

SAF 
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE
DELL'EMILIA ROMAGNA

WEBINAR

Analisi e valutazione finanziaria delle PMI

Il Commercialista advisor per la finanza d'impresa

Federico Beltrame

Ricercatore in Finanza aziendale Università Cà Foscari di Venezia e
Docente SAF corsi «Finanza d'impresa» e «Controllo di gestione»

Leonardo Adessi

Director presso Apeiron Management, Docente presso l'Università Bocconi,
Docente SAF Emilia Romagna Corsi «Finanza d'impresa» e «Valutazione d'azienda»

8 marzo 2021



SCUOLE DI ALTA
FORMAZIONE
CNDCEC





Intervento a cura di Federico Beltrame



Gli equilibri d'impresa

Analisi delle forme di affidamento rotative



Analisi della situazione debitoria generale



Analisi delle forme di affidamento rateali



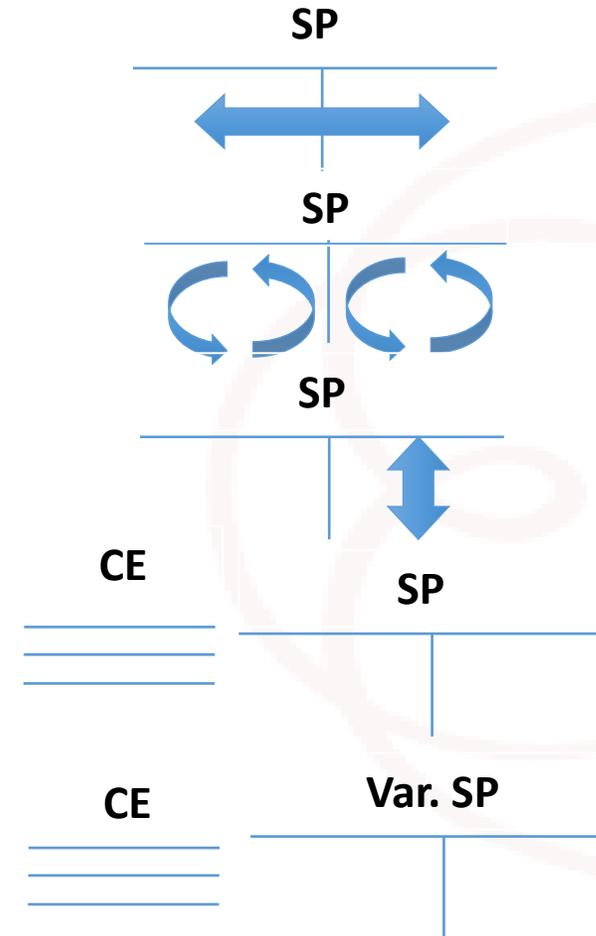
Corretto utilizzo delle fonti
EQ. PATRIMONIALE

Movimentazione dei fidi
ROTAZIONE

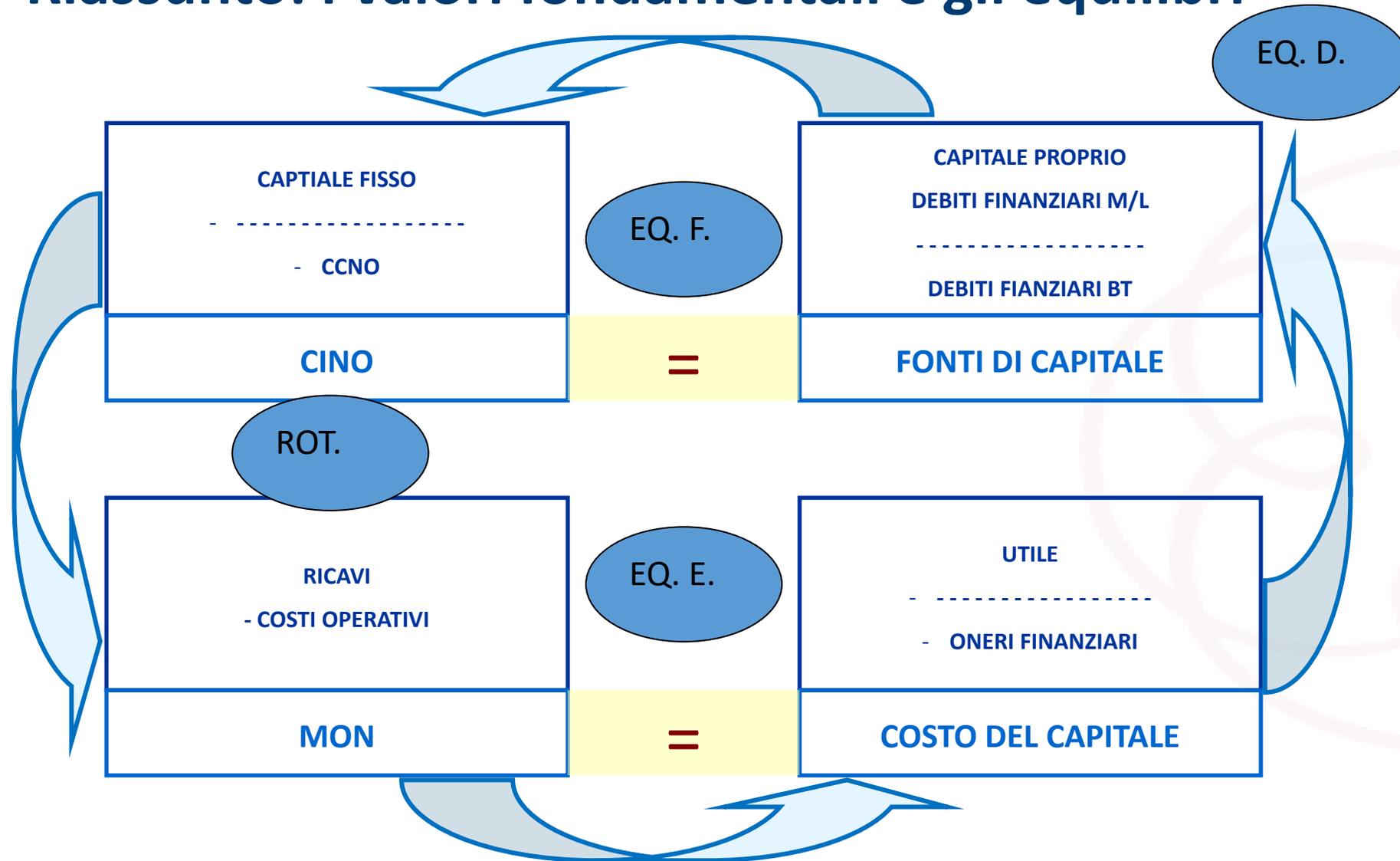
Livello di indebitamento
EQ. FINANZIARIO

