

TEORIA DEL VALORE D'IMPRESA

Appello dell'8 giugno 2011

Istruzioni

Il Candidato non utilizzi la prima facciata del primo foglio, destinata a contenere il giudizio relativo alla prova.

Il Candidato consegue un esito della prova positivo se (e solo se) tutti i quesiti hanno esito almeno sufficiente.

Il Candidato ha a disposizione 45 minuti per ciascun quesito.

Il Candidato che deve conseguire 9 crediti deve rispondere ai quesiti 1, 2 e 3; il Candidato che deve conseguire 5 crediti deve rispondere ai quesiti 1 e 2.

Il Candidato può presentarsi alla data di prosecuzione della prova – indicata in calce all'avviso che sarà messo on line con i voti conseguiti – se (e solo se) interessato a: i) prendere visione del compito (con esito positivo o negativo); ii) richiedere l'integrazione orale (riservata ai Candidati che hanno conseguito un esito positivo).

QUESITO n. 1

(9 crediti e 5 crediti)

Il Candidato illustri gli “ambiti” nei quali si manifesta l'esigenza di conoscere il valore economico delle imprese, precisando le motivazioni sottese a tale esigenza e indicando, per ciascun ambito, alcuni significativi esempi. Illustri poi in quale/i dei suddetti ambiti è opportuno orientare secondo ragioni di prudenza le valutazioni effettuate, spiegando le motivazioni di tale opportunità.

QUESITO n. 2

(9 crediti e 5 crediti)

Il Candidato consideri le informazioni di seguito riportate relative alla società Alfa che produce filtri per liquidi e gas e provveda, in primo luogo, a completare le tabelle strumentali alla determinazione del Wacc calcolando i dati mancanti.

| <i>Costo del debito</i> | | <i>Costo dell'equity</i> | |
|-------------------------|-------|--------------------------|-------|
| Euribor (tasso base) | 3,25% | Risk free rate | 3,25% |
| Credit spread | 1,75% | ERP | 7,92% |
| Aliquota fiscale | 27,5% | Beta unlevered | 0,73 |
| Costo del debito | ... | Beta levered | 1,41 |
| | | Costo dell'equity | ... |

WACC

| | |
|-----------------------|-------|
| Costo del debito | ... |
| Costo dell'equity | ... |
| Debito | 7.293 |
| Equity | 4.385 |
| Struttura finanziaria | ... |
| WACC | ... |

In secondo luogo, utilizzando il Wacc testé calcolato e avvalendosi delle ulteriori informazioni di seguito riportate, provveda a determinare il valore economico di Alfa in base al metodo reddituale analitico.



QUESITO n. 3

(9 crediti)

Con riferimento al processo di *impairment* di una *Cash Generating Unit* secondo la disciplina dello IAS 36, il Candidato spieghi:

- la configurazione secondo la quale sono determinati i flussi da attualizzare;
- la configurazione del tasso impiegato per attualizzare i flussi determinati;
- quali accortezze occorre seguire in presenza di interessi di minoranza e quali spazi si aprono, in tale situazione, ai fini della stima del *goodwill*.

TEORIA DEL VALORE D'IMPRESA

Appello del 19 settembre 2011

Istruzioni

Il Candidato non utilizzi la prima facciata del primo foglio, destinata a contenere il giudizio relativo alla prova.

Il Candidato consegue un esito della prova positivo se (e solo se) tutti i quesiti hanno esito almeno sufficiente.

Il Candidato ha a disposizione 45 minuti per ciascun quesito.

Il Candidato che deve conseguire 9 crediti deve rispondere ai quesiti 1, 2 e 3; il Candidato che deve conseguire 5 crediti deve rispondere ai quesiti 1 e 2.

Il Candidato può presentarsi alla data di prosecuzione della prova – indicata in calce all'avviso che sarà messo on line con i voti conseguiti – se (e solo se) interessato a: i) prendere visione del compito (con esito positivo o negativo); ii) richiedere l'integrazione orale (riservata ai Candidati che hanno conseguito un esito positivo).

