

AMMINISTRAZIONE & FINANZA

2020

5

- Stato di emergenza e “virtual meeting”
- Rilevanza: modifiche allo IAS 1 e IAS 8
- Climate-related Financial disclosures: l’evoluzione necessaria
- Donazione della nuda proprietà di azienda o partecipazioni: applicabilità (o meno) dell’esenzione
- Modelli di rappresentazione del DSCR
- Il brand audit e la valorizzazione della marca
- Costi accessori alla cessione di partecipazioni e Pex: considerazioni di carattere sistemico
- Determinazione manuale del β : indicazioni pratiche
- La riforma dei tassi di riferimento: spunti di riflessione
- Crescita prevista e distorsioni valutative: un’incidenza da non sottovalutare

Inserto

- Un modello di controllo per la gestione dei presidi relativi a reati tributari ex D.Lgs. n. 231/2001



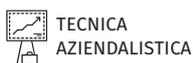
Novità

BILANCIO E REVISIONE

Direzione scientifica:
C. Mancini e P. Tettamanzi

NUOVA RIVISTA DI APPROFONDIMENTO TECNICO

Dedicata a 3 macro-aree:



TECNICA
AZIENDALISTICA



REVISIONE
ESTERNA E INTERNA



GIURIDICA

Strumento indispensabile per **redigere**, **leggere** e **interpretare** i dati di **bilancio** con approccio pratico orientato all'applicazione professionale.

Visione integrata e **interdisciplinare** con collegamento tra dati tecnico-aziendalistici e profili di rilevanza giuridica.



VISIONE A 360°

Consente a **commercialisti**, **esponenti aziendali** e **giuristi d'impresa** di **identificare** i **diversi profili rilevanti per l'assunzione delle proprie decisioni** grazie ad una visione a 360° delle problematiche



SOLUZIONI A PROBLEMI COMPLESSI

In ogni numero **interventi di diverse professionalità** per disporre di informazioni e **dati tecnici** necessari e funzionali alle **valutazioni** e alle **decisioni** sulle iniziative da assumere.

SCOPRI DI PIU'



shop.wki.it

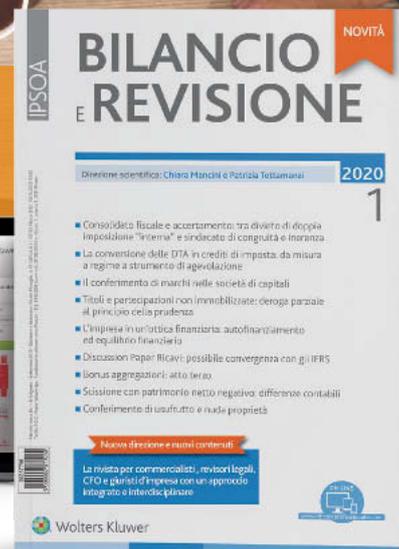
02.82476.794

info.commerciali@wki.it



Wolters Kluwer

When you have to be right



Bilancio&Reddito

Reporting

Climate-related Financial disclosures: l'evoluzione necessaria

Il mondo cambia e i bilanci non possono restare gli stessi: per raggiungere la neutralità climatica entro il 2050 (il Green Deal Europeo) anche la professione contabile vivrà nei prossimi anni un'importante evoluzione.

di Carlo Luison e Paolo Faiola

7

Partecipazioni

Costi accessori alla cessione di partecipazioni e Pex: considerazioni di carattere sistemico

Sovente, nelle fasi preliminari alle operazioni di cessione di partecipazioni societarie, il contribuente sostiene costi accessori relativi a consulenze professionali finalizzate alla valutazione dell'opportunità o meno di condurre a termine la transazione. Il presente contributo desidera analizzare il nesso intercorrente tra i predetti costi accessori e le plusvalenze realizzate in regime di Participation Exemption. Le disposizioni normative e l'interpretazione non copiosa della giurisprudenza e della dottrina generano tutt'oggi un'incertezza nell'individuazione del corretto trattamento fiscale da riservare a siffatte operazioni. Dato il contesto normativo pare evidente che il tema si presenti di non facile soluzione. L'analisi che ci si accinge ad effettuare nel seguito propone uno sforzo interpretativo ed una lettura ispirata a criteri di sistematizzazione del diritto tributario.

di Ivan Paviglianiti e Alessandro Carovillano

17

Principi contabili internazionali

Rilevanza: modifiche allo IAS 1 e IAS 8

A partire dal 1° gennaio 2020 gli IFRS adopters dell'Unione Europea dovranno accogliere la nuova definizione di rilevanza nella predisposizione del bilancio e delle relative note esplicative. Il contributo riporta una sintesi delle modifiche intervenute nei principi contabili IAS 1 e IAS 8, come parte del più ampio progetto di disclosure initiative avviato con la finalità di migliorare l'efficacia dell'informativa finanziaria dei bilanci redatti in base agli IFRS.

di Francesco Ballarin e Alex Zanin

23

Agevolazioni fiscali

Donazione della nuda proprietà di azienda o partecipazioni: applicabilità (o meno) dell'esenzione

L'Amministrazione finanziaria, con recenti risposte a istanze di interpello, ha fornito dei chiarimenti in merito all'applicabilità (o meno) dell'esenzione da imposta di successione e donazione, ex art. 3, comma 4-ter, del D.Lgs. n. 346/1990, al trasferimento gratuito della nuda proprietà sull'azienda ovvero sulle partecipazioni in società di capitali effettuato dal disponente in favore del coniuge o, come avviene con maggior frequenza nella prassi quotidiana, in favore del discendente prescelto. La questione

Amministrazione & Finanza**REDAZIONE**

Per informazioni in merito a contributi, articoli ed argomenti trattati scrivere o telefonare a:

