

**Convegno Nazionale OIV «Valutazione, Bilancio e Revisione: tre prospettive complementari»**

## **I PRINCIPI DI VALUTAZIONE**

Milano, 19 Dicembre 2016

**Mauro Bini**  
Ordinario di Finanza Aziendale  
Università L. Bocconi

# Agenda

---

1

I PRINCIPI IN ASTRATTO

2

I PRINCIPI IN CONCRETO

# Agenda

---

1

I PRINCIPI IN ASTRATTO

2

I PRINCIPI IN CONCRETO

# I Principi di Valutazione

➔ I PRINCIPI DI VALUTAZIONE RISPONDONO ALLA ESIGENZA DI DEFINIRE UNO SCHEMA DI RIFERIMENTO CONDIVISO SU:

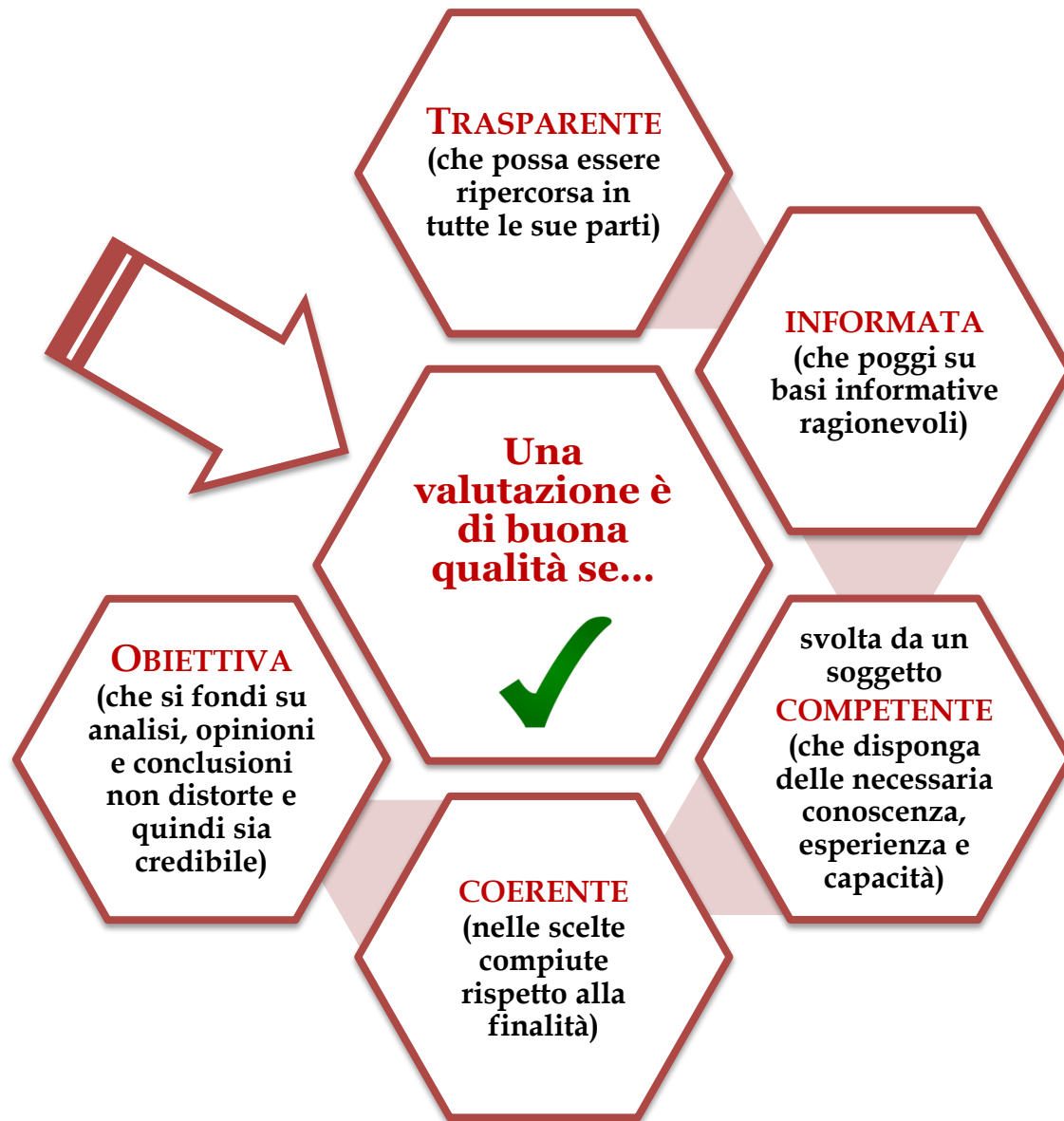
- ① I CONCETTI FONDAMENTALI,
- ② I CONTENUTI E
- ③ LA FORMA

DI UNA VALUTAZIONE, AL FINE DI RENDERLA TRASPARENTE E COERENTE RISPETTO AI SUOI SPECIFICI FINI

➔ L'ESIGENZA DI UNO SCHEMA CONDIVISO DI VALUTAZIONE DISCENDE DAL FATTO CHE UNO STESSO BENE PUÒ CARATTERIZZARSI PER VALORI MOLTO DIVERSI, AD UNA STESSA DATA, ED A DATE DIVERSE NEL TEMPO E CIÒ ACCRESCE IL DISORIENTAMENTO DEI FRUITORI DI UNA VALUTAZIONE

➔ UNA VALUTAZIONE È **POINT IN TIME** E SI RIFERISCE AD UNA PARTICOLARE CONFIGURAZIONE DI VALORE

# Cosa si intende per valutazione di **buona qualità**?



*Una valutazione di **CATTIVA QUALITÀ** normalmente non è analiticamente coerente, concettualmente appropriata, tecnicamente corretta e propriamente documentata ed è svolta da soggetti che mancano di competenze, esperienze e capacità necessarie per adottare i principi di valutazione e le best practices (che tali principi riflettono).*

