

Convegno Nazionale OIV sulla Valutazione d'Azienda

# Valutazione, Bilancio e Revisione: tre prospettive complementari

Università Bocconi – Milano, 19 dicembre 2016

## Gruppi di imprese: aspetti valutativi (peculiarità delle valutazioni dei gruppi)

PROF. ENRICO LAGHI

Ordinario di Economia Aziendale  
Università degli Studi di Roma "La Sapienza"

## 1. INTRODUZIONE

La valutazione dei gruppi di imprese

## 2. IL CONCETTO DI CONTROLLO

*Focus sul principio IFRS 10 “Consolidated Financial Statements”*

## 3. I GRUPPI DI IMPRESE NEI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE

Gli orientamenti dell’Organismo Italiano di Valutazione

## 4. ASPETTI VALUTATIVI

Peculiarità tecnico-metodologiche e possibili soluzioni operative

## 5. CONCLUSIONI

Conclusioni e temi aperti

## LA VALUTAZIONE DEI GRUPPI DI IMPRESE

- Un gruppo di imprese (o gruppo aziendale) è un insieme di imprese autonome dal punto di vista giuridico, ma assoggettate ad un unico soggetto economico, che ne dirige e coordina l'assetto organizzativo e ne governa la gestione economica, patrimoniale e finanziaria.
- La valutazione di un gruppo di imprese presenta talune peculiarità, le principali delle quali riguardano:
  - la scelta dell'**approccio valutativo**;
  - l'individuazione della **base informativa**;
  - il trattamento degli elementi di **eterogeneità delle singole imprese del gruppo** a livello di *business* e aree geografiche ai fini della determinazione delle assunzioni e dei parametri valutativi;
  - il trattamento delle **minorities**: premi di controllo, *holding discount*, *diversification discount* e quote di valore di pertinenza di terzi.
- L'analisi di tali tematiche valutative implica un approfondimento, tra l'altro, dei riferimenti nella disciplina e nella letteratura di settore del concetto di controllo/minoranza e dei principi di valutazione consolidati nella prassi relativa alla valutazione dei gruppi di imprese.

1. **INTRODUZIONE**  
La valutazione dei gruppi di imprese
2. **IL CONCETTO DI CONTROLLO**  
*Focus sul principio IFRS 10 "Consolidated Financial Statements"*
3. **I GRUPPI DI IMPRESE NEI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE**  
Gli orientamenti dell'Organismo Italiano di Valutazione
4. **ASPETTI VALUTATIVI**  
Peculiarità tecnico-metodologiche e possibili soluzioni operative
5. **CONCLUSIONI**  
Conclusioni e temi aperti