Ipsos Redazione**Amministrazione&Finanza**

Casella Postale 12055 –
20120 Milano

e-mail

Redazione.amministrazione
efinanza.ipsos@wki.it

AMMINISTRAZIONE

Per informazioni su gestione abbonamenti, numeri arretrati, cambi d'indirizzo, ecc. scrivere o telefonare a:

IPSOA Servizio Clienti

Casella Postale 12055 –
20120 Milano

telefono 02.824761 –

telefax 02.82476.799

EDITRICE

Wolters Kluwer Italia s.r.l.
Viale dei Missaglia, n. 97,
Edificio B 3 – 20142 Milano (MI)

DIRETTORE RESPONSABILE

Giulietta Lemmi

REDAZIONE

Paola Boniardi, Elena Rossi

REALIZZAZIONE GRAFICA

Ipsos

FOTOCOMPOSIZIONE

Integra Software Services
Pvt. Ltd.

STAMPA

L.E.G.O. S.p.A.
Viale dell'Industria, 2
36100 Vicenza

PUBBLICITÀ:



E-mail: advertising-it@wolters
kluwer.com
www.wolterskluwer.it

Viale dei Missaglia, n. 97,
Edificio B 3 – 20142 Milano (MI)

Autorizzazione

Autorizzazione del Tribunale
di Milano
n. 618 del 16 dicembre 1985
Tariffa R.O.C.:
Poste Italiane Spa -
Spedizione in abbonamento
Postale - D.L. 353/2003
(conv. in L. 27/02/2004 n. 46)
art. 1, comma 1, DCB Milano
Iscritta nel Registro Nazionale
della Stampa con il n. 3353
vol. 34 Foglio 417
in data 31 luglio 1991
Iscrizione al R.O.C. n. 1702

ABBONAMENTI

Gli abbonamenti hanno durata
annuale, solare:
gennaio-dicembre;
rolling: 12 mesi dalla data
di sottoscrizione, e si
intendono rinnovati, in assenza
di disdetta da comunicarsi
entro 60 gg. prima della data
di scadenza a mezzo
raccomandata A.R. da inviare
a Wolters Kluwer Italia S.r.l.
Viale dei Missaglia, n. 97,
Edificio B 3 – 20142 Milano (MI)
Servizio Clienti:
tel. 02/824761; - e-mail:
servizioclienti.ipsoa@wolters-
kluwer.com -
www.ipsoa.it/servizioclienti
Compresa nel prezzo
dell'abbonamento l'estensione
on line della Rivista,
consultabile all'indirizzo
www.edicolaprofessionale.com/
amministrazionefinanza
Italia annuale: € 325,00
Esteri annuale: € 650,00
Prezzo copia: € 33,00
Richiesta di abbonamento:
scrivere o telefonare a:
IPSOA, Ufficio vendite
Casella postale 12055
20120 Milano
Telefono 02.82 47 6.794
Telefax 02.82 47 6.403

DISTRIBUZIONE

Vendita esclusiva per
abbonamento Il corrispettivo
per l'abbonamento a questo

risulta di notevole interesse nell'ambito della pianificazione del
passaggio generazionale dell'impresa di famiglia.

di Matteo Tambalo

27

Governo d'impresa

Organizzazione

Stato di emergenza e "virtual meeting"

Nel corso dell'emergenza nazionale correlata al COVID-19 vi è
stata l'adozione di norme recanti il divieto assembramenti di
persone in luoghi aperti o chiusi al pubblico. Il contesto tempo-
rale delle disposizioni emergenziali - emesse nel corso del mese
di marzo - ha da subito generato alcune riflessioni tra gli esperti
in merito all'impatto delle norme sulla stagione assembleare
2020. Nel presente contributo dopo una ricognizione sulle
disposizioni vigenti saranno condotte alcune considerazioni
sullo stato dell'arte dei c.d. virtual meeting nel nostro Paese.

di Leonardo Marroni

35

Finanza aziendale

Creazione di valore

**Crescita prevista e distorsioni valutative: un'incidenza
da non sottovalutare**

Allo scopo di misurare il valore economico di capitale di un'im-
presa il processo a cui si è soliti tenere fede prevede nella
maggior parte dei casi l'attualizzazione di un set di flussi incerti
che si prevede di ottenere in futuro. Il contributo si prefissa
l'obiettivo di fare emergere l'incidenza dei driver di crescita
riflessa nel valore delle attività di un'entità senza tenere conto di
eventuali ricadute che muovono dal COVID-19.

di Marco Volante e Federico Guatri

41

Valutazione d'azienda

Determinazione manuale del beta: indicazioni pratiche

Con l'introduzione dei PIV è emersa con maggiore forza la
necessità, per l'esperto valutatore, di contestualizzare l'utilizzo
di formule e variabili al fine di evitare un'applicazione asettica
delle metodologie valutative. Nel presente elaborato si vuole
illustrare una possibile metodologia di determinazione del
coefficiente β del CAPM così da poter evitare di acquisire il
dato in modo acritico da banche dati e/o contesti lontani dal-
l'impresa oggetto di valutazione, in ottemperanza alle indica-
zioni dei PIV. In particolare si forniranno la definizione formale
statistica, il calcolo con Excel e le rettifiche che si potrebbero
rendere necessarie con l'intento di affinare l'output della regres-
sione. Infine, data la sua importanza nella valutazione
d'azienda, si approfondirà la formula di Hamada in un contesto
di mutamento della struttura finanziaria prospettica.

di Stefano Costa e Nicola Possamai

49

Immobilizzazioni immateriali

Il brand audit e la valorizzazione della marca

Il brand audit rappresenta un controllo interno di gestione che ha il compito di studiare e valutare il posizionamento dei vari brand di prodotto e/o servizio nel mercato in rapporto con la concorrenza, i punti di forza e di debolezza delle singole marche, le opportunità di miglioramento e di sviluppo della marca, per mantenerne il valore nel tempo.