# I contenuti di una valutazione



# La valutazione è una **professione**

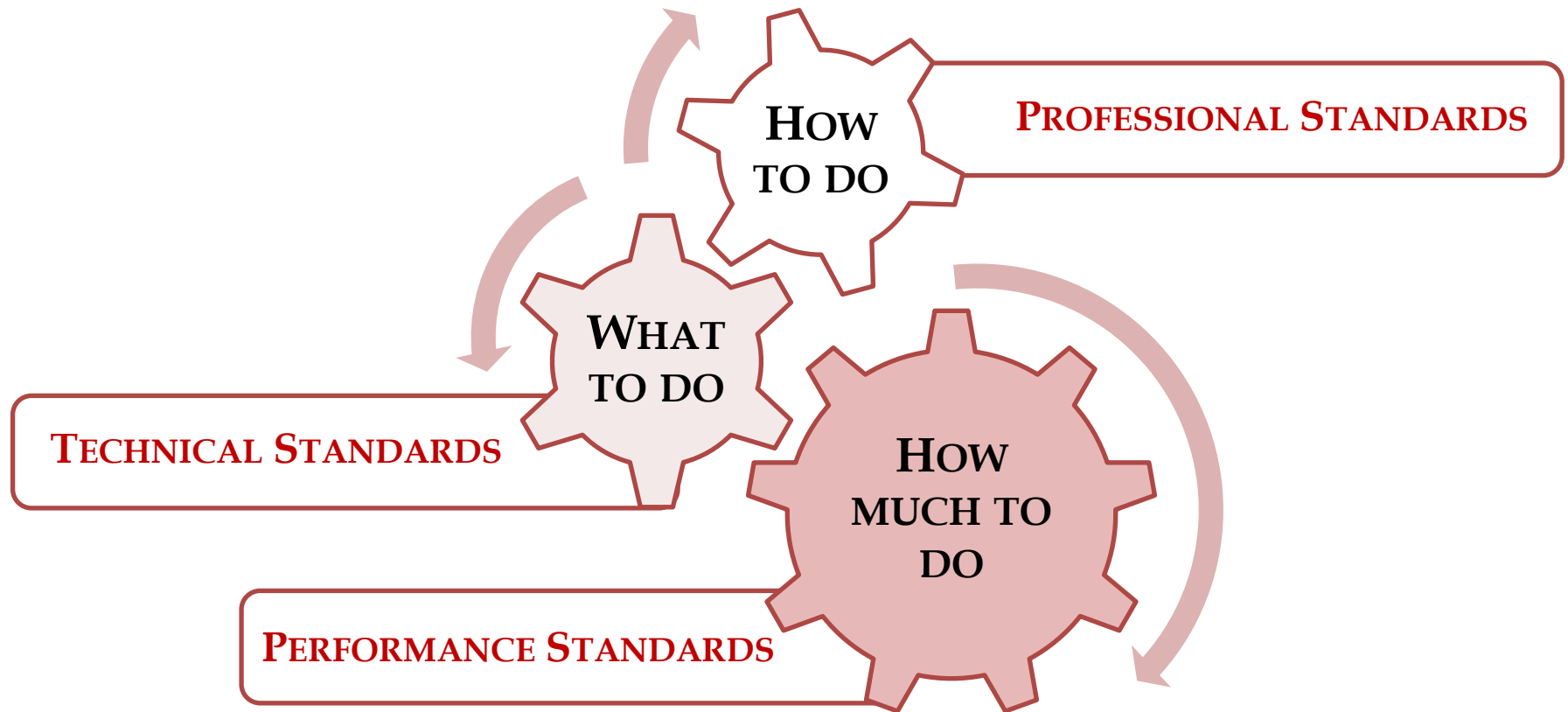
## UNA PROFESSIONE RICHIEDE:

- ① una qualificazione professionale
- ② un sistema di accreditamento
- ③ un sistema di controlli
- ④ un'educazione permanente
- ⑤ un codice etico
- ⑥ un'adeguata infrastruttura (supporti informativi, strumenti e ... **principi**)



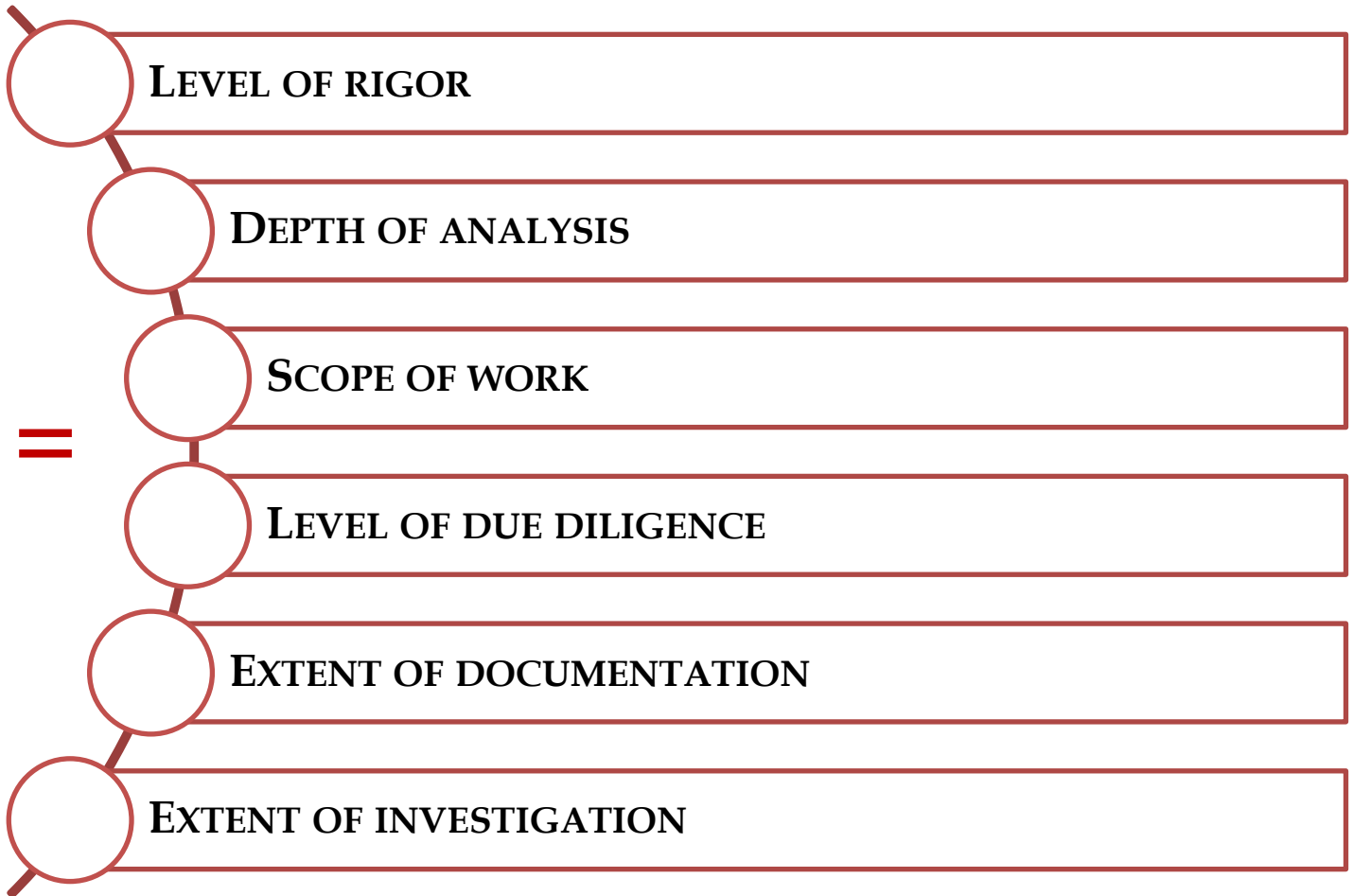
*Una professione si caratterizza per livelli di specializzazione. Ad esempio negli USA stanno introducendo la specializzazione dell'esperto di valutazione a fini di bilancio con un requisito di ingresso pari ad almeno 20.000 ore di valutazione negli ultimi 10 anni (di cui almeno 10.000 dedicate a valutazioni a fini di bilancio) ed un requisito di mantenimento di almeno 1.500 ore di valutazione a fini di bilancio nel triennio.*