Redditività sufficiente
EQ. ECONOMICO

Capacità di rimborso sufficiente
ANALISI FLUSSI



Riassunto: i valori fondamentali e gli equilibri



L'analisi delle cause di anomalia: una proposta

<i>VOCI/INDICATORI</i>	<i>T - 1</i>	<i>Var. %</i>	<i>T</i>
Ricavi di gestione			
Capitale investito netto operativo			
TURNOVER			
Capitale fisso			
Capitale circolante netto operativo			
CICLO MONETARIO			
Capitale proprio			
Debiti finanziari a medio lungo			
COEFFICIENTE COPERTURA CAPITALE FISSO			
Debiti finanziari a breve			
Debiti finanziari totali			
COEFFICIENTE DI INDEBITAMENTO			
ROI			
i%			



Gli indicatori finanziari ed economici sensibili

1)	REDDITIVITA'				$\frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Fatturato}}$
1)	INDEBITAMENTO				$\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Passivo}}$
1)	CAPACITA' RIMBORSO				$\frac{\text{Cash flow}}{\text{Attivo}}$
2)	ROTAZIONE				$\frac{\text{Debiti a breve}}{\text{Fatturato}}$
3)	UTILIZZO COPERTURA	IDONEE	FONTI		$\frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$

Tali indicatori però non identificano le cause delle anomalie

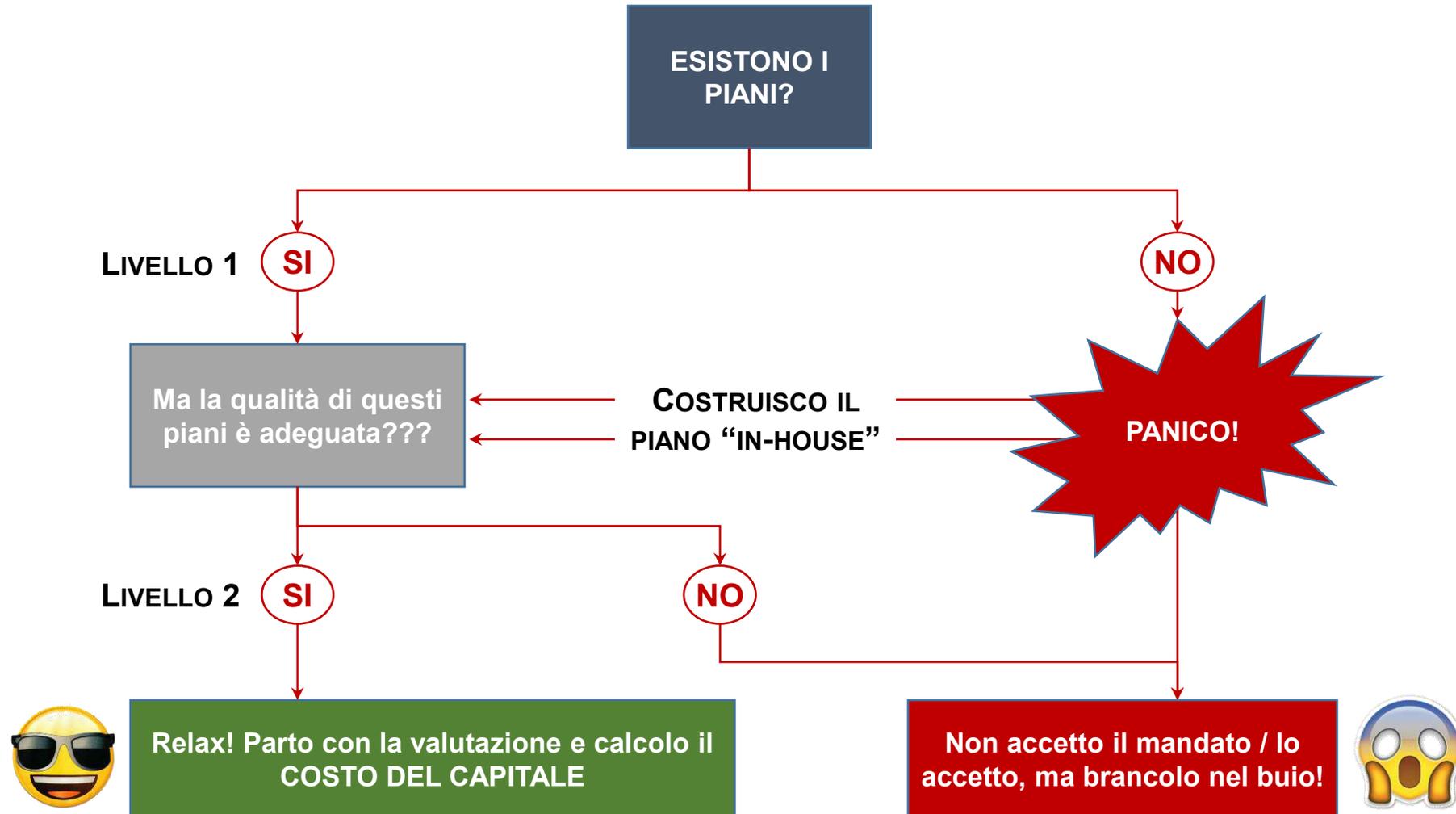


Intervento a cura di Leonardo Adessi



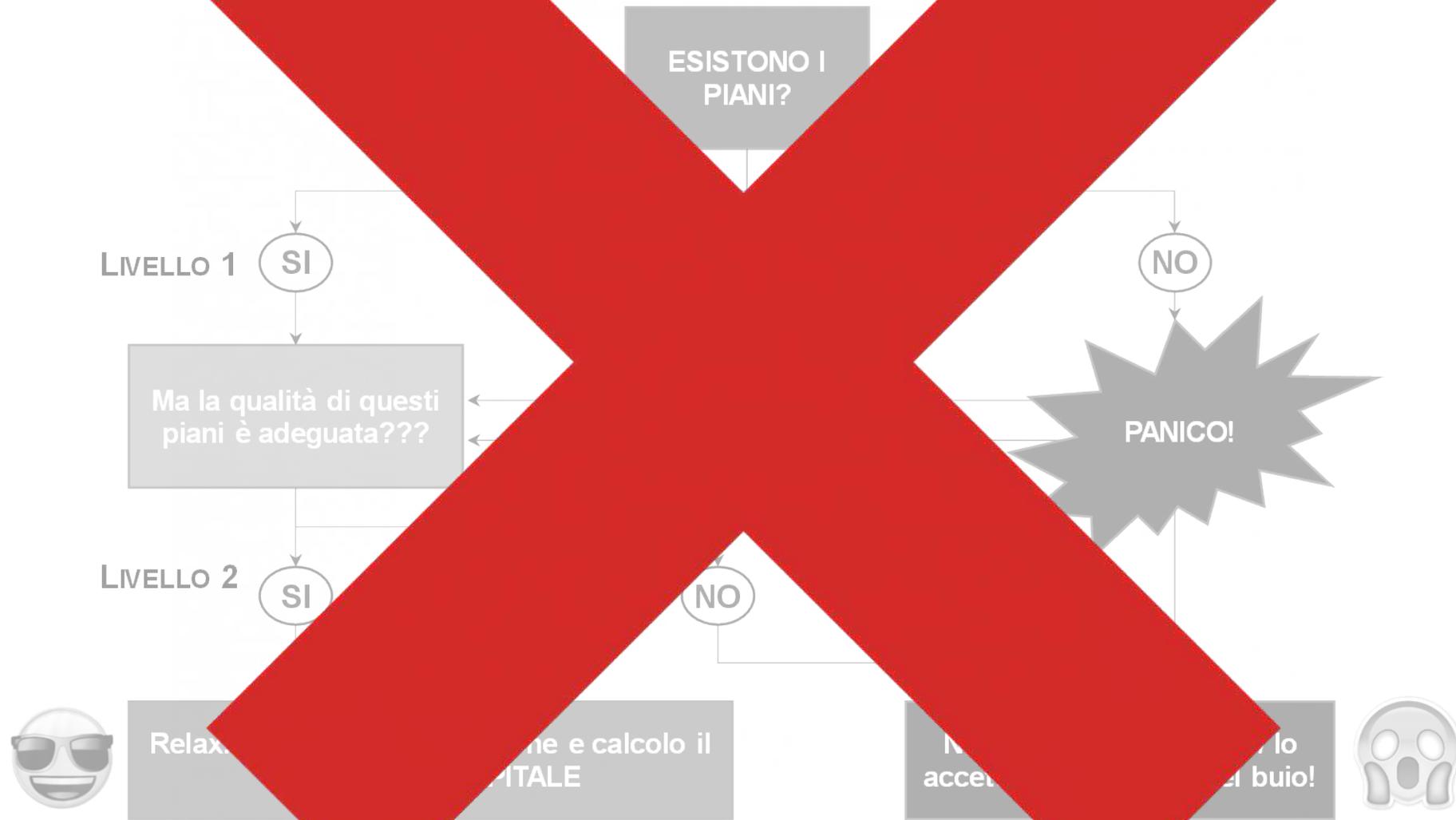
Proviamo a valutare un'azienda non quotata, sia essa di grandi o di piccole dimensioni