In particolare, nell'articolo in esame, si analizza il brand audit facendo riferimento anche ad appositi indicatori, tra i quali si segnala il PAR (purchase action ratio) e il BAR (brand advocacy ratio).

di Marco Orlandi

56

Crisi d'impresa

Modelli di rappresentazione del DSCR

L'articolo propone uno schema utile per la determinazione del DSCR vale a dire il "rapporto di copertura a servizio del debito" che viene richiesto alle imprese al fine di prevenire eventuali future situazioni di crisi.

di Giovanni Fiore

62

Banca&Impresa

Borse e mercati

La riforma dei tassi di riferimento: spunti di riflessione

La transizione dei tassi di riferimento entrerà nel vivo a partire dal 2021. Quali sono gli impatti e in quali settori avrà degli effetti? Quali implicazioni sulle diverse funzioni aziendali e sui privati?

di Paola Pedotti

69

Inserto**Un modello di controllo per la gestione dei presidi relativi a reati tributari ex D.Lgs. n. 231/2001**

Introduzione e normativa PIF – La nuova norma – Rischi fiscali: natura e tipologia – Rapporti tra reati, rischi e presidi di controllo – Risk assessment: fattori di rischio e adattamento del "C.O.S.O. framework" – Modello di controllo dei rischi per i reati tributari previsti dal D.Lgs. n. 231/2001.

di Stefano Palestini

III

periodico è comprensivo dell'IVA assolta dall'editore ai sensi e per gli effetti del combinato disposto dell'art. 74 del D.P.R. 26/10/1972, n. 633 e del D.M. 29/12/1989 e successive modificazioni e integrazioni.

Egregio Abbonato,
ai sensi dell'art. 13 del Regolamento (UE) 2016/679 del 27 aprile 2016, "relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati)", La informiamo che i Suoi dati personali sono registrati e custoditi su database elettronici situati nel territorio nazionale e di Paesi appartenenti allo Spazio Economico Europeo (SEE), o paesi terzi che garantiscono un adeguato livello di protezione dei dati. Wolters Kluwer Italia S.r.l., in qualità di Titolare del trattamento, utilizzerà i dati che La riguardano per finalità amministrative e contabili. I Suoi recapiti postali e il Suo indirizzo di posta elettronica potrebbero essere anche utilizzati ai fini di vendita diretta di prodotti o servizi analoghi a quelli della presente vendita. Lei ha il diritto di chiedere a Wolters Kluwer Italia s.r.l. l'accesso ai dati personali che La riguardano, nonché la rettifica, la cancellazione per violazione di legge, la limitazione o l'opposizione al loro trattamento ai fini di invio di materiale pubblicitario, vendita diretta e comunicazioni commerciali. Lei ha, inoltre, il diritto di revocare il consenso in qualsiasi momento, senza pregiudicare la liceità del trattamento basata sul consenso prestato prima della revoca, nonché di proporre reclamo all'Autorità Garante per il trattamento dei dati personali ai sensi dell'art. 77 del Regolamento UE 679/2016. L'elenco aggiornato dei responsabili e delle persone autorizzate al trattamento è consultabile presso la sede di Wolters Kluwer Italia S.r.l. – Via dei Missaglia, n. 97, Edificio B3 – 20142 Milano (MI).

Determinazione manuale del beta: indicazioni pratiche

di Stefano Costa (*) e Nicola Possamai (**)

Con l'introduzione dei PIV è emersa con maggiore forza la necessità, per l'esperto valutatore, di contestualizzare l'utilizzo di formule e variabili al fine di evitare un'applicazione asettica delle metodologie valutative. Nel presente elaborato si vuole illustrare una possibile metodologia di determinazione del coefficiente β del CAPM così da poter evitare di acquisire il dato in modo acritico da banche dati e/o contesti lontani dall'impresa oggetto di valutazione, in ottemperanza alle indicazioni dei PIV. In particolare si forniranno la definizione formale statistica, il calcolo con Excel e le rettifiche che si potrebbero rendere necessarie con l'intento di affinare l'output della regressione. Infine, data la sua importanza nella valutazione d'azienda, si approfondirà la formula di Hamada in un contesto di mutamento della struttura finanziaria prospettica.

Introduzione

Nell'ambito delle funzioni di valore basate sui flussi monetari attesi, è di primaria importanza approfondire il metodo di determinazione del costo del capitale proprio o COE - *Cost of equity*. La stima può avvenire in vari modi (si pensi all'*Arbitrage pricing theory apt* o al modello di Fama e French). Il modello che, tuttavia, si è affermato come il riferimento principale è il noto modello denominato CAPM - *Capital asset pricing model* - rappresentato dalla seguente relazione:

$$\text{COE} = R_{rf} + \beta(R_m - R_{rf}) \quad (1)$$

dove:

- R_{rf} è il rendimento *risk-free*;
- R_m è il rendimento di mercato;
- β è il coefficiente che esprime la sensibilità del titolo al rendimento di mercato.

Nonostante l'apparente semplicità di questo modello unifattoriale, è necessario prestare attenzione alla stima dei parametri. Lo stesso PIV III.1.45 (1) afferma infatti che "in sede di applicazione del CAPM, l'esperto deve prestare grande attenzione alle tre principali variabili fondamentali" e che "l'individuazione di queste grandezze deve essere coerente con il contesto, con il mercato e con le particolari caratteristiche dell'entità oggetto di stima".

Definizione formale statistica

Il coefficiente *beta* del CAPM è definito come la covarianza tra gli extrarendimenti (2) del titolo rischioso e gli extrarendimenti del mercato, fratto la varianza di quest'ultimi.