I principi (*standards*) alla base delle valutazioni non sono solo i principi di valutazione in senso stretto (*technical standards*)

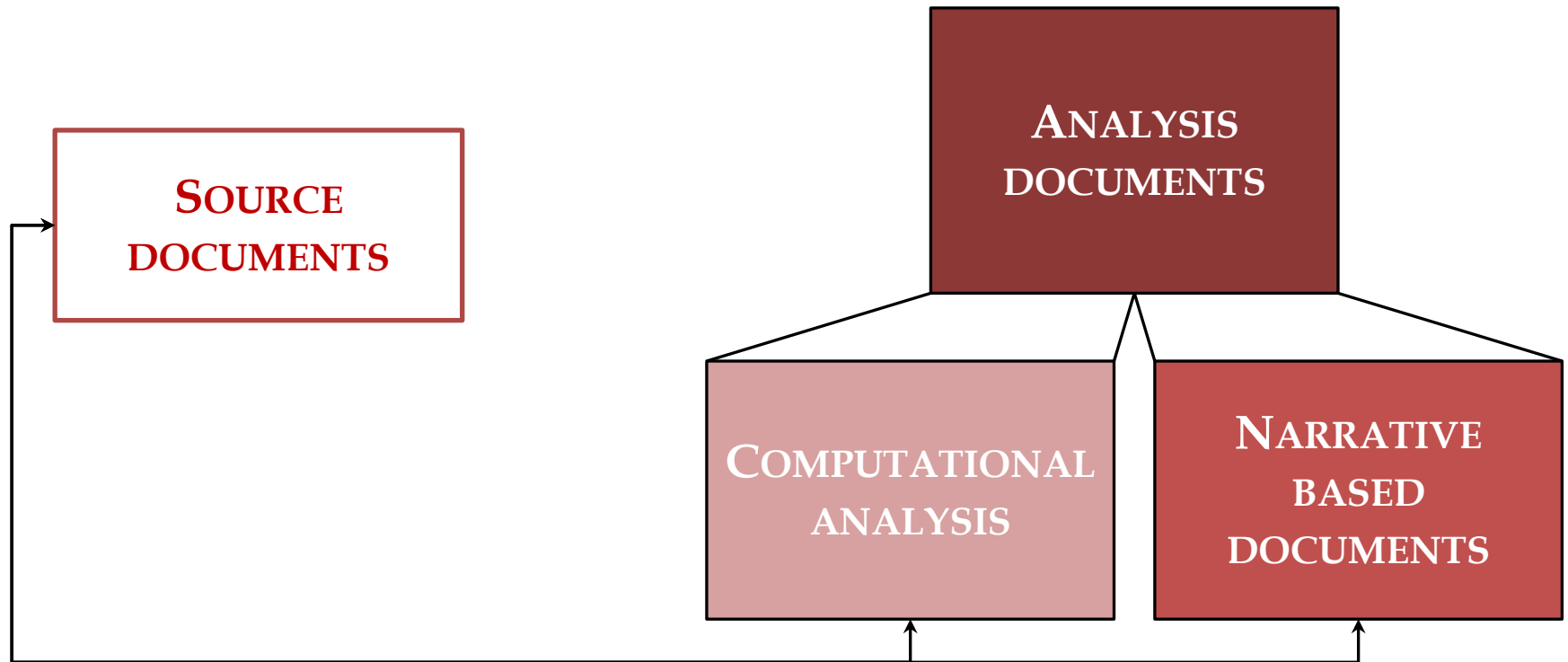


## *I Performance Standards definiscono...*

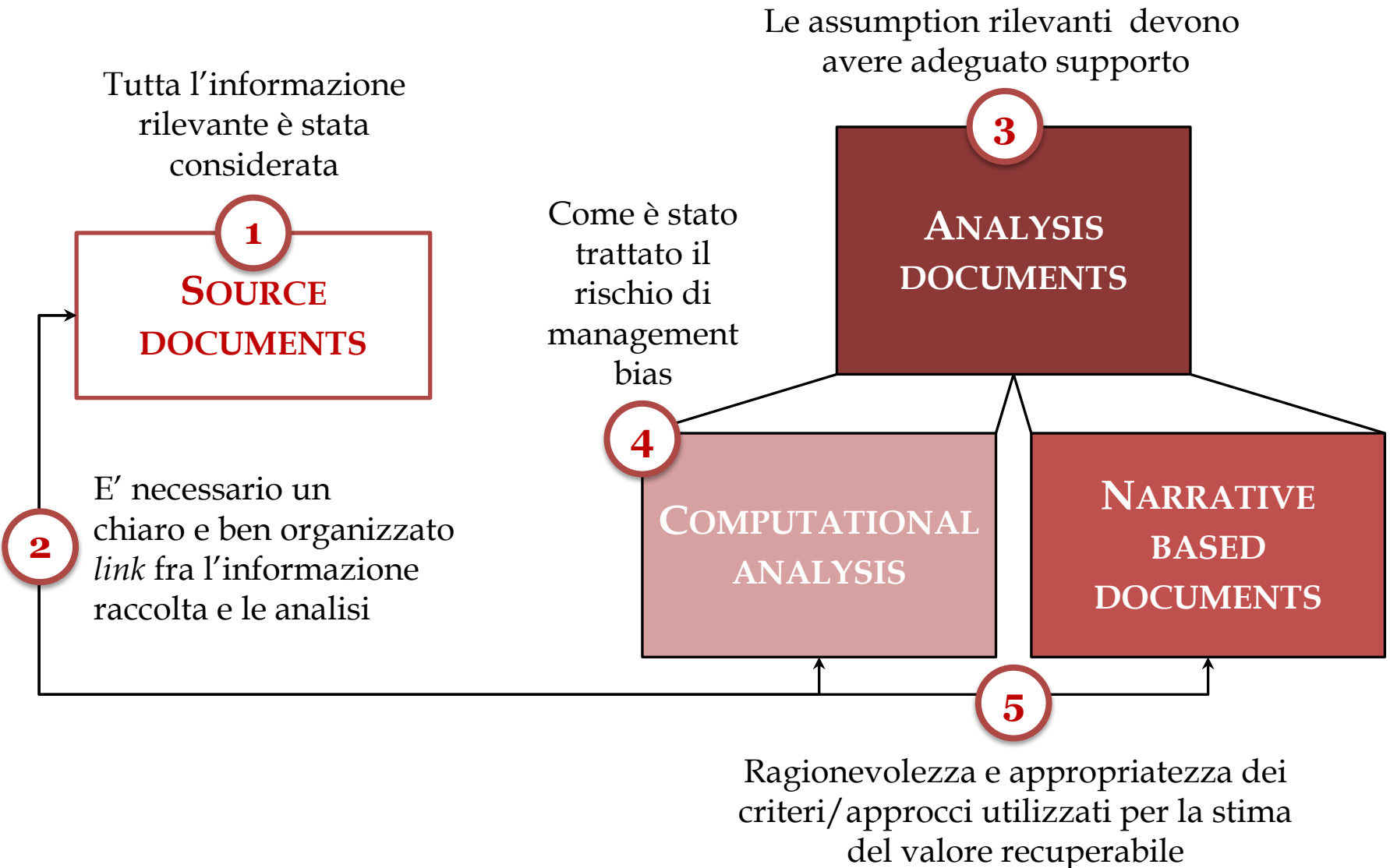
**Ambito di  
rilevanza dei  
Performance  
Standards**



# Documentazione



# Documentazione



# Professional Skepticism

## EVIDENTIAL