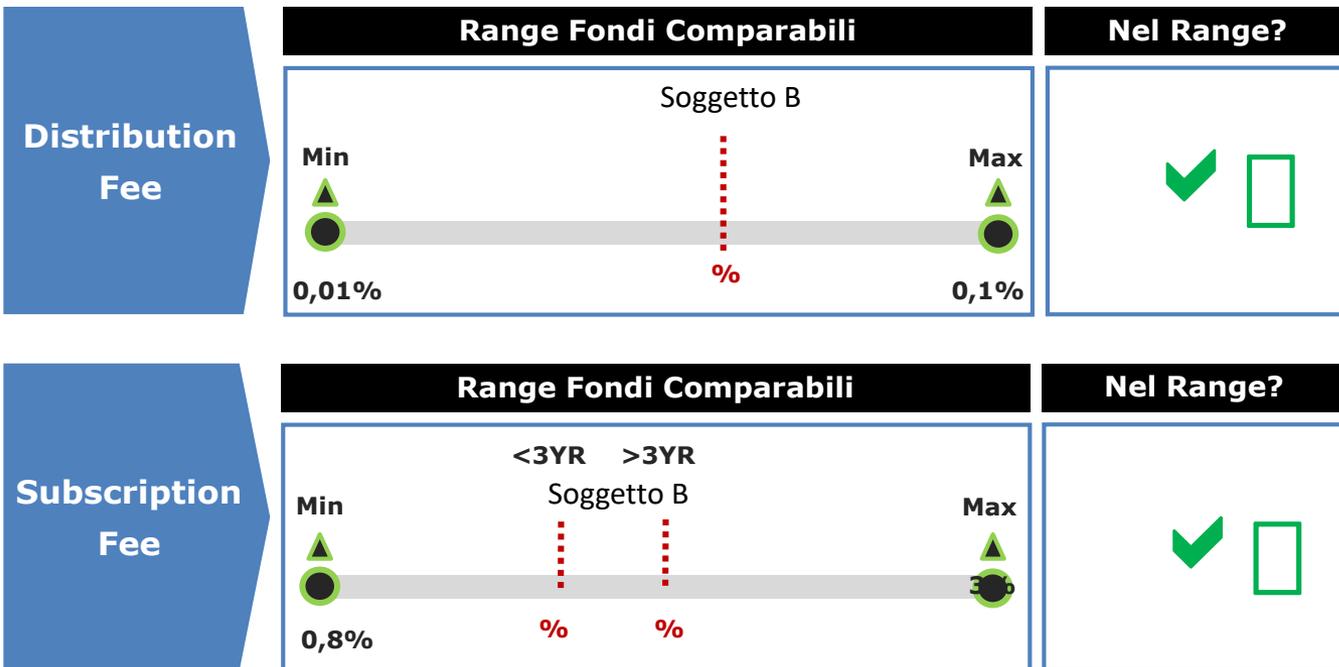
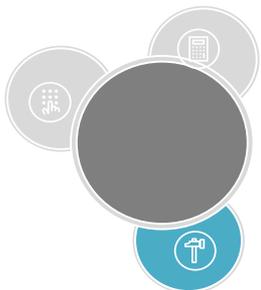
1 Metodo Principale	2 Metodo di Controllo Prodotti sostitutivi	3 Metodo di Controllo Benchmark europeo
<p><b>Analisi di benchmark e di comparabilità tra la remunerazione per il collocamento dei prodotti di risparmio e la medesima remunerazione applicata a strumenti comparabili.</b></p>	<p>Analisi di comparabilità della Commissione Ordinaria con le commissioni riconosciute per il collocamento di <b>altri strumenti di risparmio assimilabili.</b></p>	<p><b>Analisi a livello europeo</b> al fine di individuare eventuali realtà che svolgano attività simili a quelle svolte dal Soggetto B per il risparmio.</p>

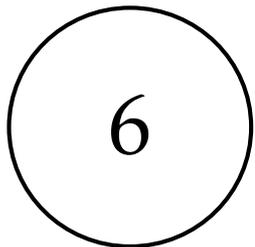
Un caso pratico di Operazione Ordinaria: analisi di benchmark e analisi comparativa - individuazione strumenti comparabili