## 2. IL CONCETTO DI CONTROLLO

INTRODUZIONE

IL CONCETTO DI CONTROLLO

I GRUPPI DI IMPRESE NEI PIV

ASPETTI VALUTATIVI

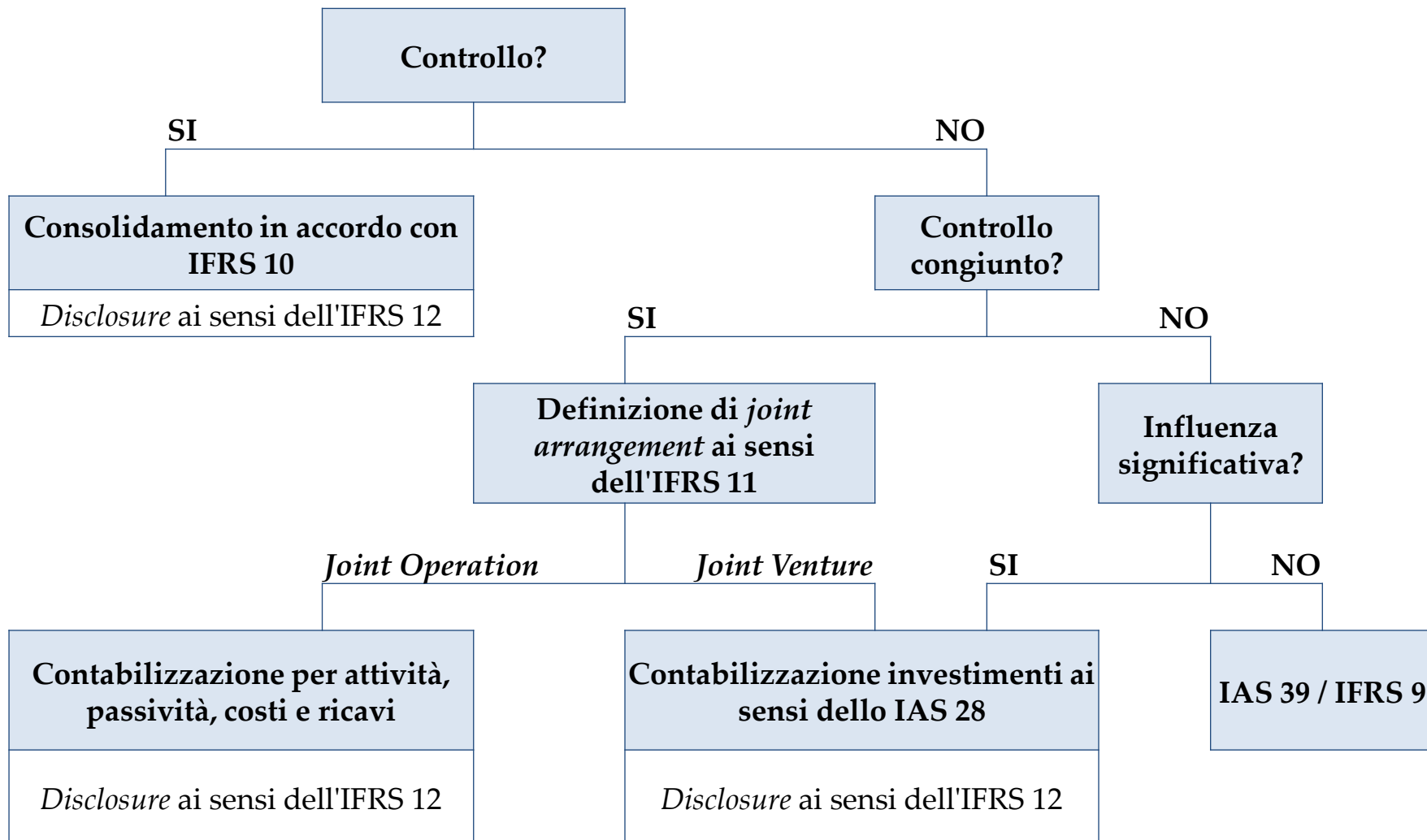
CONCLUSIONI

### EVOLUZIONE DEL CONCETTO DI CONTROLLO

Riferimento	Identificazione del concetto di controllo
<b>Art. 2359 c.c.</b> Società controllate e collegate	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maggioranza diritti di voto in assemblea ordinaria</li> <li>• Influenza dominante in virtù: di voti sufficienti o per vincoli contrattuali</li> </ul>
<b>DLgs 127/91</b> Art. 26 "Imprese controllate"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Influenza dominante in virtù di contratto o clausola statutaria</li> <li>• Accordi con altri soci</li> </ul>
<b>IAS 27</b> <i>Separate Financial Statements</i> (sostituito da IFRS 10, poi emanato IAS 27 modificato)	<p>Potere di governare le decisioni sulle politiche finanziarie e operative di un'entità per ottenere benefici (<i>power control model</i>).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Maggioranza diritti di voto</li> <li>• Accordo con altro investitore</li> <li>• Statuto o contratto</li> <li>• Potere di nomina/revoca maggioranza C.d.A.</li> <li>• Potere di indirizzo della maggioranza dei voti C.d.A.</li> </ul>
<b>SIC 12</b> <i>Consolidation – Special Purpose Entities</i> (sostituito da IFRS 10)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• In una "SPE" (i.e. "special purpose entity" o società di scopo) l'esposizione alla maggioranza dei rischi e benefici è il maggiore indicatore di controllo (<i>risk and rewards model</i>)</li> </ul>
<b>IFRS 10</b> <i>Consolidated financial statements</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Il "controllo" come base per il consolidamento di tutti i tipi di entità</li> <li>• Supera taluni limiti e contraddizioni dello IAS 27 e del SIC 12</li> </ul>
<b>IFRS 11</b> <i>Joint arrangements</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Il controllo congiunto può essere creato in una varietà di modi, ciò che rileva è la sostanza dell'accordo</li> </ul>
<b>IFRS 12</b> <i>Disclosure of interests with other entities</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Informativa sulle valutazioni e sulle assunzioni significative adottate dalla controllante per stabilire chi detiene il controllo (e tipi di accordi)</li> </ul>