... L'approccio solito di un professionista quando deve valutare una società non quotata...



Proviamo a valutare un'azienda non quotata, sia essa di grandi o di piccole dimensioni

... L'approccio del professionista quando deve valutare un'azienda quotata...



Occorre ribaltare la prospettiva, ovvero partire dai fondamentali...

... cercando di dare risposta a queste due macro domande

1

QUANDO UN'IMPRESA CREA VALORE?

2

**E DI CONSEGUENZA, QUANDO I PIANI
AZIENDALI SONO NECESSARI A FINI
VALUTATIVI?**



Se non siamo in grado di rispondere alle due domande, potremo anche usufruire di complessi piani aziendali, ma rischiamo di commettere gravi errori di stima

1

Quando un'impresa crea valore?

Un impresa crea valore se...



**GENERA REDDITI OPERATIVI
POSITIVI?!**

**GENERA UTILE NETTO
POSITIVO?!**

PAGA DIVIDENDI?!

**GENERA REDDITI SUPERIORI
AL COSTO DEL DEBITO (GLI
INTERESSI)?!**

**NESSUNA DELLE
PRECEDENTI?!**

Back to basics, partiamo dalla contabilità

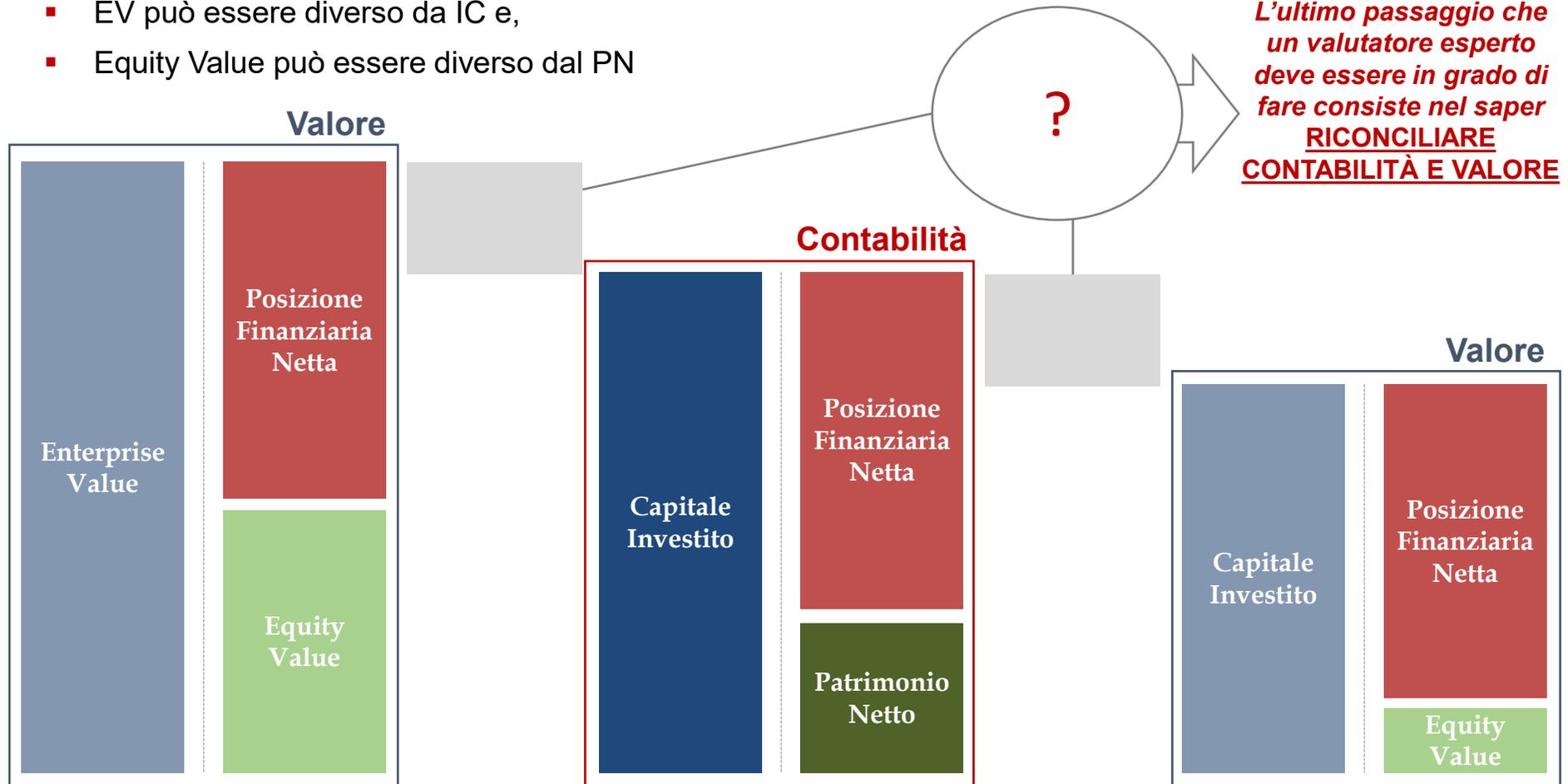
Il Capitale Investito Netto (nel gergo, “Invested Capital”, IC) rappresenta l’insieme delle attività operative (attivo fisso, CCN, Intangibili, Surplus asset) finanziate, a vario titolo, dagli stakeholder finanziari, ovvero azionisti e creditori