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i - R_{rf}, R_m - R_{rf})}{\text{var}(R_m - R_{rf})} \quad (2)$$

dove:

- COV (·) è la covarianza;
- VAR (·) è la covarianza.

Determinazione del raw beta con Excel

In questa Sezione si riporta un esempio di calcolo del *raw beta* (3) di una società quotata nel segmento *star* di Borsa Italiana. Si utilizza il *software Microsoft Excel 2019*. Come prima cosa è necessario scaricare la serie dei prezzi del titolo di riferimento, unitamente all'andamento

Note:

(*) Socio in Dei Tos Furlan Costa - Dottori Commercialisti Associati

(**) Analyst presso Quantyx Advisors Srl.

(1) Cfr. 4, pag. 161.

(2) Extrarendimento inteso come rendimento al netto del rendimento del titolo privo di rischio.

(3) In questo caso il *beta* prende il nome di *raw beta* in quanto privo di correzioni che si accenneranno nel prosieguo.

dell'indice di mercato prescelto (in questo caso MSCI *World*). Successivamente si procede al calcolo dei rendimenti logaritmici, con la seguente formula:

$$R_i = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) \quad (3)$$

dove:

- P_t è il prezzo al tempo t ;
- P_{t-1} è il prezzo al tempo $t-1$.

Una volta determinate le serie dei rendimenti, si prosegue sottraendo loro il rendimento logaritmico del titolo a rendimento certo per determinare le serie degli extrarendimenti (4). Una volta applicate le funzioni COVARIANZA.C (·) e VAR.C (·) nel *software*, è possibile applicare la relazione (2) e determinare il *raw beta* del titolo. In base ai presupposti teorici del CAPM, il portafoglio di mercato deve essere quello con più ampia capitalizzazione possibile. Limitatamente al mercato italiano, è preferibile optare per il FTSE Italia *all share* rispetto al classico FTSE mib 40. Con riferimento alla frequenza temporale delle osservazioni, il dato settimanale è un compromesso ritenuto adeguato al fine di evitare da un lato scarsità di dati e dall'altro correlazione seriale. Infine, la lunghezza del periodo di osservazione normalmente ha un *range* tra i 2 e i 5 anni. Alla luce della recente crisi economica e dell'innalzamento della volatilità dei rendimenti, oggi si tende maggiormente a preferire i 2 anni di osservazione. Per alcune società, caratterizzate da periodi di volatilità accentuati nel breve periodo, si giustifica un periodo di osservazione ancora minore (5).

Date queste premesse, si utilizzano per il caso pratico in *Excel* osservazioni dal 6 dicembre 2015 al 2 dicembre 2018 con frequenza settimanale. Si analizzi la Tavola 1. In colonna B e C si evidenziano rispettivamente i rendimenti logaritmici della società e dell'indice MSCI *World*. Nella colonna E vengono indicate alcune statistiche utili per la determinazione del coefficiente *beta*. Nella colonna F e nella colonna G si riporta il loro calcolo: in F si riporta il nome della funzione utilizzata e in G il risultato. Si osservi la sottomatrice E9: G10. *Excel* contiene già al proprio interno una funzione, denominata REGR.LIN (·), che permette di calcolare il *raw beta* velocemente. Come si nota confrontando le celle G9 e G10, i due risultati coincidono.

Excel mette inoltre a disposizione una funzione, denominata "Analisi dati" (6) (Tavola 2), la quale, tra gli altri utilizzi, permette di compiere una regressione ed effettuare il *test* di significatività sui parametri del modello stimato, nonché una sintetica analisi dei residui. La funzione regressione di "Analisi dati" richiede un intervallo di *input* Y - variabile dipendente - e un intervallo di *input* X - variabile indipendente. La variabile dipendente è il titolo rischioso di riferimento per il quale si intende calcolare il *raw beta* mentre la variabile indipendente è l'indice di mercato selezionato. La Tavola 3 mostra come deve essere riempita la finestra di comando a partire dai dati già analizzati in precedenza. Una volta dato l'ok, il *software* restituisce in un nuovo foglio denominato "Regressione" il riepilogo.

Si veda la Tavola 4. I dati interessanti sono evidenziati in grassetto. R al quadrato è una misura di adattamento dei dati. In altri termini esso, definito come coefficiente di determinazione, misura l'associazione lineare tra le osservazioni campionarie e i valori previsti della variabile dipendente. R^2 ha un dominio compreso tra 0 e 1. Quanto più tende a 1, tanto più i valori effettivi sono vicini a quelli stimati dalla retta di regressione. In termini economici si può affermare che, in questo caso, l'evidenza empirica mostra che circa il 24% della variazione del titolo è riconducibile al rischio sistematico, mentre circa il 76% è diversificabile per cui non remunerato (7).

Scorrendo alla riga 18, si nota che il parametro *beta* (8) è circa 1,48 ed è coerente con i calcoli effettuati precedentemente. Per verificare che il parametro stimato sia (statisticamente) significativo è opportuno impostare un *test* di ipotesi. Tale approccio inferenziale esula dagli scopi del presente elaborato. È sufficiente ricordare che il coefficiente è significativamente non nullo se l'associato *p-value* / *probability value* / valore di significatività (cella E18) è inferiore al livello di

Note:

(4) Utilizzando comunque i rendimenti totali e non gli extrarendimenti si commette un errore trascurabile. Cfr. 3, pag. 353.

(5) Cfr. 2, pag. 109.

(6) Il componente aggiuntivo "Analisi dati" è richiamabile dalla Sezione "Dati". Se non dovesse essere presente, è necessario renderlo attivo da *File* > Opzioni > Componenti aggiuntivi > Strumenti di analisi.

(7) Cfr. 2.