SKEPTICISM

- *Il valutatore non deve far uso di evidenze «less-than-persuasive». Il valutatore deve sfidare i dati ottenuti dal management, per assicurarsi dell'assenza di managerial bias*

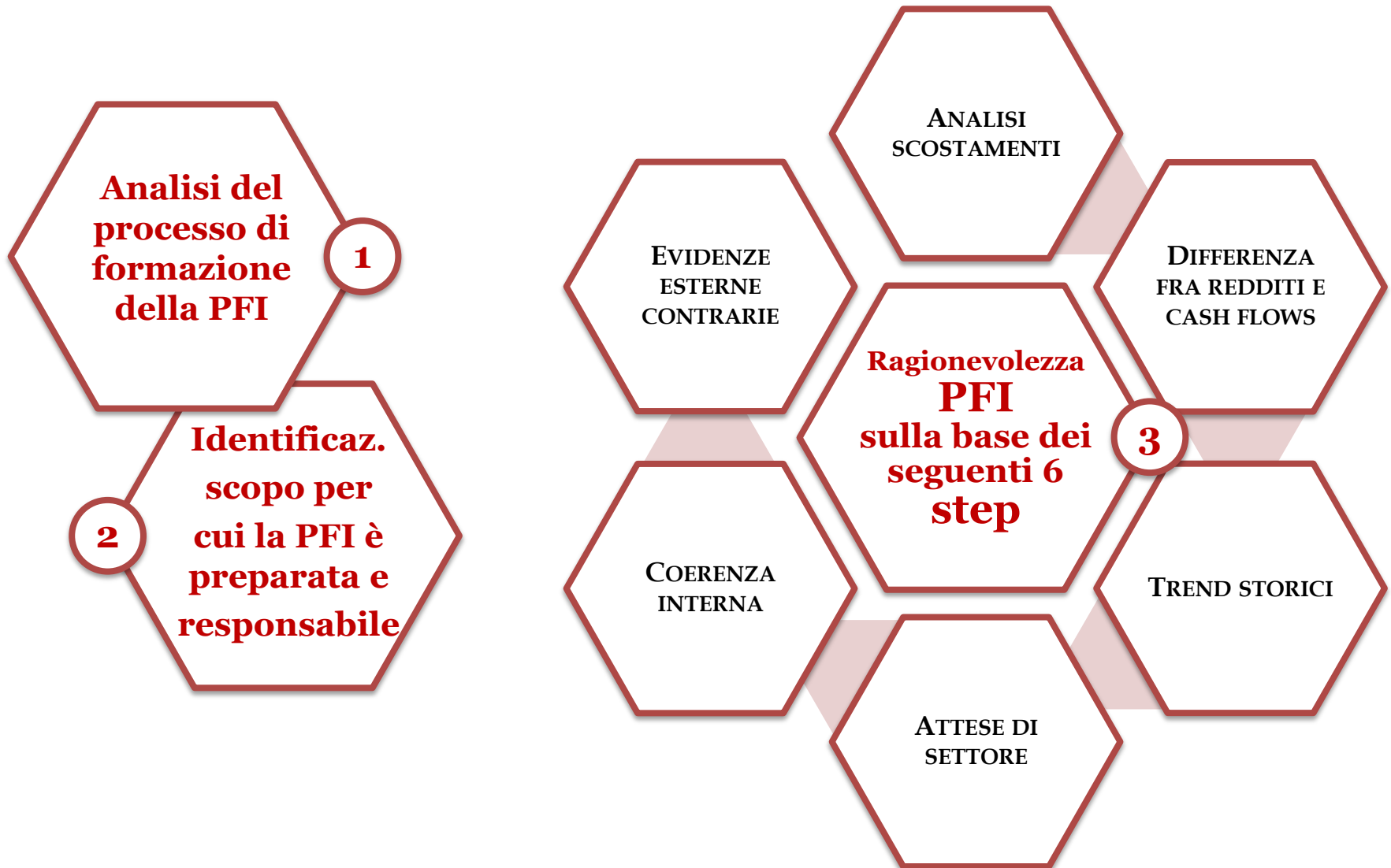
## SELF SKEPTICISM

- *Il valutatore deve evitare di ridurre la soglia di scetticismo per via della familiarità con l'impresa, con il settore, con il management*