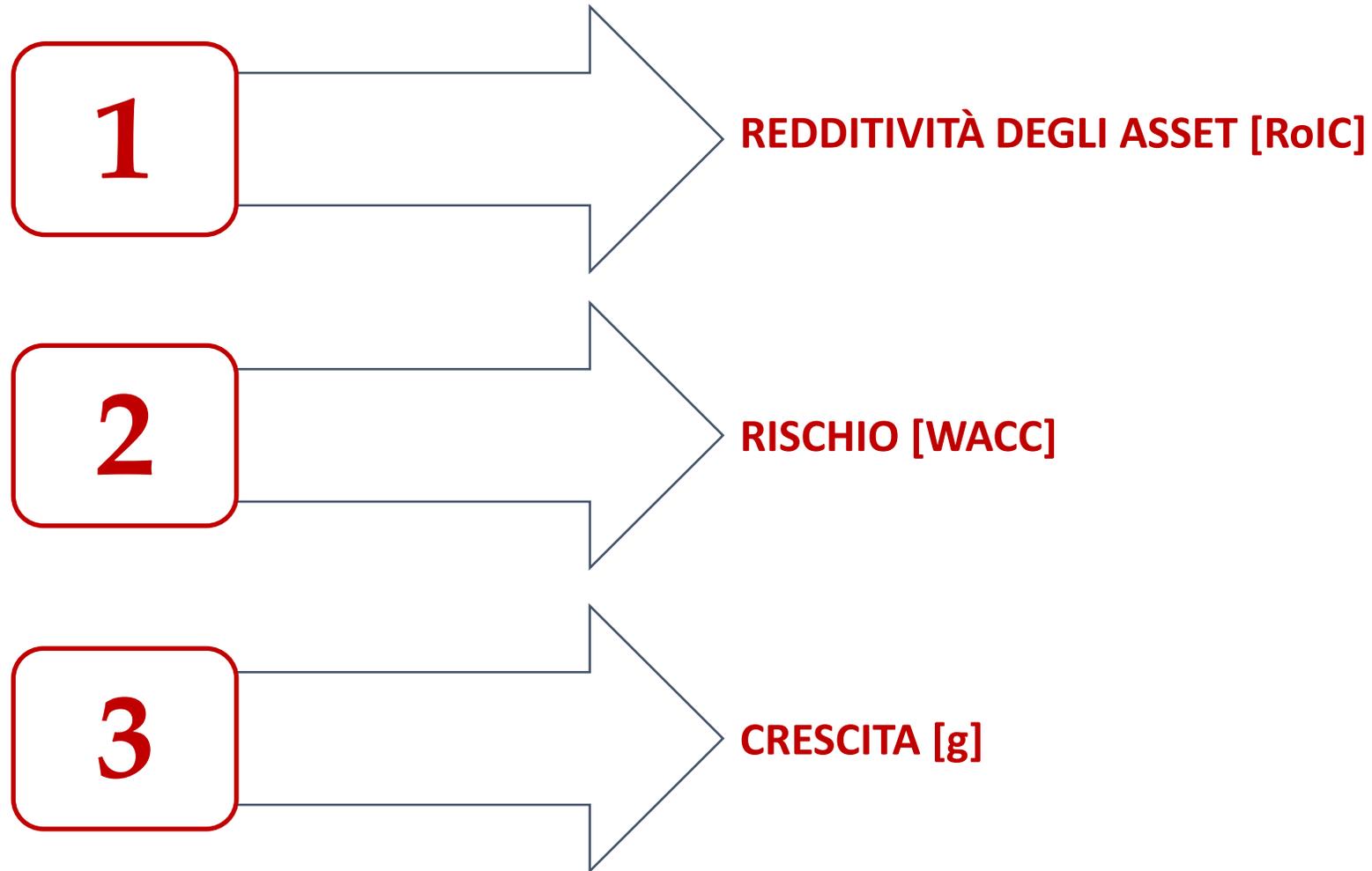
Il dilemma della riconciliazione

Esiste una differenza tra **contabilità** e **valore**, perché:

- EV può essere diverso da IC e,
- Equity Value può essere diverso dal PN



Il multiplo EV / IC: da cosa dipende?



La risposta al dilemma della riconciliazione: il modello Residual Income (RIM)

Il RIM stima l'Enterprise Value come somma di due componenti:

- valore contabile del capital investito (IC)
- valore attuale (*present value*) di tutti i futuri *Residual Income* periodali

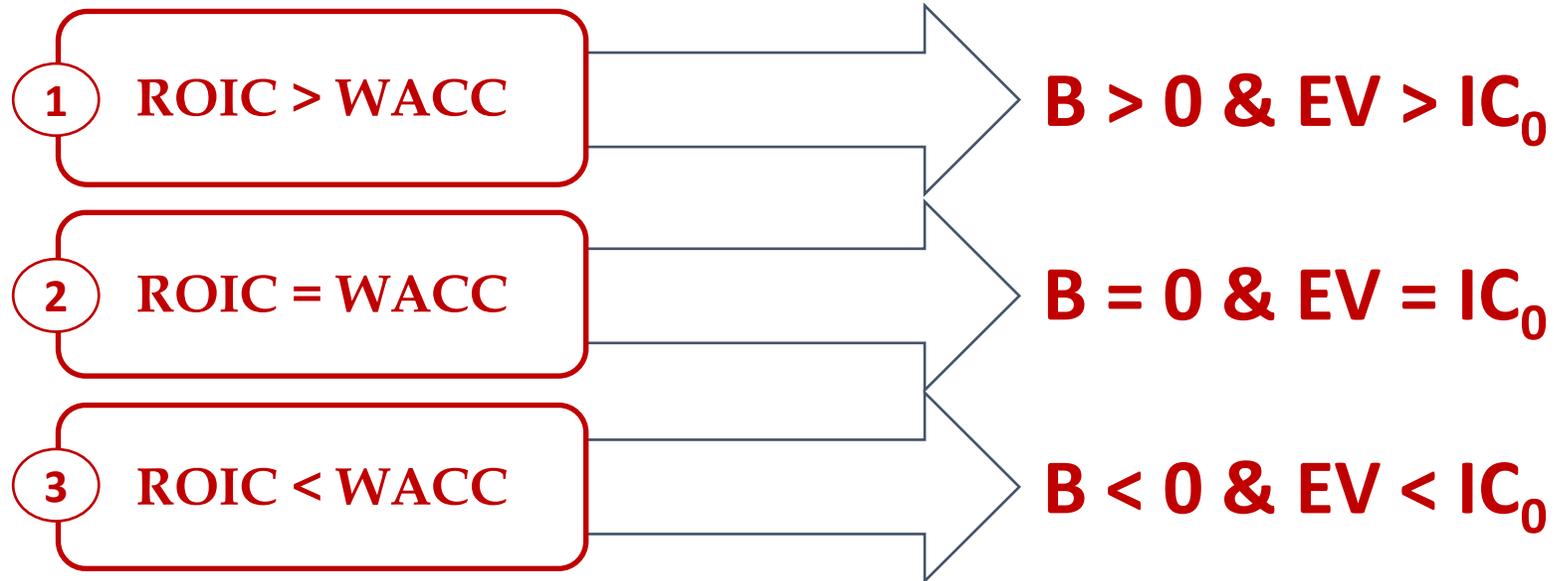
$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1 + WACC)^t} = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (ROIC_t - WACC)}{(1 + WACC)^t}$$