	Strumento Comparabile Individuato	Elementi di Comparabilità	Oggetto di comparazione
Prodotto 1	<b>Fondi Alfa</b>	Scadenza a Breve Termine Rendimenti contenuti Basso Profilo di Rischio Prontamente liquidabili (prevalentemente Titoli di Stato)	<b>Distribution Fee</b> riconosciuta alla società di distribuzione rispetto al Net Asset Value del sottostante  <b>Subscription Fee</b> Commissione riconosciuta di sottoscrizione (sia per il distributore che per il gestore del prodotto rispetto al valore complessivamente collocato del sottostante)
Prodotto 2	<b>Fondi Beta</b>	Scadenza a Medio Termine Tassi di rendimento più elevati Garantiti dallo Stato	

Un caso pratico di Operazione Ordinaria: emissione del Parere di Congruità





## Conclusioni



### I fenomeni sottostanti

Le operazioni tra parti correlate possono essere influenzate da **dinamiche opportunistiche** da parte dei soggetti di controllo/management che possono condurre all'**espropriazione di valore** a danno delle minoranze o di altri stakeholder.



### Effetti sul valore

In **letteratura** è stato molto discusso l'effetto delle RPT sul valore dell'azienda, pur **non esistendo un pensiero univoco** sulla creazione o distruzione di valore conseguente alle operazioni tra parti correlate.



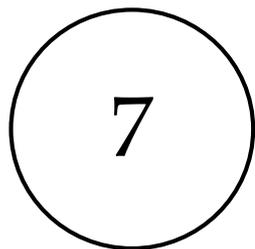
### Il ruolo del Perito/organismi di controllo

Nell'ambito delle RPT il **ruolo** del **Perito** e degli **organismi di controllo** riveste particolare **importanza** ai fini della **tutela** dei **soggetti** coinvolti che **subiscono** l'operazione.



### La valutazione

Il Perito è tenuto a porre particolare attenzione a tutte le fasi del processo di valutazione (**configurazione di valore**, analisi del **Piano**, scelta dei **metodi di valutazione, stima dei parametri valutativi**, etc.).



## Appendice

7.1. Casi Studio Esaminati

7.2. Bibliografia

7.3. Contatti

## 7.1 Casi Studio Esaminati

### 7.1.1. Operazioni oggetto di analisi

## Casi studio esaminati: operazioni oggetto di studio (1/2)

Parti Coinvolte		Anno	Descrizione operazione
Soggetto tenuto alla disclosure	Parte Correlata		
Anima Holding S.p.A.	Poste Italiane S.p.A.	2017	Scissione di BancoPosta Fondi SGR S.p.A. a favore di Anima SGR, con compravendita delle Azioni tra Anima (acquirente) e Poste (venditore); stipulazione di un Accordo Operativo e risoluzione del Contratto di Collaborazione Industriale precedentemente stipulato tra Anima e BPF.
Anima SGR S.p.A.	Banco BPM S.p.A.	2018	Cessione da parte di Banca Aletti & C. S.p.A. ad Anima SGR S.p.A. di alcuni mandati per la gestione in delega degli attivi derivanti dalle attività di impresa assicurativa
Autogrill S.p.A.	Autogrill Italia	2017	Conferimento in natura di alcuni rami d'azienda da parte di Autogrill S.p.A. in favore di tre diverse società a responsabilità limitata
	GTA S.r.l.		
	Autogrill Advanced Business Service S.r.l.		
Banca Apulia S.p.A.	Intesa San Paolo S.p.A.	2018	Pagamento del corrispettivo derivante dalla cessione a Intesa San Paolo di un credito vantato da Banca Apulia verso Veneto Banca S.p.A. in liquidazione coatta amministrativa.
Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A.	Trinity Investments Designated Activity Company	2018	Dismissione del patrimonio immobiliare del gruppo BIM realizzata mediante stipula di tre contratti preliminari di compravendita, aventi ad oggetto l'impegno, da parte della controllante Trinity, di acquistare, per sé o per persona da nominare, immobili di proprietà di BIM, e partecipazioni dalla stessa detenute nel capitale di BIM Immobiliare e di Paomar Terza.
Italia Independent	Independent Ideas a MMS Italy Holdings S.r.l.	2018	Cessione di una quota - pari al 25% - del capitale sociale di Independent Ideas S.r.l. da parte della Società alla società Laps To Go Holding S.r.l.
Mediolaum S.p.A.	Banca Esperia S.p.A.	2016	L'Operazione ha ad oggetto la cessione della Partecipazione (50% del capitale sociale di Banca Esperia) a Mediobanca da parte di Banca Mediolanum
Save S.p.A.	Marco Polo Holding S.r.l.	2012	Fusione inversa tra SAVE ed il suo socio di maggioranza relativa, MPH, che deteneva il 40,124% del capitale sociale di SAVE