# Non più *desk valuation*



# *Prospective Financial Information (PFI)*



# Tassi di sconto e di capitalizzazione

## TASSO DI SCONTO

1. *Capital structure*
2. *Size premium*
3. *Company specific risk adjustment*
4. *Confronto wacc/wara*

## TASSO DI CRESCITA

1. *Relazione fra g e lunghezza orizzonte piano*
2. *Supporto fondamentale (retention rate e redditività attesa)*

## VALORE TERMINALE

1. *Ragionevolezza anche attraverso multipli (non solo asset side)*

## Giudizio di affidabilità dei risultati ottenuti

---

**LA VALUTAZIONE DEVE CONCLUDERSI CON UN GIUDIZIO  
SULL'AFFIDABILITÀ DEL RISULTATO OTTENUTO O  
L'INDICAZIONE DI EVENTUALI ELEMENTI CHE POTREBBERO  
FAR RITENERE MENO AFFIDABILE LA STIMA DI VALORE**

# Agenda

---

1

I PRINCIPI IN ASTRATTO

2

I PRINCIPI IN CONCRETO

# Il caso del *delisting* di Dell: quattro configurazioni di valore a confronto



- Nel mese di **agosto 2012** tre investitori istituzionali propongono al principale azionista di Dell Inc (Mr. Michael Dell) di effettuare un'OPA per il delisting della società
- Il 2 **maggio 2013** Mr. Dell effettua una proposta di acquisto a 13,65 dollari per azione, poi maggiorata A **13,75 DOLLARI PER AZIONE** (prezzo Unaffected pari a **9,64 PER AZIONE**; PREMIO IMPLICITO VS PREZZO UNAFFECTED PARI AL 42,6%)
- L'offerta è stata pesantemente contestata da una cordata avversaria che ha valutato il valore estraibile dalle azioni di Dell in **23 DOLLARI PER AZIONE** (PREMIO IMPLICITO VS PREZZO UNAFFECTED PARI AL 138,6%). La cordata avversaria richiede agli azionisti di Dell di votare contro l'OPA ed esercitare il diritto di recesso (regolato dal Delaware sulla base del valore stimato da un esperto indipendente nominato dal tribunale)
- Nel mese di **giugno 2016** il Tribunale del Delaware produce il documento "*Appraisal of Dell INC*", in cui viene determinato il fair value della società a fini di recesso. Il documento prodotto segue due perizie valutarie elaborate da accademici di parte (Dell e azionisti recedenti), le quali giungevano a valori strutturalmente diversi (12,68 dollari per azione vs 28,61 dollari per azione)
- Il tribunale individua un valore per azione di Dell INC nell'intervallo [16,43-18,81] dollari concludendo che "*The fair value of the company on the closing date was \$17,62 PER SHARE* (PREMIO IMPLICITO VS PREZZO UNAFFECTED PARI AL 82,8%). *The legal interest rate, compounded quarterly shall accrue on this amount from the date of closing until the date of payment*"

## La dispersione dei valori



# Il settore *Financial Institutions*: la divaricazione fra configurazioni di valore

**4 STEP =**

**1**

STIMA DEL VALORE D'USO ( $V_{IU}$ ) SULLA BASE DI UN MODELLO DDM (*INCOME APPROACH*)

**2**

STIMA DEL FAIR VALUE (FV) SULLA BASE DELLA VALUE MAP P/TBV VS ROTE (*MARKET APPROACH*)

**3**

ANALISI DELLA DIFFERENZA TRA IL VALORE D'USO ( $V_{IU}$ ) ED IL FAIRVALUE (FV)

**4**

ANALISI DELLA DIFFERENZA TRA IL FAIR VALUE (FV) E IL PREZZO DI BORSA

# STEP 1: Il Valore d'Uso ( $V_{IU}$ ) delle società dello Stoxx 600 *Banks* e *Insurance* sulla base di un modello DDM

## STEP 1

Lo **STEP 1** prevede il calcolo del valore d'uso (*Value In Use*,  $V_{IU}$ ) delle principali società finanziarie europee

Prendendo come riferimento un campione di 71 società appartenenti all'indice STOXX 600 *Banks* e *Insurance* e una *valuation date* al 31.05.2016 (*pre-Brexit*) ...

... è stato individuato il valore dell'*equity* secondo un *Income Approach* fondato su un modello DDM che utilizza:

- ✓ i flussi di dividendi (DPS) attesi di consenso degli analisti per i primi tre anni di previsione esplicita (2016-2018) e l'utile netto atteso al 2019 per il *Terminal Value*
- ✓ Un Costo del Capitale (CoE) basato su: i) il tasso sui titoli di stato a 10 anni medio a 1 anno del paese di appartenenza, ii) il Beta *daily* a 5 anni rispetto all'indice locale, iii) un ERP del 6%