Dove

$$\begin{aligned} RI_t &= NOPAT_t - WACC \times IC_{t-1} = ROIC_t \times IC_{t-1} - WACC \times IC_{t-1} \\ &= IC_{t-1} \times (ROIC_t - WACC) \end{aligned}$$

(segue)

$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1+WACC)^t} = \underbrace{IC_0}_{\text{A}} + \underbrace{\sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (ROIC_t - WACC)}{(1+WACC)^t}}_{\text{B}}$$



LA DIFFERENZA TRA CONTABILITA' E VALORE DIPENDE DAL "RoIC spread"

**Focus sulle aziende virtuose ¹:
Per quanto tempo RoIC sarà superiore al WACC?**

**Supponendo che l'azienda oggetto di valutazione
nell'ultimo anno abbia generato un ROIC superiore al
WACC, per quanto tempo questa condizione potrà essere
rispettata?**

**In altri termini, è possibile che il RoIC spread rimanga
positivo per sempre?**

SI

RoIC Spread prospettico sempre positivo

Quante imprese ricadono in questa condizione? I casi degli oligopolisti USA



Life e Zero non convincono, Coca Cola offre un milione per un nuovo dolcificante

Coca Cola indice un contest per trovare un dolcificante naturale e ipocalorico, nel frattempo rivoluziona la propria offerta di bevande



Per Apple primo calo annuale per ricavi e utili dal 2001

24 ottobre 2016



Per Amazon profitti in calo del 77 per cento

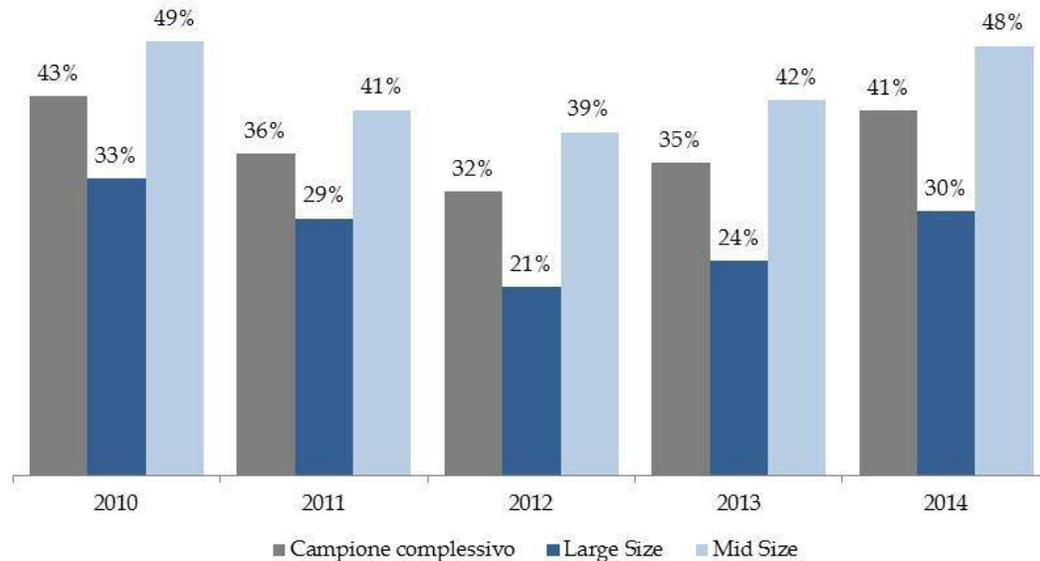
-di Marco Valsania 21 luglio 2017



Focus sulle aziende NON virtuose ³: Il caso delle aziende italiane



Percentuale di società con redditi residuali positivi (2010-2014)*



Media '10-'14 campione complessivo: 37%
Media Large Size '10-'14 : 27%
Media Mid size '10-'14: 44%

(*) Redditi residuali calcolati come differenza tra i NOPAT delle società del campione e il prodotto tra i) il WACC e ii) il Capitale Investito Netto. *Large Size*: società con ricavi superiori a 2 miliardi di Euro. *Mid Size*: società con ricavi compresi tra 500 milioni e 2 miliardi di Euro. Fonte: AIDA, Factset

Nel periodo 2010-2014 in media solo il 37% delle imprese del campione è stato in grado di generare redditi residuali positivi!

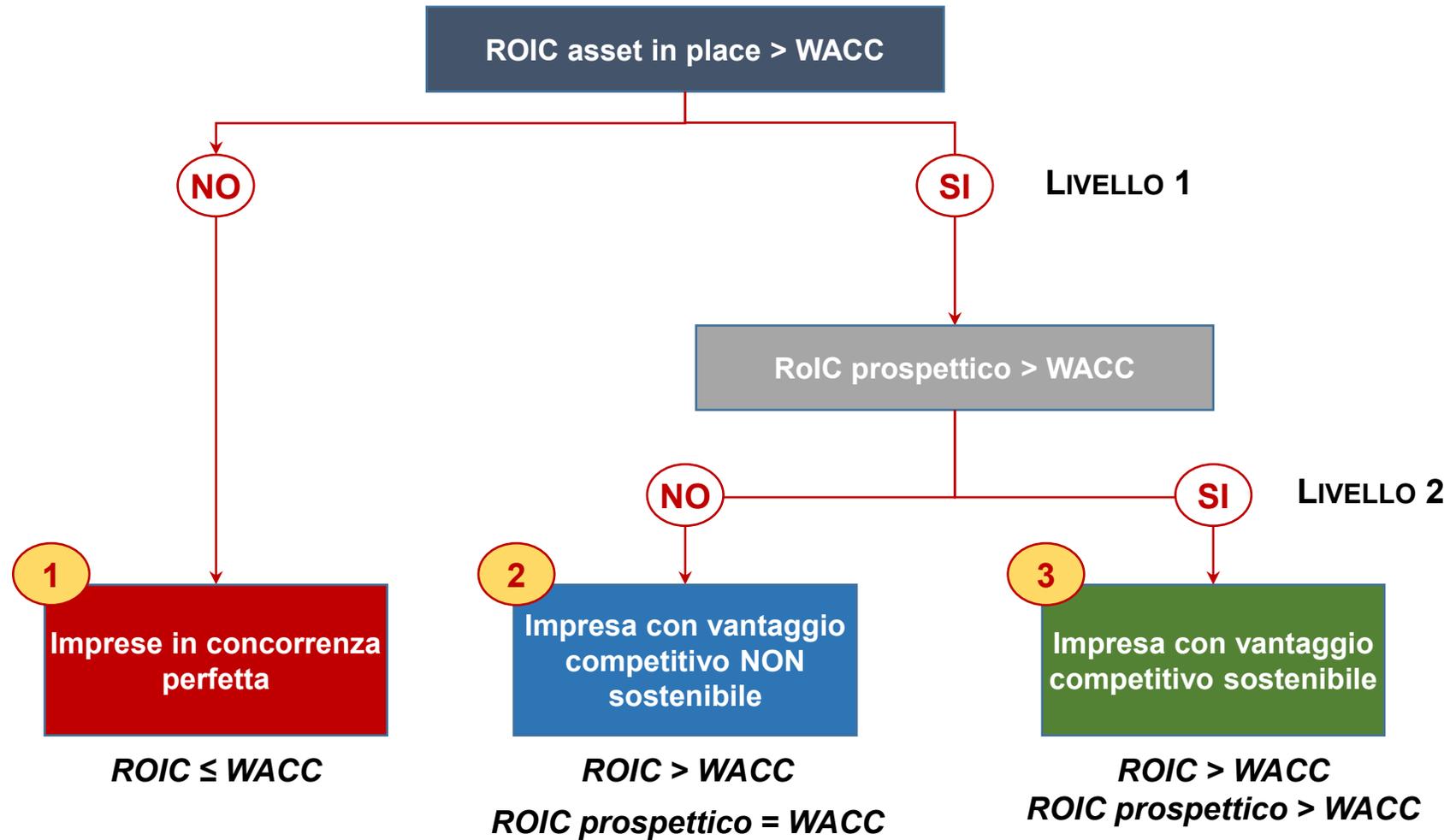
La stessa analisi è stata condotta:

- al 31.12.2015, 31.12.2016 e 31.12.2017 la percentuale di imprese "virtuose" è risultata in media pari al 35% (analisi non riportata per via della disomogeneità del campione utilizzato)

2

**Quando i piani aziendali
sono necessari a fini valutativi?**

Il mondo delle imprese in tre cluster



Il modello RIM per le tre imprese



63% aziende italiane

Imprese in concorrenza perfetta

$ROIC = WACC$

$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (WACC - WACC)}{(1 + WACC)^t} = IC_0$$



37% aziende italiane

Impresa con vantaggio competitivo NON sostenibile

$ROIC > WACC$

$RoIC_3 = WACC$

$$EV = IC_0 + \frac{RI_1}{(1 + WACC)} + \frac{RI_2}{(1 + WACC)^2}$$

Impresa con vantaggio competitivo sostenibile

$ROIC > WACC$

$RoIC\ prosp. > WACC$

$$EV = IC_0 + \frac{RI_1}{WACC - g}$$

Solo in quest'ultima formulazione esiste un TV!

Le **DUE** domande preliminari che un valutatore deve **SEMPRE** porre al management

Quali sono le caratteristiche della target in termini di redditività?

1

La società ha specifici vantaggi competitivi (*if any*) che le permettono di realizzare una redditività (RoIC / RoE) elevata?

NELLA TESTA DEL VALUTATORE

RoIC > WACC?

2

(Se la risposta al punto 1 è affermativa) il vantaggio competitivo è strutturalmente sostenibile nel tempo?

RoIC prospettico > WACC?

Nella maggior parte dei casi:

- a. risposta a 1 è **NO**
- b. Se risposta a 1 è sì, risposta a 2 è **NO**

Per le imprese appartenenti ai cluster 1 e 2, l'utilizzo di complessi modelli DCF basati sull'utilizzo di piani aziendali non sempre è necessario e rischia di essere addirittura dannoso, perché può condurre a indebite sopravvalutazioni dei flussi di cassa prospettici, della redditività e, quindi, del valore d'azienda

3

Le accortezze valutative minime nell'utilizzo dei piani

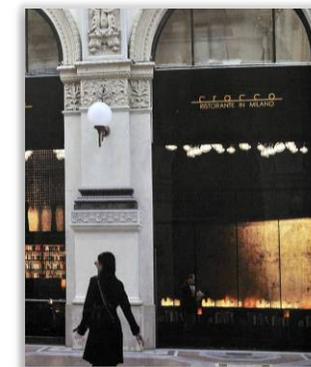
Da cosa dipende il RoIC? E il RoE?

La scomposizione secondo la PRAT formula

$$RoIC = \frac{NOPAT}{Invested\ Capital} = \frac{NOPAT}{Sales} \times \frac{Sales}{Invested\ Capital}$$

NOPAT
Margin

Asset turnover



$$RoE = \overset{+}{RoIC} \times \overset{+}{Leverage} \times \overset{-}{Incidenza\ interessi}$$

$$RoE = \overset{+}{NOPAT\ Margin} \times \overset{+}{Asset\ turnover} \times \overset{+}{Leverage} \times \overset{-}{Incidenza\ interessi}$$

L'errore tipico dell'applicazione di una metodologia DCF

Solitamente le valutazioni basate su metodologie DCF sopravvalutano il valore d'azienda a causa della sovrastima dei flussi di cassa.

Tale errore di sovrastima a sua volta dipende dalla sovrastima di una delle componenti del RoIC, ovvero:

- **SOVRASTIMA DELLA MARGINALITÀ** (EBITDA Margin, EBIT Margin, NOPAT Margin) prospettica;
- Sovrastima dell'indice di asset turnover, a causa di una **SOTTOSTIMA DEGLI INVESTIMENTI PROSPETTICI**

È quindi importante comprendere appieno l'evoluzione delle determinanti del RoIC:

- **Nella STORIA** (ultimi 5-10 anni disponibili)
- **Nel piano** sulla base del quale si basa una valutazione DCF

I due sanity check sugli input dei Piani per evitare errori

- 1 Controllo dell'**evoluzione dello spread RoIC – WACC nel tempo** (storia e prospettico)
 - Il RoIC Spread prospettico è corente rispetto alla storia e alle prospettive dell'azienda?
- 2 **Analisi delle determinanti del RoIC di piano** (PRAT formula): da cosa dipende lo scostamento di redditività di piano? Riesco a giustificare tale scostamento?

Un caso aziendale, CE, RF e SP

(Ammontari in Euro)

Conto Economico	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ricavi	38.3	42.2	45.6	49.1	52.5	55.1	57.9	60.8	63.8
%YoY		10%	8%	7.5%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EBITDA	11.9	12.7	11.9	11.8	13.7	14.3	15.0	15.8	16.6
EBITDA Margin	31%	30%	26%	24%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
D&A	-1.92	-2.11	-2.28	-2.94	-2.10	-2.21	-2.32	-2.43	-2.55
EBIT	10.0	10.5	9.6	8.8	11.6	12.1	12.7	13.4	14.0
EBIT Margin	26%	25%	21%	18%	22%	22%	22%	22%	22%
Interessi	0.3	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Pre-tax Profit	10.2	10.7	9.6	8.7	11.3	11.9	12.6	13.3	14.0
Tax	-3.1	-3.2	-2.9	-2.6	-3.4	-3.6	-3.8	-4.0	-4.2
Utile Netto	7.2	7.5	6.7	6.1	7.9	8.4	8.8	9.3	9.8
Dividendi	5.0	5.2	4.7	4.3	5.5	5.8	6.2	6.5	6.8
Retained profits	2.1	2.2	2.0	1.8	2.4	2.5	2.6	2.8	2.9