QUESITO N. 1

(9 crediti e 5 crediti)

Il Candidato illustri i seguenti concetti (tra loro in qualche modo “contrapposti”), specificandone le differenze:

- 1) approccio *levered* / approccio *unlevered*;
- 2) beneficio fiscale latente / onere fiscale latente;
- 3) sovra reddito / sotto reddito (con riferimento al metodo UEC);
- 4) flussi di reddito reali / flussi di reddito nominali;
- 5) multipli di società comparabili / multipli di transazioni comparabili.

Ai fini della risposta, il Candidato formuli un esempio per ciascuno dei punti indicati.

QUESITO N. 2

(9 crediti e 5 crediti)

Il Candidato illustri il significato e gli ambiti di impiego del “reddito medio normale atteso” nel contesto dei criteri di stima del valore economico del capitale.

Successivamente, a partire dai valori reddituali consuntivi sotto riportati, il Candidato proceda alla determinazione del reddito medio normale atteso, strumentale alla stima al 31.12.2010 con il metodo misto UEC dell'azienda Alfa, impegnata nella produzione di macchine utensili.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ricavi di vendita | 36.700 | 37.800 | 39.500 | 37.900 |
| Altri proventi | 2.000 | 2.200 | 1.900 | 1.950 |
| Costo manodopera diretta | -8.000 | -8.200 | -8.500 | -8.600 |
| Altri costi diretti | -8.960 | -9.560 | -9.900 | -10.050 |
| Margine industriale lordo | 21.740 | 22.240 | 23.000 | 21.200 |
| Costi indiretti | -1340 | -1550 | -1450 | -1660 |
| MOL (EBITDA) | 20.400 | 20.690 | 21.550 | 19.540 |
| Ammortamenti | -2.300 | -2.500 | -2.450 | -2.700 |
| Risultato Operativo (EBIT) | 18.100 | 18.190 | 19.100 | 16.840 |
| Oneri finanziari | -700 | -800 | -700 | -800 |
| Componenti straordinari | 700 | -600 | -1.500 | 3.050 |
| Imposte sul reddito | -9.800 | -6.800 | -7.500 | -9.300 |
| Reddito di esercizio | 8.300 | 9.990 | 9.400 | 9.790 |

Ai fini del calcolo, il Candidato formuli quando opportuno adeguate ipotesi e tenga inoltre presente quanto segue:

- gli altri proventi sono rappresentati da affitti attivi relativi a beni considerati quali *surplus assets*;
- i componenti straordinari si riferiscono a plusvalenze e minusvalenze relative alla cessione di impianti e macchinari;
- l'ammortamento sul plusvalore (valore corrente *meno* valore contabile) del fabbricato che ospita la sede aziendale è pari, per ciascun esercizio, a euro 1.000;
- il *tax rate* medio atteso è previsto pari al 45%.

QUESITO N. 3

(9 crediti)

Il Candidato indichi quali percorsi valutativi possono essere seguiti per la valutazione economica dei gruppi. In particolare descriva il percorso fondato sui flussi di risultato proporzionali di singola area di *business* e precisi le situazioni nelle quali tale metodologia può essere correttamente applicata.

TEORIA DEL VALORE D'IMPRESA

Appello del 5 settembre 2011

Istruzioni

Il Candidato non utilizzi la prima facciata del primo foglio, destinata a contenere il giudizio relativo alla prova.

Il Candidato consegue un esito della prova positivo se (e solo se) tutti i quesiti hanno esito almeno sufficiente.

Il Candidato ha a disposizione 45 minuti per ciascun quesito.

Il Candidato che deve conseguire 9 crediti deve rispondere ai quesiti 1, 2 e 3; il Candidato che deve conseguire 5 crediti deve rispondere ai quesiti 1 e 2.

Il Candidato può presentarsi alla data di prosecuzione della prova – indicata in calce all'avviso che sarà messo on line con i voti conseguiti – se (e solo se) interessato a: i) prendere visione del compito (con esito positivo o negativo); ii) richiedere l'integrazione orale (riservata ai Candidati che hanno conseguito un esito positivo).

QUESITO N. 1

(9 crediti e 5 crediti)

Il Candidato illustri il metodo dei *multipli di società comparabili* e il metodo dei *multipli di transazioni comparabili*. Specifici poi come deve essere affrontato il problema dei premi di maggioranza, degli sconti di minoranza e del *lack of marketability* in sede di applicazione di ciascuno dei due metodi, al variare delle caratteristiche alternative che possono connotare l'oggetto della valutazione (società quotata o non quotata; pacchetto totalitario, pacchetto di maggioranza o pacchetto di minoranza).