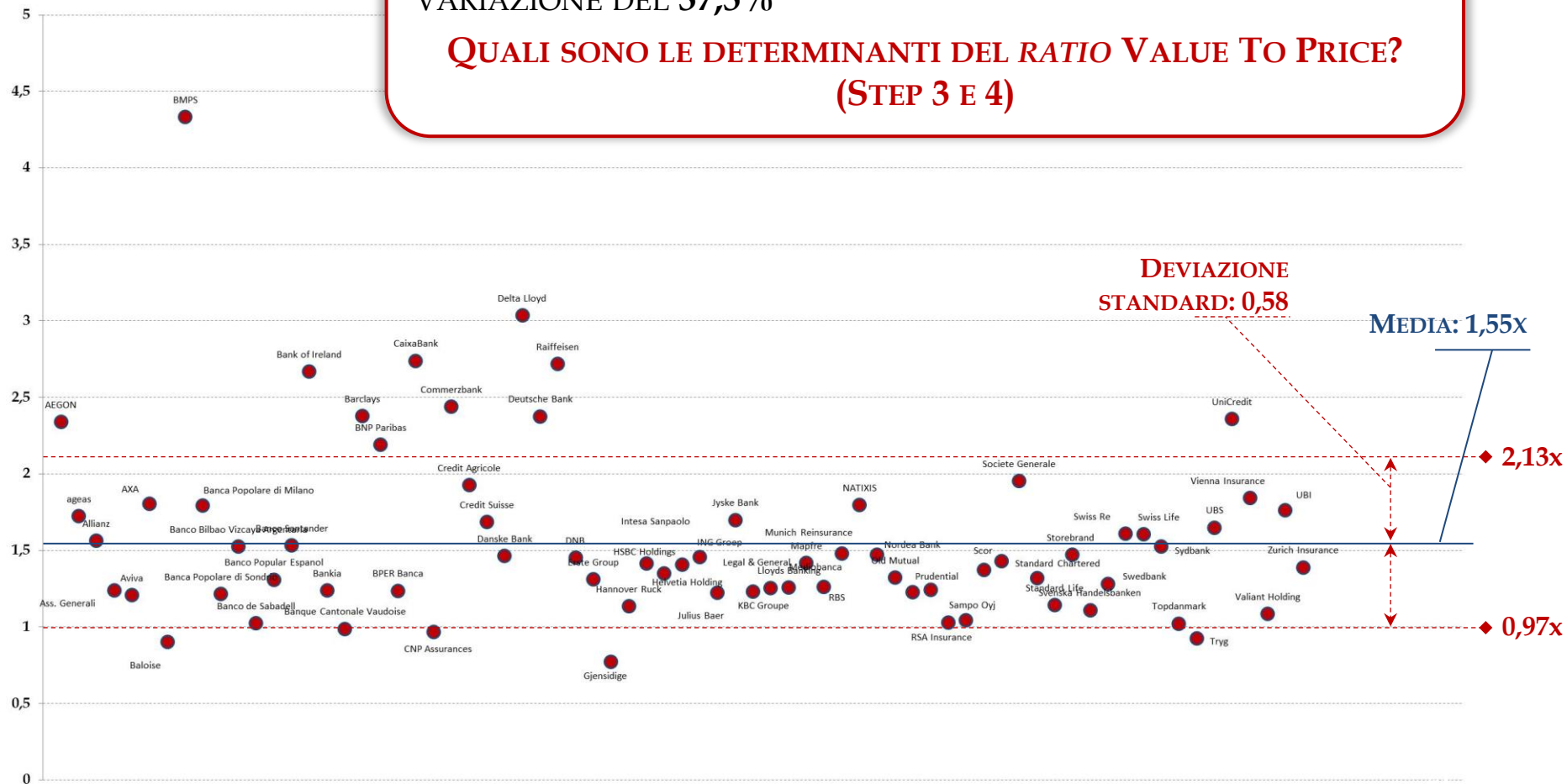
$$V_{IU} = \frac{DIV_1}{(1 + CoE)} + \frac{DIV_2}{(1 + CoE)^2} + \frac{DIV_3}{(1 + CoE)^3} + \frac{NI_4}{CoE} \times \frac{1}{(1 + CoE)^3}$$

NB. Tale valore rappresenta una misura di **VALUE IN USE**, nella prospettiva dell'attuale azionista di controllo (**VALORE IN ATTO**)

# La dispersione del Ratio $V_{IU}/\text{Prezzo}$

IL RATIO **VALUE TO PRICE** MEDIO AL 31.05.2016 AMMONTA A **1,55x** (MEDIANA PARI A 1,42x), CON UN COEFFICIENTE DI VARIAZIONE DEL **37,5%**

**QUALI SONO LE DETERMINANTI DEL RATIO VALUE TO PRICE?**  
(STEP 3 E 4)

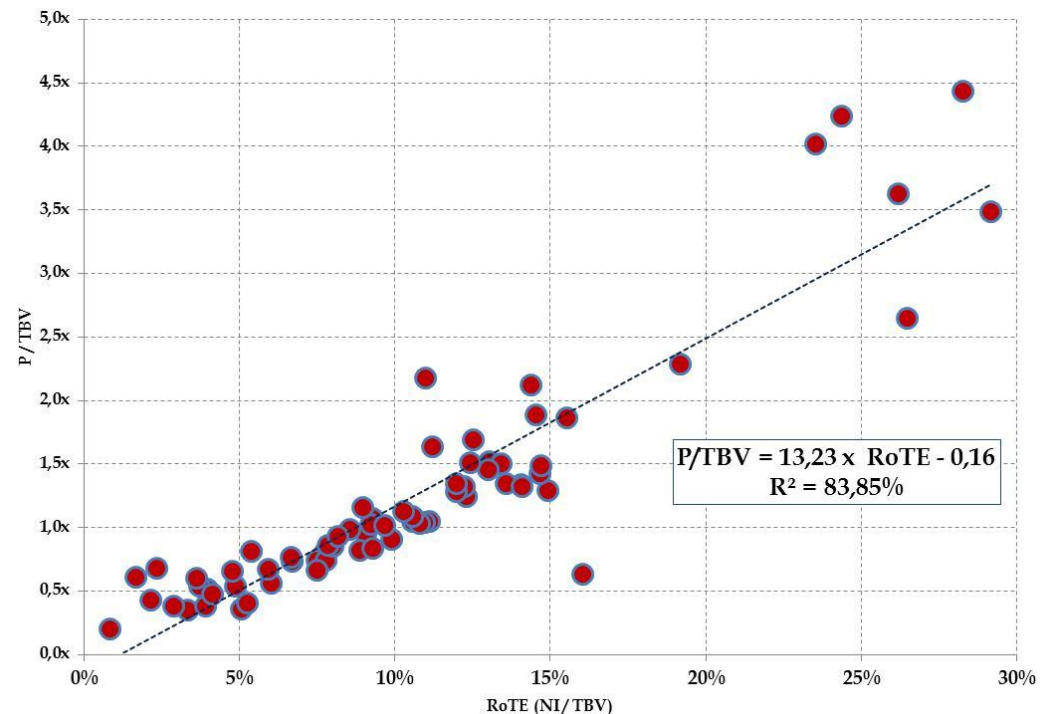


## STEP 2: Il Fair Value (FV) delle società dello Stoxx 600 *Banks e Insurance* sulla base della *Value Map P/TBV vs RoTE*

### STEP 2

Lo **STEP 2** consiste nel calcolo del Fair Value delle società del campione sulla base della relazione fondamentale P/TBV (TBV 2015 *last reported*) rispetto al RoTE (*Net Income atteso 2016 / TBV 2015 last reported*)

- La relazione risulta estremamente significativa, con un  $R^2$  dell'84%
- Noti:
  - ✓ i coefficienti della regressione (alfa: -0,16 e beta: 13,23) e,
  - ✓ il RoTE e il TBV delle singole società,
- è possibile stimare il valore di mercato delle singole società, sulla base di un *Market Approach*
- In media, l'indice FV to Price ammonta a **1,04x** e si caratterizza per una volatilità molto contenuta. La differenza tra FV e Price è generalmente associata a problematiche di *Noise Trading*