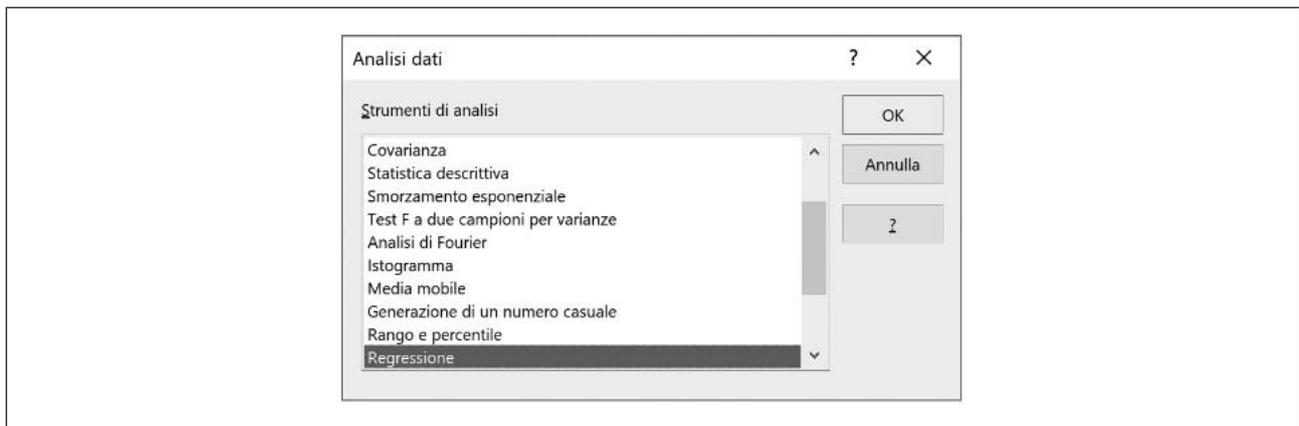
(8) Il componente aggiuntivo "Analisi dati" definisce il *beta* con il nome "Variabile X 1". Al di là del nome non è cambiato nulla.

Tavola 1 - Determinazione del coefficiente beta con Microsoft Excel 2019

A	B	C	D	E	F	G
Data	Rendimenti società	Rendimenti MSCI World				
13/12/2015	4,4556%	-0,0255%				
20/12/2015	-1,4633%	2,3348%				
27/12/2015	1,2336%	-0,6887%				
03/01/2016	-5,1898%	-6,3629%				
10/01/2016	-4,5406%	-2,7815%				
17/01/2016	-1,1895%	0,9557%				
24/01/2016	3,1134%	1,8978%				
31/01/2016	-9,7384%	-2,2790%				
07/02/2016	-5,6353%	-2,6258%				
14/02/2016	10,1003%	3,4868%				
21/02/2016	6,3446%	0,9395%				
28/02/2016	5,9660%	3,7082%				
06/03/2016	0,6159%	1,1347%				
13/03/2016	-0,0768%	1,3841%				
20/03/2016	-0,3077%	-1,3790%				
27/03/2016	1,6807%	1,0765%				
03/04/2016	-3,0772%	-0,5520%				
10/04/2016	0,4677%	2,4455%				
17/04/2016	-2,0425%	0,8242%				
24/04/2016	0,7905%	-0,8837%				

Numero osservazioni	=CONTA.NUMERI(A:A)	156
Media(Società)	=MEDIA(B:B)	-0,2842%
Media(MSCI World)	=MEDIA(C:C)	0,1200%
Var(Società)	=VAR.C(B:B)	0,0025
Var(MSCI World)	=VAR.C(C:C)	0,0003
Cov(Società,MSCI World)	=COVARIANZA.C(B:B;C:C)	0,0004
Raw Beta	=G8/G7	1,4798
Raw Beta	=REGR.LIN.(B2:B157;C2:C157;VERO;VERO)	1,4798
Beta aggiustato	=2/3*G10-1/3	1,3199

Tavola 2 - Maschera Analisi dati



significatività α scelto (9) dall'analista. In questo caso il p -value è prossimo allo zero per cui il β' ottenuto è significativo. Il medesimo ragionamento è applicabile agli altri parametri, come l'intercetta che determina la posizione (10) della retta di regressione nel piano.

A conclusione di questa prima analisi si riporta in Tavola 5 la schermata di Bloomberg relativa al titolo analizzato. Come si evince dalla parte posta a destra, il *raw beta* non diverge molto dal nostro calcolo. L'intercetta è effettivamente diversa, ma nuovamente non significativamente diversa da zero. Possibili ragioni di tale discordanza possono derivare da leggere differenze nei dati disponibili in *input*, nel modo con il quale vengono stimati i rendimenti

(rendimento percentuale vs rendimento logaritmico) o da differenze nella stima.

Aggiustamenti del beta

In molti casi, si tende ad essere soddisfatti del risultato conseguito nella Sezione precedente. In realtà, per affinare l'*output* e massimizzare la sua applicabilità concreta in un contesto valutativo, è opportuno riflettere sull'opportunità di compiere eventuali rettifiche; in particolar modo si intende approfondire:

Note:

(9) Solitamente, in economia, $\alpha = 5\%$.

(10) Il *beta* ne determina, invece, l'inclinazione.