Da ultimo, specifichi le ragioni per cui alcuni tra i multipli più diffusi sono costruiti avendo al numeratore "P" mentre altri sono costruiti avendo al numeratore "EV", precisando quali ulteriori grandezze, in tale ultima circostanza, devono concorrere al calcolo del risultato ricercato.

QUESITO N. 2

(9 crediti e 5 crediti)

Il Candidato illustri il processo di determinazione del patrimonio netto rettificato (K) impiegato nella determinazione del metodo misto con capitalizzazione limitata del sovrareddito. Illustri poi:

- le differenti modalità di determinazione della fiscalità latente sulla rivalutazione di un terreno e di un prodotto finito a magazzino;
- gli effetti che la rivalutazione del patrimonio netto produce sulla determinazione del reddito medio normale atteso impiegato nell'ambito del metodo misto;
- come può cambiare il processo di determinazione del patrimonio netto rettificato (K) nel caso in cui il metodo misto sia applicato ad imprese operanti in condizioni di perdita economica.

QUESITO N. 3

(9 crediti)

Con riferimento processo di *impairment test* secondo la disciplina dello IAS 36, il Candidato illustri:

- a) le specificità del processo di *impairment* in presenza di *corporate assets* il cui valore contabile non risulta allocabili alle singole CGU;
- b) in quali circostanze sono possibili trasferimenti di *impairment losses* dalle CGU al livello *corporate* e viceversa.

TEORIA DEL VALORE D'IMPRESA

Appello del 6 luglio 2011

Istruzioni

- Il Candidato non utilizzi la prima facciata del primo foglio, destinata a contenere il giudizio relativo alla prova.
- Il Candidato consegue un esito della prova positivo se (e solo se) tutti i quesiti hanno esito almeno sufficiente.
- Il Candidato ha a disposizione 45 minuti per ciascun quesito.
- Il Candidato che deve conseguire 9 crediti deve rispondere ai quesiti 1, 2 e 3; il Candidato che deve conseguire 5 crediti deve rispondere ai quesiti 1 e 2.
- Il Candidato può presentarsi alla data di prosecuzione della prova – indicata in calce all'avviso che sarà messo on line con i voti conseguiti – se (e solo se) interessato a: i) prendere visione del compito (con esito positivo o negativo); ii) richiedere l'integrazione orale (riservata ai Candidati che hanno conseguito un esito positivo).

QUESITO N. 1

(9 crediti e 5 crediti)

In relazione alla stima del valore economico aziendale con il metodo *finanziario*, il Candidato illustri:

1. le differenze che sussistono nella configurazione del flusso finanziario adottato nella versione *asset side* e in quella *equity side*;
2. l'algoritmo tramite il quale trova applicazione il *metodo finanziario analitico con terminal value*, illustrando i parametri dell'algoritmo e focalizzando in particolare l'attenzione sul significato e sulla stima del *terminal value*.

QUESITO N. 2

(9 crediti e 5 crediti)

Il Candidato esponga le fasi che caratterizzano la determinazione del valore economico del capitale sulla base del metodo reddituale sintetico, specificando chiaramente tutte le grandezze e i parametri che devono essere quantificati a supporto dell'applicazione del metodo.

Successivamente, provveda ad elaborare un esempio numerico-applicativo del metodo reddituale sintetico, quantificando a proprio piacere (purché in modo coerente) le grandezze e i parametri sopra identificati, in modo da pervenire alla determinazione di un risultato finale di sintesi espressivo del valore del capitale economico della realtà aziendale ipotizzata.

QUESITO N. 3

(9 crediti)

Il Candidato indichi e commenti i “percorsi valutativi” che, in alternativa, è possibile assumere a riferimento ai fini della determinazione del valore economico di un gruppo. Precisi poi le circostanze in cui ciascuno dei percorsi individuati si rende maggiormente adatto rispetto all'obiettivo valutativo da conseguire.