## 2. IL CONCETTO DI CONTROLLO

### IL CONCETTO DI CONTROLLO NEI PRINCIPI IFRS 10, IFRS 11 E IFRS 12



## 2. IL CONCETTO DI CONTROLLO

### L'IFRS 10 "CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS"

- L'obiettivo dell'IFRS 10 è stabilire i principi per la preparazione e la presentazione del bilancio consolidato nel caso in cui un'entità controlla una o più entità. A tale fine, l'IFRS 10 definisce il principio del controllo e prevede il controllo come base per il consolidamento.
- Ai sensi dell'IFRS 10 (parr. 6-7), "un investitore controlla un'entità oggetto di investimento se e solo se ha contemporaneamente":
  - "il potere sull'entità oggetto di investimento"  
→ "validi diritti che gli conferiscono la capacità attuale di dirigere le attività rilevanti" (par. 10);
  - "l'esposizione o i diritti a rendimenti variabili derivanti dal rapporto con l'entità oggetto di investimento"  
→ "quando i rendimenti che gli derivano da tale rapporto sono suscettibili di variare in relazione all'andamento economico dell'entità oggetto di investimento" (par. 15);
  - "la capacità di esercitare il proprio potere sull'entità oggetto di investimento per incidere sull'ammontare dei suoi rendimenti"  
→ "se, oltre ad avere il potere su di essa e l'esposizione o il diritto ai rendimenti variabili derivanti dal proprio rapporto con l'entità oggetto di investimento, ha anche la capacità di esercitare il proprio potere per incidere sui rendimenti derivanti da tale rapporto" (par. 17).
- Rispetto al passato, maggiore *focus* sulla **variabilità del rendimento** dell'investitore.
- Si basa sulla **capacità di esercizio** del controllo e prescinde dal suo effettivo esercizio.
- Si devono considerare **diritti di voto potenziali**.

- 1. INTRODUZIONE**  
La valutazione dei gruppi di imprese
- 2. IL CONCETTO DI CONTROLLO**  
*Focus sul principio IFRS 10 “Consolidated Financial Statements”*
- 3. I GRUPPI DI IMPRESE NEI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE**  
Gli orientamenti dell’Organismo Italiano di Valutazione
- 4. ASPETTI VALUTATIVI**  
Peculiarità tecnico-metodologiche e possibili soluzioni operative
- 5. CONCLUSIONI**  
Conclusioni e temi aperti



## IL TEMA DEI GRUPPI DI IMPRESE NEI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE

- Nella parte terza dei Principi Italiani di Valutazione (PIV) – “Principi per specifiche attività” – si approfondiscono i seguenti temi in parte afferenti alla valutazione dei gruppi di imprese:
  - **Interessenze partecipative (par. III.3):**
    - definizione (par. 1);
    - identificazione delle informazioni necessarie per la valutazione (par. 2);
    - identificazione delle possibili configurazioni di valore (par. 3);
    - modalità di stima del valore di una partecipazione (parr. 4-7);
    - identificazione dei cinque livelli di valore riferiti al/i soggetto/i di riferimento per la specifica partecipazione, connessi ai temi del controllo e delle minoranze (parr. 8-13).
  - **Premi e sconti (par. III.4):**
    - definizione (rettifiche da apportare per modificare il livello di valore, par. 1);
    - modalità di stima e applicazione di premi e sconti (parr. 2-9);
    - verifiche di ragionevolezza dei risultati (parr. 10-12).
- Alcuni temi di rilievo relativi alla valutazione dei gruppi di imprese risultano ulteriormente approfondibili, sia a livello teorico-metodologico, sia a livello di tecniche pratiche utilizzabili nelle prassi professionali.

- 1. INTRODUZIONE**  
La valutazione dei gruppi di imprese
- 2. IL CONCETTO DI CONTROLLO**  
*Focus sul principio IFRS 10 “Consolidated Financial Statements”*
- 3. I GRUPPI DI IMPRESE NEI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE**  
Gli orientamenti dell’Organismo Italiano di Valutazione
- 4. ASPETTI VALUTATIVI**  
Peculiarità tecnico-metodologiche e possibili soluzioni operative
- 5. CONCLUSIONI**  
Conclusioni e temi aperti

## PECULIARITÀ DELLE VALUTAZIONI DEI GRUPPI DI IMPRESE

- Le peculiarità di maggiore rilievo delle valutazioni dei gruppi di imprese riguardano:

### 1. **Approccio valutativo**

Valutazione “*Sum of Parts*” (SoP) *vs* approccio unificato di gruppo.