NB. Tale valore rappresenta una misura di **FAIR VALUE**, nella prospettiva dell'attuale azionista di controllo (**VALORE IN ATTO**)

# STEP 3: Individuazione dei *driver* della differenza [ $V_{IU} - FV$ ].

## CAGR EPS<sub>(2016-2018)</sub> e RoTE<sub>AIP</sub>

### STEP 3

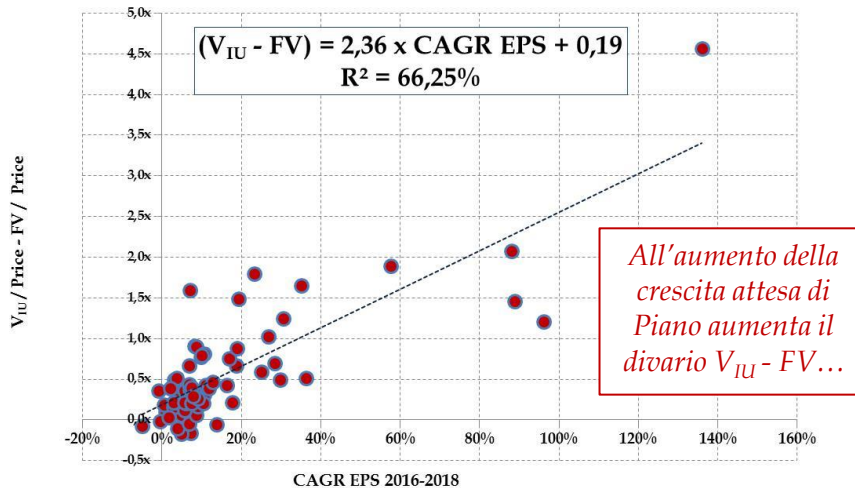
Lo **STEP 3** consiste nel comprendere quali siano le determinanti della differenza tra  $V_{IU}$  e FV. Tale differenza risulta infatti particolarmente significativa, in mediana pari a **0,38** volte il Prezzo (1,42 – 1,04, come da precedenti slides)

A tal fine la differenza [ $V_{IU} - FV$ ] è stata declinata rispetto a due indicatori fondamentali:

1. La **crescita di piano**, calcolata sulla base del **CAGR dell'EPS nel triennio** [2016-2018]
2. La **Redditività degli Asset In Place**, calcolata sulla base del **RoTE di budget** (Utile Netto 2016 / Tangible Book Value 2015)

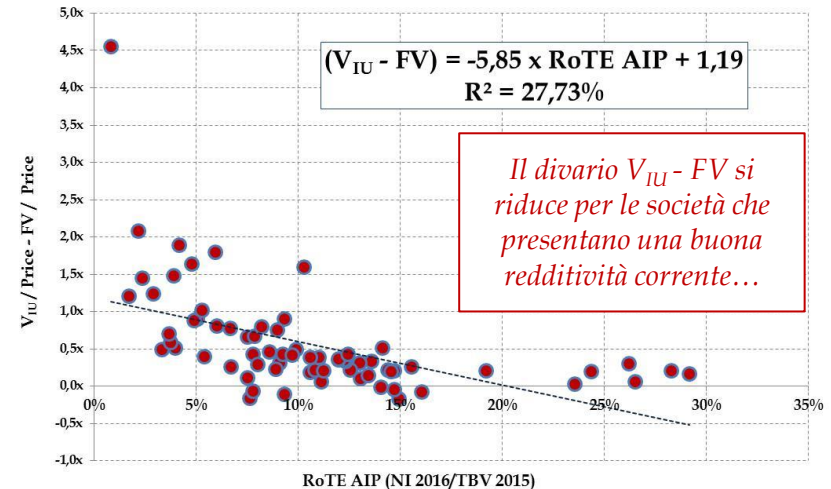
Entrambe le variabili sono risultate statisticamente significative:

#### [ $V_{IU} - FV$ ] vs CAGR EPS



...IL FAIR VALUE, A DIFFERENZA DEL VALORE D'USO, NON PREZZA APPIENO LE PROSPETTIVE DI CRESCITA...

#### [ $V_{IU} - FV$ ] vs RoTE Asset In Place



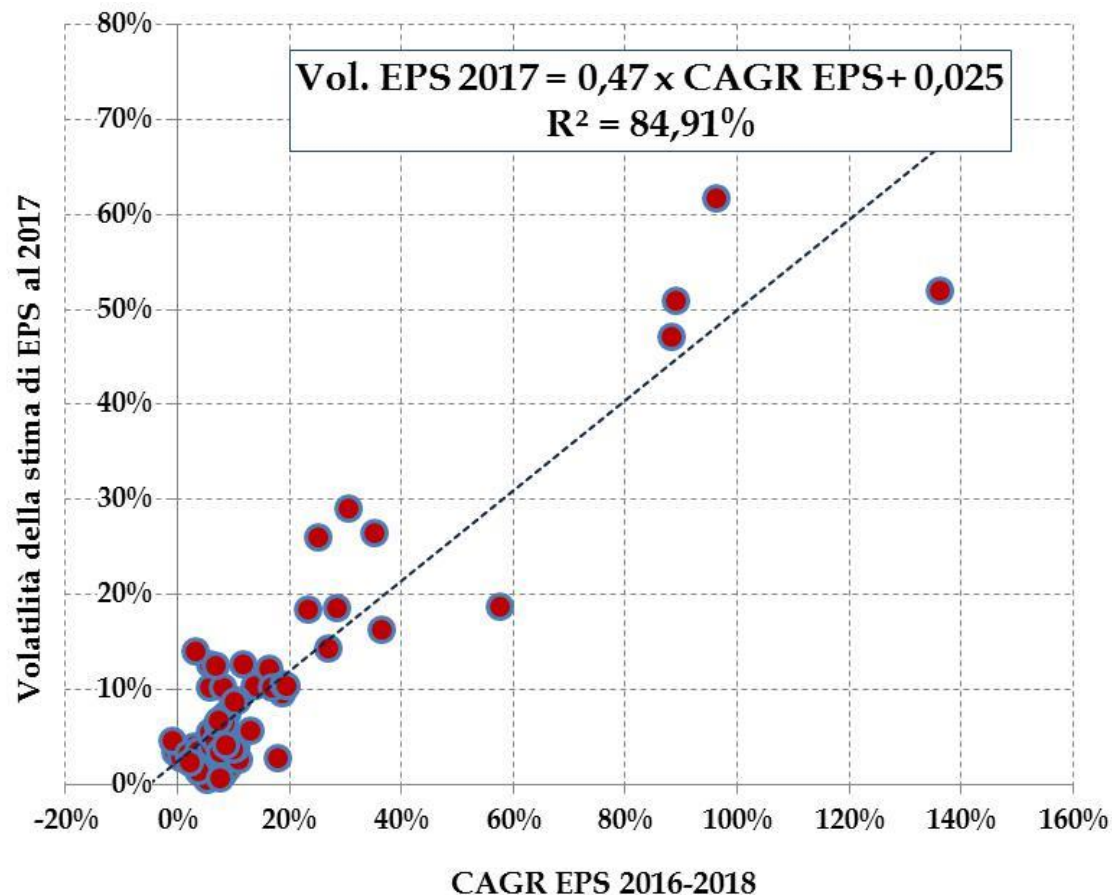
... LE SOCIETÀ CHE PRESENTANO UNA BASE DI REDDITIVITÀ CORRENTE PIÙ ELEVATA MOSTRANO UNA DIFFERENZA PIÙ CONTENUTA FRA VALORE D'USO E PREZZO