(Ammontari in Euro)

Rendiconto Finanziario	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA	11.9	12.7	11.9	11.8	13.7	14.3	15.0	15.8	16.6
Tax su EBIT	-3.0	-3.2	-2.9	-2.6	-3.5	-3.6	-3.8	-4.0	-4.2
Capex	-8.6	-8.3	-7.9	-7.8	-2.8	-3.2	-3.5	-3.5	-3.5
Delta CCN	-0.5	-0.3	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
FCFF	-0.2	0.9	0.5	1.1	7.3	7.4	7.6	8.1	8.7
Interessi (post tax)	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
Rimborso netto di debiti finanziari	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCFE	0.0	1.0	0.5	1.0	7.1	7.2	7.5	8.1	8.7
Dividendi	-5.0	-5.2	-4.7	-4.3	-5.5	-5.8	-6.2	-6.5	-6.8
Delta Cassa	-5.0	-4.3	-4.2	-3.2	1.5	1.4	1.3	1.6	1.8

Un caso aziendale, CE, RF e SP (segue)

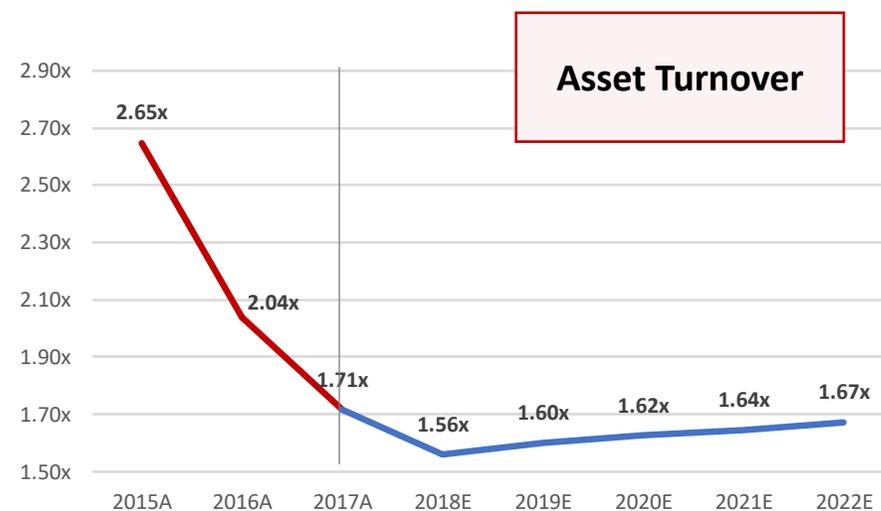
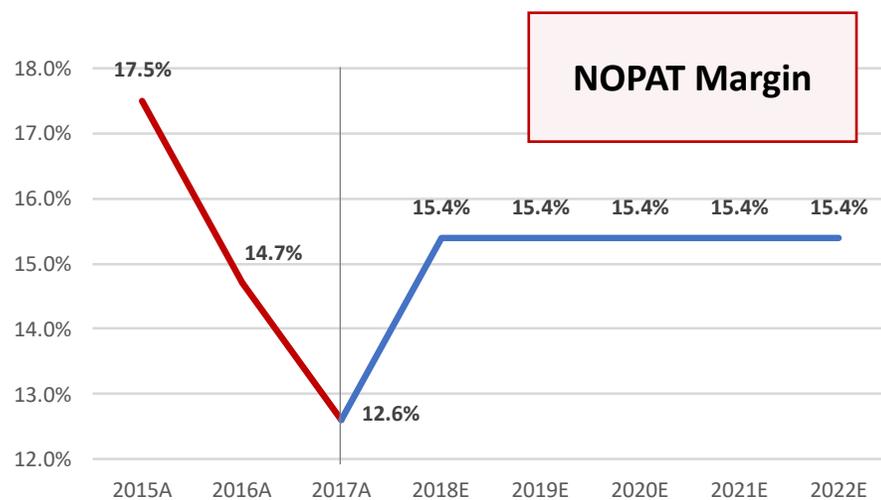
(Ammontari in Euro)

Stato Patrimoniale	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Attivo fisso	4.6	11.3	17.5	23.1	28.0	28.7	29.7	30.9	31.9	32.9
CCN	4.1	4.6	4.9	5.5	5.7	5.8	6.0	6.1	6.2	6.4
Invested Capital	8.7	15.9	22.4	28.6	33.7	34.5	35.6	37.0	38.2	39.3
Posizione Finanziaria Netta	-8.7	-3.6	0.6	4.8	8.0	6.5	5.1	3.8	2.2	0.4
<i>Debiti finanziari</i>	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
<i>Cassa</i>	-18.3	-13.2	-9.0	-4.8	-1.6	-3.1	-4.5	-5.8	-7.4	-9.2
Patrimonio netto	17.4	19.6	21.8	23.8	25.7	28.0	30.5	33.2	36.0	38.9
Totale Passività	8.7	15.9	22.4	28.6	33.7	34.5	35.6	37.0	38.2	39.3

Sanity Check sugli input dei dati di piano

Check n.1: RoIC - WACC	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
RoIC	46.3%	29.9%	21.6%	24.0%	24.6%	25.0%	25.3%	25.7%
WACC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
RoIC - WACC Spread	39.1%	22.7%	14.3%	16.7%	17.3%	17.8%	18.1%	18.5%

				<i>Forecast</i>				
Check n.2: PRAT Formula	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA Margin	30.0%	26.0%	24.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
NOPAT Margin	17.5%	14.7%	12.6%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
Asset Turnover	2.65x	2.04x	1.71x	1.56x	1.60x	1.62x	1.64x	1.67x
RoIC	46.3%	29.9%	21.6%	24.0%	24.6%	25.0%	25.3%	25.7%



Sanity check sugli output: il Residual Income sintetico

Per tutte le imprese con redditività allineata al costo del capitale, il valore calcolato secondo metodologia RIM (asset side) non può che essere allineato al valore contabile (Invested Capital)

L'unico contesto in cui è chiesto uno sforzo valutativo riguarda le imprese con redditività (**RoIC**) superiore al costo del capitale (**WACC**), alla data della valutazione

In questi casi è possibile adottare un duplice approccio:

- 1. APPROCCIO ANALITICO**, che consiste ne: i) l'individuazione analitica di un trend della redditività di lungo periodo e ii) confronto con il costo del capitale (**RIM analitico**) – l'approccio richiede uno sforzo del tutto simile al DCF
- 2. APPROCCIO SINTETICO**, che prevede l'individuazione sintetica di un trend di allineamento della redditività al costo del capitale. Nell'applicazione di tale metodologia, si seguono le seguenti 4 fasi:
 - 1. Assunzione di un Invested Capital costante** (assumendo che gli investimenti siano esclusivamente “di mantenimento”
 - 2. Individuazione di un fading period**, ovvero di un periodo **[0; T]** di riallineamento del RoIC al WACC
 - 3. Calcolo puntuale dei Residual Income nel periodo [0; T]** come prodotto tra il RoIC spread calcolato nel punto 2 e il Capitale investito nel periodo T-1
 - 4. Calcolo del Valore come somma** tra l'Invested Capital alla data della valutazione e i residual income (in valore attuale) calcolati al punto 3