### 2. **Base informativa**

- bilanci/piani consolidati (separati) inadeguati per valutazioni *asset side (equity side)*;
- reperibilità dei dati intra-gruppo e *tradeoff* costi-benefici di una loro valutazione analitica.

### 3. **Eterogeneità delle singole imprese del gruppo** a livello, tra l’altro, di:

- settori merceologici (*business*);
- aree geografiche.

### 4. **Minorities**

- incentivi all’estrazione dei benefici privati del controllo (conflitto azionisti di minoranza *vs* azionisti di maggioranza): *holding discount*, *diversification discount* e premio per il controllo;
- stima diretta *vs* stima indiretta della quota di valore di pertinenza di terzi.

# 4. ASPETTI VALUTATIVI

## 1. APPROCCIO VALUTATIVO

Approccio	Valutazione "Sum of Parts" (SoP)	Approccio unificato di gruppo
Metodologia	Somma delle stime del valore economico delle singole unità del gruppo (es. <i>legal entities</i> , CGU., etc.)	Stima unificata del gruppo di imprese nel suo complesso
Tipologia gruppo	Gruppi finanziari (valutaz. <i>equity side</i> controllate, <i>asset side</i> controllante)	Gruppi economici (valutazione flussi proporzionali di risultato controllate)
Vantaggi	<ul style="list-style-type: none"><li>• Peculiarità singole imprese riflesse nei rispettivi bilanci/piani e annessi parametri valutativi</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Visione unificata del gruppo di imprese quale unico soggetto economico</li><li>• No problematiche di reperimento e analisi dei dati infragruppo</li><li>• No esigenza di valutare premi/sconti e <i>holding discount</i></li></ul>
Svantaggi	<ul style="list-style-type: none"><li>• Visione non unificata: valore gruppo <math>\neq</math> somma delle parti</li><li>• Problematiche di reperimento e analisi dei dati infragruppo</li><li>• Esigenza di valutare premi/sconti e <i>holding discount</i></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Peculiarità singole imprese non sempre riflesse nel bilancio/piano consolidato. Parametri valutativi unici per tutto il gruppo</li><li>• Approccio eccessivamente semplificato per complessità gruppi</li></ul>



# 4. ASPETTI VALUTATIVI

## 2. BASE INFORMATIVA

Approccio	Valutazione “ <i>Sum of Parts</i> ” (SoP)	Approccio unificato di gruppo
Metodologia	Somma delle stime del valore economico delle singole unità del gruppo (es. <i>legal entities</i> , CGU., etc.)	Stima unificata del gruppo di imprese nel suo complesso
Tipologia gruppo	Gruppi finanziari (valutaz. <i>equity side</i> controllate, <i>asset side</i> controllante)	Gruppi economici (valutazione flussi proporzionali di risultato controllate)
Base informativa (principale)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bilanci separati (<i>local GAAP vs IAS/IFRS</i>)</li> <li>• Piani economico-finanziari separati</li> <li>• Dati gestionali per unità</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bilancio consolidato (<i>local GAAP vs IAS/IFRS</i>)</li> <li>• Piano economico-finanziario consolidato</li> </ul>
Aspetti di rilievo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Rischio <i>double counting</i> flussi infragruppo</u> (es. dividendi provenienti da società a valle inclusi negli utili delle società a monte, capitale circolante netto)</li> <li>• <u>coerente trattamento crediti/debiti finanziari e PFN delle singole unità</u></li> <li>• <u>trattamento operazioni infragruppo e temi <i>transfer pricing</i></u></li> <li>• <u>riconciliazione partite <i>intercompany</i></u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Criteri di determinazione della PFN</u> (ottica gruppo <i>vs</i> ottica capogruppo)</li> <li>• <u>Conto economico consolidato:</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>→ non distingue quota gruppo e quota terzi del reddito operativo</li> <li>→ presenza talvolta di poste di consolidamento da rettificare ai fini valutativi</li> </ul> </li> </ul>

## 3. ETEROGENEITÀ DELLE SINGOLE IMPRESE DEL GRUPPO

- Ciascuna impresa del gruppo può presentare differenze significative a livello, tra l'altro, di:
  - settori merceologici (*business*);
  - aree geografiche (rischi/opportunità economici, sociali, politici);
  - prospettive di crescita/decrecita;
  - dimensioni economiche;
  - vita economica residua.
- Tali differenze possono comportare l'esigenza di adottare differenti valori e assunzioni in relazione, tra l'altro, a:
  - costo del capitale (costo del capitale di rischio o costo medio ponderato del capitale);
  - tassi di crescita (nel periodo di previsione esplicita e/o nel lungo periodo);
  - valore terminale (vita residua indefinita o vita utile indefinita).