## Casi studio esaminati: operazioni oggetto di studio (2/2)

Parti Coinvolte		Anno	Descrizione operazione
Soggetto tenuto alla disclosure	Parte Correlata		
Credito Artigiano S.p.A.	Carifano S.p.A.	2011	Fusione per incorporazione in Credito Artigiano di Cassa di Risparmio di Fano, con emissione da parte della società incorporante di nuove azioni ordinarie da assegnare agli azionisti della società incorporanda in cambio delle azioni di quest'ultima annullate.
Edison S.p.A.	Edipower S.p.A.	2012	Cessione da parte di Edison a favore di Delmi S.p.A. della partecipazione pari al 50% del capitale sociale di Edipower S.p.A. e alla stipula di contratto di somministrazione di gas naturale tra Edison ed Edipower
ErgyCapital S.p.A.	Intek Group S.p.A.	2017	Progetto di fusione per incorporazione integrazione di ErgyCapital S.p.A. in Intek Group S.p.A.
Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.	Premafin Finanziaria S.p.A.	2012	Fusione per incorporazione in Fondiaria - Sai S.p.A. di Premafin Finanziaria S.p.A. - Holding di Partecipazioni, Unipol Assicurazioni S.p.A. ed eventualmente Milano Assicurazioni S.p.A.
	Fondiaria - Sai S.p.A.		
	Unipol Assicurazioni S.p.A.		
	Milano Assicurazioni S.p.A.		
UnipolSai	Arca Vita	2018	Acquisto da parte di UnipolSai della Partecipazione Arca Vita nonché, indirettamente, delle Partecipazioni Arca e delle Partecipazioni Minori Arca, detenute dalla propria capogruppo Unipol
SNAM S.p.A.	GAS S.r.l. in Trans Austria Gasleitung GmbH	2014	Trasferimento a Snam S.p.A. della partecipazione detenuta da CDP GAS S.r.l. in Trans Austria Gasleitung GmbH
Seat S.p.A.	Italiaonline S.p.A.	2016	Fusione per incorporazione di Italiaonline S.p.A. in Seat Pagine Gialle S.p.A.
SNAI S.p.A.	Cogemat S.p.A.	2015	Conferimento in SNAI di una partecipazione ricompresa tra il 75,25% e il 100% del capitale sociale di Cogemat

## 7.1 Casi Studio Esaminati

### 7.1.2. Metodi di Valutazione Adottati

## Casi studio esaminati: metodi di valutazione applicati (1/2)

Soggetto tenuto alla disclosure	Parte Correlata	Metodi di valutazione applicati			
		Income approach	Market approach	Asset approach	Altri
Anima Holding S.p.A.	Poste Italiane S.p.A.	Dividend Discount Model			
Anima SGR S.p.A.	Banco BPM S.p.A.	Dividend Discount Model			
Autogrill S.p.A.	Autogrill Italia, GTA S.r.l., Autogrill Advanced Business Service S.r.l.	Tre Rami (Italia, Europa, Servizi): Adjusted Present Value			
Banca Apulia S.p.A.	Intesa San Paolo S.p.A.	Discounted Cash Flow			
Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A.	Trinity Investments Designated Activity Company	Discounted Cash Flow Adjusted			Comparativo, Trasformazione verticale
Italia Independent	Independent Ideas a MMS Italy Holdings S.r.l.		Multipli di Mercato		
Credito Artigiano S.p.A.	Carifano S.p.A.	Dividend Discount Model (metodo <b>principale</b> )	Multipli di Mercato, Multipli di Transazioni comparabili (metodi di <b>controllo</b> )		
Edison S.p.A.	E dipower S.p.A.	Discounted Cash Flow (metodo <b>principale</b> )	Multipli di Mercato, Multipli di Transazioni Comparabili (metodi di <b>controllo</b> )		
Mediolaum S.p.A.	Banca Esperia S.p.A.	Dividend Discount Model (metodo <b>principale</b> )	Multipli di Mercato, Multipli di Transazioni comparabili (metodi di <b>controllo</b> )		
Save S.p.A.	Marco Polo Holding S.r.l.	DCF	Multipli di Transazioni, Andamento del prezzo di borsa		