DCF Asset Side sul piano “ottimistico”

(Ammontari in Euro)

Valutazione DCF Asset side	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
FCFF		7.3	7.4	7.6	8.1	8.7
Discount factor		93.2%	86.9%	81.1%	75.6%	70.5%
VA(FCFF)		6.8	6.4	6.2	6.2	6.2
ΣPV(FCFF)	31.6					
Terminal Value - 2 modi per calcolarlo						
1) TV = IC	39.3					
2) Steady state assumption - NOPAT / WACC						
NOPAT = WACC * IC ₂₀₂₂	2.8					
TV	39.3					
PV (TV)	27.7					
EV	59.3					
PFN 2017	8.0					
Equity Value	51.3					
<i>EV / IC implicito</i>		1.76x				
<i>Implied steady state RoIC</i>		12.8%				

Il valore aziendale basato sulla storia: Residual Income sintetico (sanity check sugli output)

Check n.3 - RI sintetico	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
RoIC	21.6%	19.2%	16.8%	14.4%	12.0%	9.6%
WACC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
RoIC - WACC	14.3%	11.9%	9.6%	7.2%	4.8%	2.4%
IC	33.7	33.7	33.7	33.7	33.7	33.7
RI		4.0	3.2	2.4	1.6	0.8
Discount factor		0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
VA(RI)		3.8	2.8	2.0	1.2	0.6
$\Sigma PV(RI)$	10.30					
EV = IC₀ + ΣRI	43.99					
PFN 2017	8.0					
Equity Value	35.9					
<i>EV / IC implicito</i>	<i>1.31x</i>					
<i>Implied steady state RoIC</i>	<i>9.5%</i>					

Censimento dei multipli di transazione di settore...

Transazione	IC	EV	EV / IC
#1	2.6	3.3	1.25x
#2	16.5	18.3	1.11x
#3	17.7	37.2	2.10x
#4	26.3	25.6	0.97x
#5	31.4	23.6	0.75x
#6	74.3	114.5	1.54x
#7	81.6	164.0	2.01x
#8	110.8	85.3	0.77x
#9	115.8	106.5	0.92x
#10	129.1	144.6	1.12x
#11	201.6	199.6	0.99x
#12	218.9	365.5	1.67x
#13	581.6	540.9	0.93x
#14	599.6	707.6	1.18x
#15	629.6	510.0	0.81x
#16	669.8	1,701.2	2.54x
#17	1,011.2	1,223.6	1.21x
Media			1.29x
Mediana			1.12x



Il Corso

Finanza d'impresa

Tecniche e strumenti per la consulenza d'impresa





SAF
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE
DELL'EMILIA ROMAGNA

CORSO DI ALTA FORMAZIONE

Finanza d'impresa

TECNICHE E STRUMENTI PER LA CONSULENZA D'IMPRESA

AREA DI SPECIALIZZAZIONE
"Finanza aziendale"

2021 - 104 ore di lezioni online
2022 - 40 ore lezioni online/56 ore in aula (Reggio Emilia)

SAF Emilia Romagna - Scuola di Alta Formazione fondata dagli ODCEC dell'Emilia Romagna con il contributo scientifico di



www.safemiliaromagna.it

- ▶ **Partenza: 21 aprile 2021**
8-16 ore al mese fino a settembre 2022
- ▶ **Formula online & aula**
2021 – 104 ore online
2022 – 40 ore online/56 ore in aula (Reggio Emilia)
Sessioni online 4 ore con pausa
- ▶ **Crediti formativi**
Assolvimento due trienni
Crediti per revisori
Crediti per materie obbligatorie
- ▶ **Programma ad hoc per il Commercialista**
- ▶ **Faculty** con specifica esperienza didattica e professionale

COORDINAMENTO SCIENTIFICO

Leonardo Adessi

Docente a contratto Università Bocconi di Milano, Investment Director Apeiron Management

Massimiliano Barbi

Professore associato di Finanza aziendale Università di Bologna

Federico Beltrame

Ricercatore in Finanza aziendale Università Cà Foscari di Venezia

Paola Schwizer

Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari Università di Parma

Alessandro Tullio

Dottore commercialista e Revisore legale

DELEGATI COMITATO SCIENTIFICO SAF EMILIA ROMAGNA

Pier Luigi Marchini

Dottore commercialista e Revisore legale, Professore associato di Economia aziendale Università di Parma

Aspro Mondadori

Dottore Commercialista e Revisore legale

Daniela Venturi

Dottore Commercialista e Revisore legale

Innovazione dei contenuti e della metodologia didattica



Esercitazioni in ogni modulo, casistica per ogni lezione



Focus e Tool gestionali



Testimonial



Tutorial

Matematica finanziaria e di statistica

Excel per la finanza



Skill lab

Project management per la professione

Tecniche e strumenti per presentare efficacemente dati e numeri



▶ La metodologia a distanza SAF

Efficacia

% dei partecipanti SAF 2020 che giudica secondo o meglio delle aspettative la DAD con SAF

86%



Interazione garantita

Confronto con i docenti e gli altri partecipanti in diretta

Esercitazioni e casi svolti anche in piccoli gruppi di lavoro e confronto in plenaria



Facilità utilizzo

applicativo DAD SAF
(dati 2020 su oltre 100 lezioni)



Flessibilità

Tutte le lezioni on line sono usufruibili in differita

Le tappe del percorso



Informazioni utili per la partecipazione



IMPEGNO

8-16 ore al mese
200 ore di formazione



DURATA

18 mesi
Dal 21 aprile 2021 al 21 settembre 2022



CREDITI

Crediti FPC Crediti per le materie
obbligatorie
Crediti per Revisori
Possibilità di riporto di crediti
eccedenti al triennio successivo



ATTESTATO FINALE

Rilasciato dal Consiglio Nazionale
80% frequenza obbligatoria



LEZIONI

2021 - 104 ore online
2022 - 40 ore online/56 ore in aula



PARTECIPANTI

Massimo 60

CREDITI

In caso frequenza 80% delle ore > riporto dei crediti eccedenti nel triennio successivo

2021

- assolvimento obbligo formativo triennale 2020 – 2022 relativo alle **materie obbligatorie**
- assolvimento obbligo formativo per gli iscritti all'Albo dei Revisori legali **maturando sia i 10 crediti materie elenco A (caratterizzanti) sia quelli sulle materie B (non caratterizzanti)**

2022

- **n. 8 crediti materie A** (caratterizzanti), validi per gli iscritti all'albo dei Revisori legali
- **n. 24 crediti materie B e C** (non caratterizzanti), validi per gli iscritti all'albo dei Revisori legali

Tale possibilità verrà confermata o meno in base ad eventuali variazioni nel programma MEF per il 2022.



**Per maggiori informazioni e scaricare il
programma completo**

www.safemiliaromagna.it

segreteria@safemiliaromagna.it