Tavola 3 - Maschera Regressione

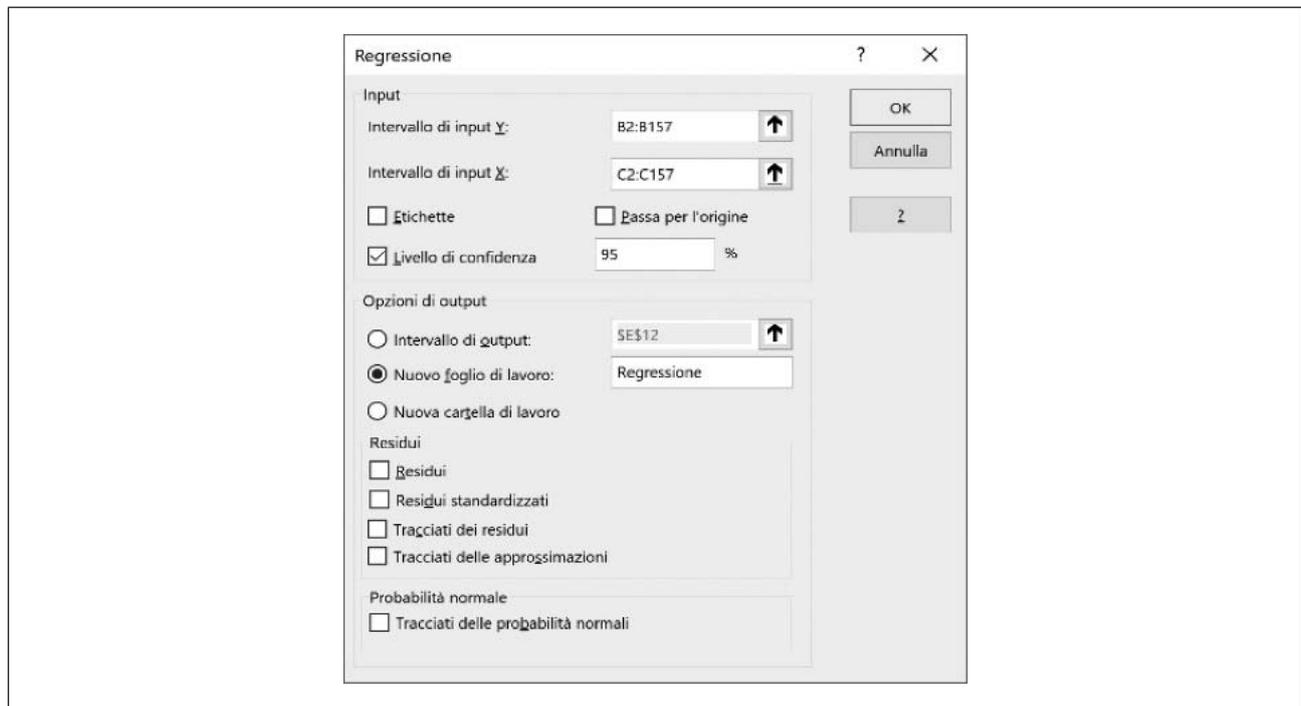


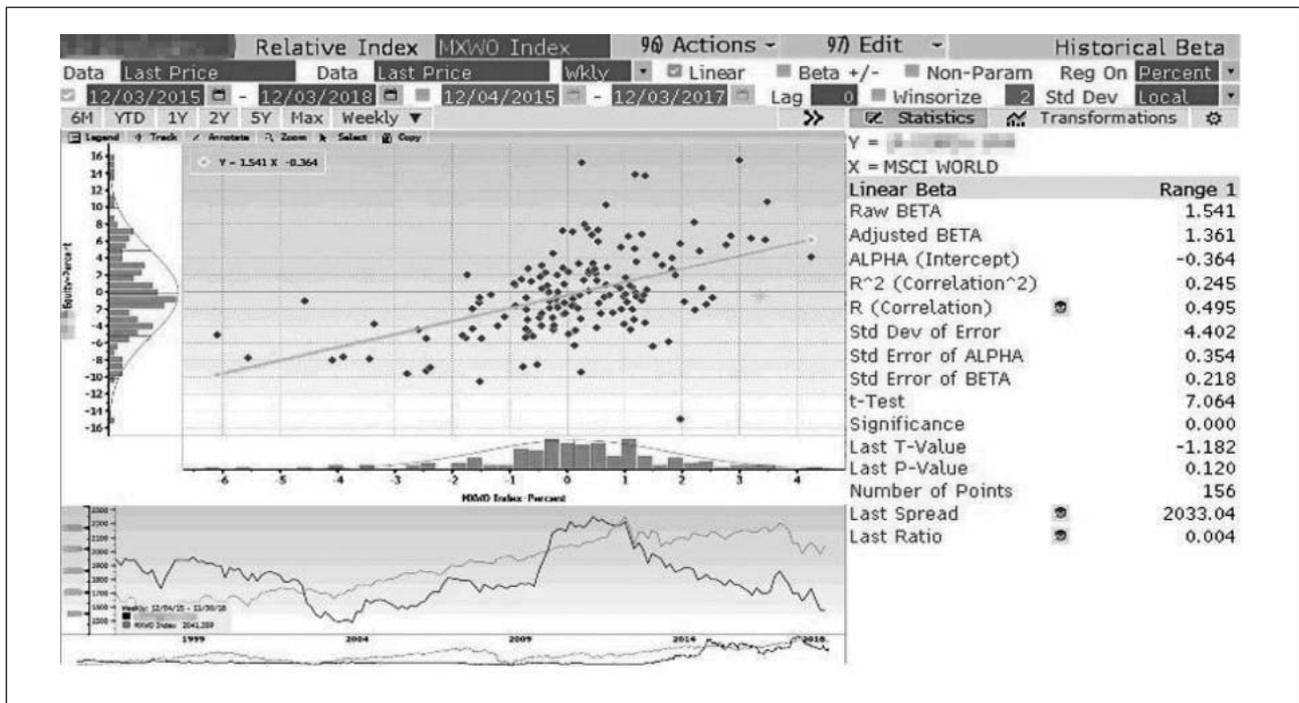
Tavola 4 - Output del riepilogo della regressione