(segue)

Perché il mercato non cattura la crescita degli EPS?

Perché a maggiore crescita si accompagna una grande volatilità di attese, come evidenziato dalla relazione tra:

- ✓ Il CAGR dell'EPS (2016-2018) e,
- ✓ La volatilità della stima di EPS formulata dagli analisti per il 2016 nel periodo 31.05.2015-31.05.2016 (periodicità mensile)



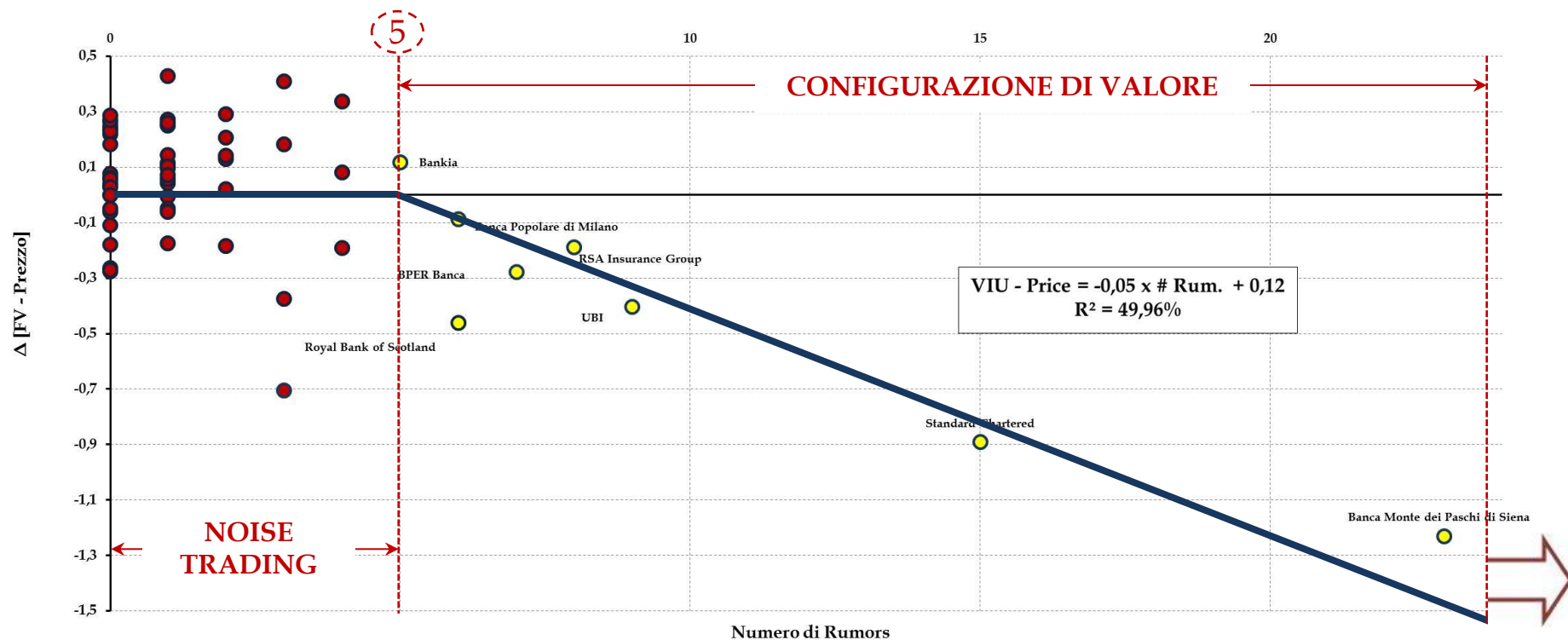
# STEP 4: Individuazione dei *driver* della differenza [FV - Prezzo]. Solo *Noise Trading*?

## STEP 4

Lo **STEP 4** consiste nel comprendere quali siano le determinanti della differenza tra FV e Prezzo di borsa. Tale differenza risulta abbastanza contenuta, in media pari a 0,04x il prezzo (1,04-1,0) ed è solitamente associata alla componente di *noise trading* dei mercati finanziari, ovvero ad avvenimenti esogeni che non impattano i fondamentali delle aziende

Una ulteriore componente che contribuisce alla differenza [FV - Price] è rappresentata dalla **PROBABILITÀ CHE LA SOCIETÀ SIA OGGETTO DI OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA**

A tal fine la figura sottostante mostra la relazione tra [FV - Price] e il numero di *rumours* M&A in cui le società del campione appaiono come potenziali *target*, estrapolato dalla banca dati Mergermarket Intelligence/DealScope



# In sintesi

- 1 I **valori d'uso** sono più elevati in media dei prezzi del 50% ca., con una elevata dispersione. Considerando la deviazione standard è normale trovare valori d'uso fra le 0,97 e le 2,13 volte il prezzo
- 2 La distanza fra **valori d'uso** e **fair value** è legata al fatto che la crescita degli utili (attesa dagli analisti) non è un driver dei prezzi di mercato
- 3 La distanza fra **fair value** e prezzi di borsa si giustifica sulla base di **noise trading** e di **rumours** sul passaggio di controllo

La rete concettuale dei Principi Italiani di Valutazione permette al valutatore di identificare e intersecare la **CONFIGURAZIONE DI VALORE** ricercata e l'**APPROCCIO VALUTATIVO** di riferimento