### Approccio

### Valutazione "Sum of Parts" (SoP)

### Approccio unificato di gruppo

### Vantaggi

- Possibilità di effettuare stime e assunzioni *ad hoc* per ciascuna impresa del gruppo

- Necessità di stimare un unico valore di ciascun parametro e assunzione valutativo (es. medie ponderate)

## 4. MINORITIES

- La valutazione dei gruppi di imprese presenta problematiche particolari anche in relazione:
  1. al calcolo dei **premi di controllo e degli sconti di minoranza** da applicare al valore delle controllate in funzione dei benefici privati attribuibili ai rispettivi azionisti di controllo;
  2. al calcolo dell'*holding discount* inteso come misura di quanto i costi di struttura *corporate* riducono il valore delle attività operative di gruppo ottenuto per somma delle parti;
  3. al calcolo del *diversification discount* inteso come sconto del prezzo di minoranza di un gruppo diversificato correlato alla circostanza che l'allocazione del capitale disponibile è effettuata dall'azionista di controllo.
  4. alla determinazione della **quota di valore del gruppo di pertinenza di terzi.**

Approccio	Valutazione "Sum of Parts" (SoP)	Approccio unificato di gruppo
1. Premi e sconti	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Possibilità di effettuare stime e assunzioni <i>ad hoc</i> per ciascuna impresa del gruppo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rischio di sopra/sottovalutazione del valore del gruppo</li> </ul>
2. <i>Holding discount</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Possibilità di effettuare stime considerando un <i>holding discount</i> medio di settore rispetto al <i>Net Asset Value</i> (NAV) del gruppo</li> </ul>	–
3. <i>Diversif. discount</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Complessità della quantificazione e scarsità di riferimenti (teorici e in prassi)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Complessità della quantificazione e scarsità di riferimenti (teorici e in prassi)</li> </ul>
4. Quota terzi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Stima diretta</u>: calcolo <i>equity value</i> al netto quota di terzi per singola impresa, poi somma dei singoli <i>equity value</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Stima indiretta</u>: somma degli <i>equity value</i> complessivi delle singole imprese, poi sottrazione della quota di terzi</li> </ul>

- 1. INTRODUZIONE**  
La valutazione dei gruppi di imprese
- 2. IL CONCETTO DI CONTROLLO**  
*Focus sul principio IFRS 10 “Consolidated Financial Statements”*
- 3. I GRUPPI DI IMPRESE NEI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE**  
Gli orientamenti dell’Organismo Italiano di Valutazione
- 4. ASPETTI VALUTATIVI**  
Peculiarità tecnico-metodologiche e possibili soluzioni operative
- 5. CONCLUSIONI**  
Conclusioni e temi aperti



## CONCLUSIONI

- La tematica dei gruppi di impresa da un punto di vista valutativo presenta peculiarità in relazione principalmente ai seguenti temi:
  - **approccio valutativo;**
  - **base informativa;**
  - **eterogeneità delle singole imprese del gruppo** a livello di *business* e aree geografiche;
  - *minorities*: premi di controllo, *holding discount*, *diversification discount* e quote di valore di pertinenza di terzi.

## TEMI APERTI

- Necessità di addivenire ad un orientamento condiviso tra professionisti e organismi competenti in merito alle modalità operative di trattazione di tali temi, per:
  - definire un insieme di principi utili all'esperto quale riferimento per svolgere le valutazioni (es. integrazione dei Principi Italiani di Valutazione);
  - ridurre i margini di discrezionalità/incertezza delle stime;
  - agevolare la convergenza di studiosi e professionisti verso un insieme ricorrente di assunzioni e metodologie che possano divenire uno standard valutativo, affinabile nel corso del tempo sulla base di un dibattito convergente verso metodi condivisi e utilizzati frequentemente in prassi (analogamente al *Capital Asset Pricing Model* per la stima del costo del capitale di rischio).

Convegno Nazionale OIV sulla Valutazione d'Azienda

# Valutazione, Bilancio e Revisione: tre prospettive complementari

Università Bocconi – Milano, 19 dicembre 2016

## Gruppi di imprese: aspetti valutativi (peculiarità delle valutazioni dei gruppi)

PROF. ENRICO LAGHI

Ordinario di Economia Aziendale  
Università di Roma "La Sapienza"