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	OUTPUT RIEPILOGO									
2										
3	<i>Statistica della regressione</i>									
4	R multiplo	0,48671529								
5	R al quadrato	0,23689178								
6	R al quadrato corretto	0,23193653								
7	Errore standard	0,04400741								
8	Osservazioni	156								
9										
10	ANALISI VARIANZA									
11		<i>gdl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>Significatività F</i>				
12	Regressione	1	0,092584047	0,09258405	47,80623865	1,17701E-10				
13	Residuo	154	0,298244405	0,00193665						
14	Totale	155	0,390828451							
15										
16		<i>Coefficienti</i>	<i>Errore standard</i>	<i>Stat t</i>	<i>Valore di significatività</i>	<i>Inferiore 95%</i>	<i>Superiore 95%</i>			
17	Intercetta	-0,00461842	0,003532768	-1,30730943	0,193056139	-0,011597362	0,00236052			
18	Variabile X 1	1,47982734	0,214027096	6,91420557	1,17701E-10	1,057019365	1,902635308			
19										

- la dimensione prospettica del *beta* utilizzando, se necessario, la correzione di Blume;
- la variabile dimensionale riguardante i titoli aventi volumi di negoziazione insoddisfacenti, tali per cui non si può ritenere il titolo sufficientemente liquido;

- la correzione per il livello di indebitamento. Questo argomento verrà trattato nella Sezione successiva dell'elaborato. Come si è visto nella Sezione precedente il calcolo del β si basa sui dati storici e quindi rappresenta un approccio *backward looking*,

Tavola 5 - Regressione effettuata su Bloomberg



basato sul passato. Alcune verifiche empiriche (11) hanno osservato che, nel lungo periodo, il coefficiente β tende all'unità. Sulla base di tale presupposto, la correzione di Blume si concretizza in una media ponderata tra il *raw beta* e l'unità con pesi rispettivamente pari a due terzi e un terzo. Il nuovo *beta* prende il nome di *adjusted beta* o *beta* di Blume:

$$\beta_{blume} = \frac{2}{3}\beta_{raw} + \frac{1}{3} \quad (4)$$

Il *beta* aggiustato derivante dal *raw beta* calcolato con *Excel* è pari a:

$$\beta_{blume} = \frac{2}{3}1,4798 + \frac{1}{3} = 1,3199 \quad (5)$$

mentre il *beta* aggiustato derivante da Bloomberg risulta:

$$\beta_{blume} = \frac{2}{3}1,541 + \frac{1}{3} = 1,3607 \quad (6)$$

il quale è coerente con quanto esposto nella Tavola 5. Bisogna prestare attenzione, tuttavia, all'utilizzo di questa tecnica. Lo stesso

PIV III.1.45 nei commenti si esprime a riguardo. "Talora i coefficienti desunti dalle regressioni (*raw* β) devono essere stabilizzati, in prospettiva, se vi sono motivi per ritenere che nel tempo debbano convergere verso l'unità [...] oppure verso un altro valore tipico di settore". Nel caso in cui la tendenza non vi sia, la correzione di Blume può portare a distorsioni.

Si affronta ora il secondo punto dell'elenco precedente. Il tema dimensionale fa riferimento a tutti i titoli avente scarso volume di negoziazione. In questo frangente, vi è solitamente evidenza di correlazione seriale dei rendimenti: il che si traduce in un ritardo con il quale il prezzo sconta l'impatto dei fattori di rischio sistematico. Una correzione possibile è quella di ampliare la lunghezza del periodo di analisi a 10 anni e diminuire la frequenza di osservazione (da settimanale a mensile). È opportuno, comunque, verificare che vi siano dati a disposizione e che l'andamento sia sufficientemente omogeneo (12).

Note:

(11) Cfr. 1.

(12) Cfr. 3, pag. 364.

Aggiustamento per la struttura finanziaria

Un ultimo meritevole aggiustamento del *beta* riguarda la differenza tra struttura finanziaria attuale e quella prospettica o *target*. Il rischio in capo ad un'impresa dipende anche dal proprio livello di indebitamento. Ne consegue che, *ceteris paribus*, ci si aspetta un *beta* maggiore all'aumentare del livello di indebitamento. Sviluppando il teorema di Modigliani-Miller è possibile scorporare il rischio finanziario, remunerato dal coefficiente *beta*, dal rischio operativo.

$$COE = COEU + (COEU - COD) \frac{D(1-T)}{Wequity} \quad (7)$$

è la relazione derivante dal teorema di Modigliani-Miller in presenza di imposte. A partire dalla relazione (7) e considerando β_{Debito} nullo, è possibile ricavare la nota formula di Hamada:

$$\beta_{equity} = \beta_{AssetUnlevered} \left[1 + \frac{D}{Wequity} (1-T) \right] \quad (8)$$

dove:

- β_{Equity} è il *beta* stimato sul mercato;
- $\beta_{AssetUnlevered}$ è il *beta* depurato del rischio finanziario;
- β_{Debito} è coefficiente del *beta* del debito;
- T è l'aliquota di imposta (13) sulle imprese;
- COE è il costo dell'*equity*;
- COEU è il costo dell'*equity* in assenza di indebitamento (*unlevered*);
- COD è il costo del debito.

La formula di Hamada risulta estremamente interessante dal punto di vista del contesto valutativo in quanto permette di scindere dal *beta* la componente di rischio finanziario.

Si propone di seguito un esempio con *Microsoft Excel*. Si continua l'esempio già sviluppato nei paragrafi precedenti. La società analizzata, al terzo trimestre 2018, secondo Bloomberg, presentava la seguente struttura finanziaria a valori di mercato:

- (i) 26,7% di debito;
- (ii) 73,3% di *equity*.

Nel prosieguo si intende rispondere a due quesiti.

- 1) Quale sarebbe il *beta* del titolo in assenza di indebitamento?
- 2) Si ipotizzi che la società intenda rivedere la composizione delle fonti di finanziamento.

Una stima affidabile della struttura finanziaria *target* afferma che vi sarà un rapporto debito/*equity* pari a 0,2. Quale *beta* (14) è opportuno utilizzare nella valutazione?