## Casi studio esaminati: metodi di valutazione applicati (2/2)

Soggetto tenuto alla disclosure	Parte Correlata	Metodi di valutazione applicati			
		Income approach	Market approach	Asset approach	Altri
ErgyCapital S.p.A.	Intek Group S.p.A.	DCF	Multipli di Mercato, Multipli di Transazioni		
Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.	Premafin Finanziaria S.p.A. - Holding di Partecipazioni			Net Value Asset	
	Fondiarìa – Sai S.p.A.	Dividend Discount Model, VIF	Multipli di Mercato	Adjusted Net Asset Value	Regression Analysis
	Unipol Assicurazioni S.p.A.	Dividend Discount Model, VIF	Multipli di Mercato	Adjusted Net Asset Value	Regression Analysis
	Milano Assicurazioni S.p.A.	Dividend Discount Model, VIF	Multipli di Mercato	Adjusted Net Asset Value	Regression Analysis
UnipolSai	Arca Vita	Dividend Discount Model	Multipli di Transazioni Comparabili		Appraisal Value
SNAM S.p.A.	GAS S.r.l. in Trans Austria Gasleitung GmbH	Dividend Discount Model, Discounted Cash Flow	Multipli di Mercato, Multipli di Transazioni Comparabili		
Seat S.p.A.	Italiaonline S.p.A.	Discounted Cash Flow	Multipli di Mercato		
SNAI S.p.A.	Cogemat S.p.A.	Discounted Cash Flow	Multipli di Mercato		

## 7.2 Bibliografia

- Aharony, J., Wang, J., & Yuan, H. (2010). Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(1), 1-26.
- Bona-Sanchez, C., Fernández-Senra, C. L., & Perez-Aleman, J. (2017). Related-party transactions, dominant owners and firm value. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(1), 4-17.
- Downs, D. H., Ooi, J. T., Wong, W. C., & Ong, S. E. (2016). Related party transactions and firm value: evidence from property markets in Hong Kong, Malaysia and Singapore. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 52(4), 408-427.
- Friedman, E., Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Propping and tunneling. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732-750.
- Ge, W., Drury, D. H., Fortin, S., Liu, F., & Tsang, D. (2010). Value relevance of disclosed related party transactions. *Advances in Accounting*, 26(1), 134-141.
- Gordon, E., Henry, E., & Palia, D. (2004). Determinants of related party transactions and their impact on firm value. In annual conference of the American Accounting Association. Retrieved on (Vol. 15, pp. 04-05).
- Hosseinyan, N., Hashim, F., & Isa, S. M. (2015, February). The role of corporate governance on the relationship between related party transaction and firm value. In *ICMLG2015-The 3rd International Conference on Management, Leadership and Governance: ICMLG2015* (p. 282). Academic Conferences and Publishing Limited.
- Huang, D. T., & Liu, Z. C. (2010). A study of the relationship between related party transactions and firm value in high technology firms in Taiwan and China. *African Journal of Business Management*, 4(9), 1924-1931.

## Bibliografia (segue)

- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90(2), 22-27.
- Jian, M., & Wong, T. J. (2010). Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 70-105.
- Kohlbeck, M., & Mayhew, B. W. (2010). Valuation of firms that disclose related party transactions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 115-137.
- Lee, T. (2015). Valuation discounts and premiums in ESOP valuation. Mercer Capital.
- Matthews, G. E. (2012). Valuation Methods in Fairness Opinions: An Empirical Study of Cash Transactions. *Business Valuation Review*, 31(2), 55-74.
- Nekhili, M., & Cherif, M. (2011). Related parties transactions and firm's market value: the French case. *Review of Accounting and Finance*, 10(3), 291-315.
- Tambunan, M. E., Siregar, H., Manurung, A. H., & Priyarsono, D. S. (2017). Related Party Transactions and Firm Value in the Business Groups in the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Applied Finance and Banking*, 7(3), 1-20.
- Young, B. (2005). Related-party transactions: Why they matter and what is disclosed. *The Corporate Governance Advisor*, 13(4), 1-7.

## 7.3 Contatti

### **Deloitte.**

**Marco Vulpiani**

Equity Partner

Head of Valuation and Business  
Modelling Services

Direct: +39 06 36749315

Mobile: +39 348 8856689

[mvulpiani@deloitte.it](mailto:mvulpiani@deloitte.it)

**Deloitte Financial  
Advisory S.r.l.**

Via della Camilluccia,  
589/A

00135 Roma – Italia

P. Iva IT 03644260964

Tel: +39 06 367491

[www.deloitte.it](http://www.deloitte.it)