TEORIA DEL VALORE D'IMPRESA

Appello del 22 giugno 2011

Istruzioni

- Il Candidato non utilizzi la prima facciata del primo foglio, destinata a contenere il giudizio relativo alla prova.
- Il Candidato consegue un esito della prova positivo se (e solo se) tutti i quesiti hanno esito almeno sufficiente.
- Il Candidato ha a disposizione 45 minuti per ciascun quesito.
- Il Candidato che deve conseguire 9 crediti deve rispondere ai quesiti 1, 2 e 3; il Candidato che deve conseguire 5 crediti deve rispondere ai quesiti 1 e 2.
- Il Candidato può presentarsi alla data di prosecuzione della prova – indicata in calce all'avviso che sarà messo on line con i voti conseguiti – se (e solo se) interessato a: i) prendere visione del compito (con esito positivo o negativo); ii) richiedere l'integrazione orale (riservata ai Candidati che hanno conseguito un esito positivo).

QUESITO n. 1

(9 crediti e 5 crediti)

Il Candidato illustri i caratteri della “razionalità” e della “dimostrabilità” di un metodo di valutazione del capitale economico d'impresa, chiarendo come si posizionano i metodi valutativi noti alla dottrina e alla prassi rispetto ai suddetti caratteri. Precisi poi le ragioni per cui il metodo patrimoniale di norma non consente, fatta eccezione per alcune situazioni circoscritte, di pervenire ad una congrua stima del valore economico del capitale d'impresa.

QUESITO n. 2

(9 crediti e 5 crediti)

A partire dalle informazioni di seguito riportate il Candidato proceda a determinare, applicando il metodo misto UEC, il valore economico del capitale della società Gamma.

- Il patrimonio netto contabile di Gamma al 31/12/2010 è pari a 5.000.
- Gli immobili, iscritti al costo storico, presentano i seguenti valori:

| | Valore netto contabile | Valore corrente |
|--------------------------------|------------------------|-----------------|
| Terreni | 500 | 900 |
| Fabbricato strumentale | 1.500 | 2.300 |
| Partecipazione non strumentale | 400 | 600 |

- Le aliquote da applicare ai fini del calcolo degli effetti fiscali latenti sono le seguenti:

| | |
|----------------------------------|-----|
| Terreni e fabbricato strumentale | 15% |
| Partecipazione non strumentale | 25% |

- Il fabbricato strumentale è ammortizzato al 3%.
- I redditi netti contabili di bilancio del 2009-2010 e del budget 2011 sono i seguenti: 980 per il 2009; 950 per il 2010; 1.000 per il 2011. I redditi di ciascuno dei tre esercizi sono considerati ugualmente in grado di esprimere la capacità reddituale medio normale attesa in futuro da Gamma.
- Nel corso del 2009 Gamma ha conseguito una plusvalenza straordinaria pari a 400, mentre nel corso del 2011 ha stanziato in bilancio accantonamenti di natura esclusivamente fiscale pari a 250.
- I dividendi conseguiti dalla partecipazione non strumentale sono i seguenti:

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------|------|------|------|
| Dividendi | 90 | 60 | 80 |

- I coefficienti di traduzione dei redditi in moneta corrente sono i seguenti:

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------|------|------|------|
| Coefficienti | 1,2 | 1,1 | 1 |

- L'aliquota fiscale teorica è pari al 42%. Le informazioni relative ai tassi sono le seguenti:

| | |
|---------------------------------------|-----|
| Risk Free | 3% |
| Premio per il rischio | 5% |
| Beta | 0,8 |
| Tasso di rendimento medio del settore | 7% |

- L'orizzonte temporale della stima è posto pari a 5 anni.

QUESITO n. 3

(9 crediti)

Il Candidato illustri brevemente il contesto nel quale si pone il problema valutativo di un'azienda o di un ramo di azienda in una operazione di conferimento. Nell'ipotesi che il destinatario del conferimento sia una S.p.A., precisi:

- il contenuto del mandato assegnato all'esperto ai fini della redazione della relazione giurata;
- quali elementi l'esperto prenderà in considerazione per la scelta del metodo o dei metodi di valutazione dell'oggetto di conferimento;
- chi esercita il controllo delle valutazioni contenute nella relazione dell'esperto e quali sono le situazioni che possono determinarsi in sede di controllo, qualora si riscontri una perdita di valore.