Per rispondere al primo punto è necessario compiere il c.d. *deleverage* del coefficiente *beta*. Per fare ciò è possibile isolare nella relazione (8) il $\beta_{AssetUnlevered}$. Una volta applicata la formula di Hamada all'inverso, il $\beta_{AssetUnlevered}$ della società ammonta a circa 1,159. Il risultato è coerente con le aspettative. Dato che rispetto alla situazione di partenza il debito si è ridotto, la teoria afferma che il nuovo *beta* debba essere minore. In effetti si passa da 1,4798 a 1,159. Si può affermare che la differenza 1,4798 - 1,159 costituisce la remunerazione del rischio finanziario attuale.

Per rispondere al secondo punto si dovrà applicare la formula direttamente come è esposta in (8). Il $\beta_{AssetUnlevered}$ è noto, il nuovo rapporto D^*/W^*_{Equity} anche, così come l'aliquota di imposta IRES. L'applicazione della formula porta ad un nuovo β^*_{Equity} pari a 1,3351, come è evidenziato in Tavola 6. Il rapporto di indebitamento è diminuito rispetto allo *status quo*: coerentemente il nuovo β_{Equity} è minore in quanto riflette il decremento della rischiosità. È bene sottolineare che la formula di Hamada si presta ad essere impiegata in presenza di livelli di indebitamento contenuti.

Stima del beta per una società non quotata

Finora si è sempre discusso di un titolo quotato in un mercato regolamentato. Nel momento in cui questo presupposto non fosse soddisfatto, l'approccio di calcolo basato sui dati storici del *beta* non troverebbe applicazione. In tal contesto, si può ovviare al problema in via indiretta considerando i comparabili. Il procedimento di calcolo del *beta* in caso di azienda non quotata si può quindi riassumere nel seguente iter procedurale:

- identificazione di un gruppo sufficientemente ampio di società quotate comparabili a

Note:

(13) Con riferimento alla normativa fiscale italiana, solo l'imposta IRES ammette in deducibilità gli interessi passivi, salvo quanto disposto dall'art. 96, T.U.I.R. Pertanto, con T si intende la sola aliquota IRES del 24% (nel momento in cui si scrive).

(14) Per indicare i dati *target*, si inserirà un asterisco in apice alla denominazione in modo da distinguerli dai dati attuali.

quella oggetto della valutazione. Questo passaggio è fondamentale: una buona lista di comparabili è cruciale per evitare errori di stima (15);

- calcolo del *beta levered* con riferimento a ciascuna delle società identificate (relazione 2);
- calcolo del *beta unlevered* con riferimento a ciascuna delle società identificate (relazione 8 isolando $\beta_{AssetUnlevered}$);
- scelta del *beta unlevered* da impiegare nella stima: empiricamente spesso si utilizza la mediana dei *beta unlevered* dei *competitor* selezionati oppure primo/terzo quartile a seconda di come il valutatore giudica l'impresa rispetto agli altri *player* di mercato;
- calcolo del *beta relevered* da impiegare nella stima tramite formula di Hamada (relazione 8).

Queste indicazioni possono essere applicate anche per società quotate nel momento in cui si volesse effettuare una autoverifica sul valore *beta* stimato. In effetti alcune imprese sono solo formalmente quotate e presentano volumi di negoziazione talmente esigui da giustificare il

ricorso a meccanismi di valutazione a comparabili di mercato.

Riferimenti bibliografici

Blume M. E., *Betas and their Regression Tendencies*, *Journal of Finance*, 1975, vol. 30, n. 3.

Buongiorno M., *La valutazione delle aziende dopo l'introduzione dei PIV*, Euroconference, 2016.[3]

Guatri L., Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione*, Egea Editore, 2005.

Organismo Italiano di Valutazione, *PIV Principi Italiani di Valutazione 2015*, Egea Editore, 2015.

Nota:

(15) Le società devono possedere analogo rischio di mercato (ciclicità), analogo struttura dei costi operativi (rischio operativo) e analogo struttura finanziaria. Il processo di selezione considera in primo luogo tutte le società operanti nello stesso settore e poi procede a successive selezioni sulla base dei tre parametri indicati. Nella costruzione del campione è necessario tenere conto anche dell'affidabilità dei dati e in particolare dei prezzi di quotazione per evitare che siano introdotte società che possano creare distorsioni.

LIBRI

Valutazione d'azienda

di S. Pozzoli

V Edizione, Ipsoa Editore, 2019, pagg. 340, € 90,00



Il testo affronta, riferendosi anche alle indicazioni dell'Organismo Italiano di Valutazione, tutti i metodi di valutazione più noti, sia quelli che si fondano sui risultati attesi, sia quelli di mercato, fornendo non solo una puntuale indicazione sul significato teorico dei vari approcci ma evidenziandone, con esempi e casi, la concreta applicazione e cercando di fornire risposte pratiche a chi debba redigere, in tempi ragionevoli e con il dovuto rigore, una valutazione d'azienda.

Questa nuova edizione si è arricchita di approfondimenti su questioni specifiche, come la determinazione del terminal value o i premi di maggioranza ed i vari "sconti" che è necessario applicare ad una società o alle sue quote di partecipazione.

Il CD-ROM

Il Cd contiene una applicazione Excel che permette di poter realizzare con semplicità un business plan, utile a misurare i flussi finanziari e reddituali futuri dell'azienda, nel caso in cui non si disponga di un adeguato piano di impresa. Ancora, il programma consente di determinare il valore d'azienda attraverso i principali criteri di stima illustrati nel testo.

Per informazioni o per l'acquisto:

- **Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa**
Tel. 02.82476794 - fax 02.82476403
- **Agenzie Ipsoa di zona**
(www.ipsoa.it/agenzie)
- www.shopwki.it