

EXPOSURE DRAFT

PIV- PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE

2026



15

16 Sommario

17	INTRODUZIONE.....	8
18	OIV	8
19	Principi Italiani di valutazione*-PIV	8
20	Struttura dei PIV 2025	9
21	Data di applicazione	10
22	LOGICA SEGUITA DA OIV NELLA FORMULAZIONE DEI PIV	11
23	Scopo*	11
24	Principi di Valutazione*	11
25	Sviluppo e revisione dei principi	11
26	Limiti all'applicazione dei principi	11
27	PRINCIPI GENERALI ISPIRATORI DEI PIV	11
28	Etica	11
29	Competenza.....	11
30	Rispetto di principi di valutazione	11
31	Configurazione di valore.....	12
32	Data della valutazione	12
33	Assunzioni e condizioni.....	12
34	Uso finale della stima	12
35	Utilizzatori finali della stima	12
36	Ambito di attività.....	12
37	Identificazione dell'attività oggetto di stima	12
38	Input	12
39	Modello di valutazione	13
40	Relazione di stima	13
41	Carte di lavoro	13
42	Proporzionalità o scalabilità dei principi	13
43	La struttura dei PIV	13
44	GLOSSARIO SINTETICO DEI PIV	15
45	Parte prima LA RETE CONCETTUALE DI BASE ED I PRINCIPI GENERALI.....	24
46	Premessa	24
47	I.1 La valutazione	24

48	I.2	La competenza professionale ed il rispetto dei PIV	25
49	I.3	I requisiti dell'Esperto di valutazione* ed il controllo di qualità	26
50		Requisiti dell'Esperto di valutazione	26
51		Controllo di qualità	26
52	I.4	Tipologie di valutazione	27
53		Origine e natura della valutazione	27
54		Valutazione	27
55		Parere di congruità finanziaria (fairness opinion)	28
56		Revisione del lavoro di altro Esperto di valutazione (valuation review)	28
57		Valutazioni complesse	28
58	I.5	La base informativa	29
59	I.6	Le configurazioni di valore	31
60		Valore di mercato	31
61		Canone di mercato (affitto)	33
62		Valore normale di mercato	34
63		Valore d'investimento	34
64		Valore negoziale equitativo	35
65		Valore convenzionale	35
66		Valore di liquidazione	35
67		Valore intrinseco	37
68		Valore di estinzione e valore di adempimento (di passività)	37
69		Valori in atto o valori potenziali	38
70		Valore sinergico e valore speciale	38
71	I.7	Prospettive di valutazione (partecipanti al mercato o specifico partecipante)	38
72	I.8	La Data della valutazione	39
73	I.9	L'unità di valutazione	39
74	I.10	Presupposti della valutazione	40
75	I.12	Costi di negoziazione	41
76	I.13	Fiscalità	41
77	I.14	Approcci di valutazione	41
78		Approccio di mercato (<i>market approach</i>)	43
79		Approccio del reddito (<i>income approach</i>)	44
80		Approccio del costo* (<i>cost approach</i>)	45
81	I.15	Modelli valutativi	46
82	I.16	Documentazione e relazione di valutazione	47
83	I.17	Premi e sconti	47

84	I.18	Tassi di sconto	48
85		Tasso di sconto e periodo di riferimento	50
86		Metodi e modelli per l'attualizzazione aggiustata per il rischio (<i>Risk-Adjusted Discounting</i>).....	50
87		Metodi e modelli per l'attualizzazione dell'equivalente certo (<i>Discounted Certainty Equivalent</i>)	51
88		Metodi di valutazione* ibridi	51
89		Parte seconda L'Attività* DELL'ESPERTO DI VALUTAZIONE* DI VALUTAZIONE	52
90		Premessa	52
91	II.1	La condotta professionale	52
92	II.2	L'incarico	53
93	II.3.	Lo svolgimento dell'incarico	54
94	II.4	La relazione di stima.....	54
95	II.5	Le carte di lavoro	55
96		Parte terza SPECIFICHE ATTIVITA'	57
97	III.1	La valutazione* delle aziende e dei rami di azienda	57
98		Premessa	57
99		Aspetti generali.....	58
100		Gli approcci di valutazione	59
101		La valuta di riferimento	60
102		I flussi prospettici.....	60
103		Le valutazioni di tipo patrimoniale	62
104		Le valutazioni reddituali	63
105		Le valutazioni che esplicitano la creazione di valore	64
106		Le valutazioni di tipo finanziario	64
107		Le valutazioni comparative di mercato.....	65
108		La sintesi valutativa.....	65
109		La scelta dei tassi di attualizzazione nelle valutazioni di aziende o di rami di azienda	66
110		Attività accessorie (<i>Redundant o Surplus asset</i>)	67
111		Valore del debito ai fini della stima del valore* dell' <i>equity</i>	68
112		Valore dell' <i>equity pre-money</i>	68
113	III.2	La valutazione di aziende in particolari contesti	68
114		La valutazione di società quotate	68
115		La valutazione di società non quotate.....	69
116		La valutazione di imprese di differenti dimensioni	69
117		La valutazione di imprese in crisi.....	69
118	III.3	Interessenze partecipative.....	70
119	III.4	Premi e sconti nella valutazione* di azienda e di Interessenze partecipative	74

120	III.5	L'allocazione del valore dell' <i>equity</i> a titoli azionari di diversa specie.....	76
121	III.6	Beni immateriali.....	77
122		Approccio del costo	79
123		Approccio del reddito	79
124		Approccio di mercato	81
125		Tassi di sconto	81
126		Benefici fiscali legati all'ammortamento	82
127		Vita utile delle relazioni di clientela	82
128	III.7	Impianti, macchinari e infrastrutture.....	83
129		Premessa	83
130		Raggruppamenti di beni	83
131		Definizioni di costo	84
132		Valore di mercato	85
133		Liquidazione	85
134		Altre configurazioni di valore	86
135		Approcci di valutazione	86
136		Approccio del costo	87
137		Approccio di mercato	87
138		Approccio del reddito	87
139		Deprezzamento	88
140	III.8	Immobili	90
141		Premessa.....	90
142		Identificazione dell'attività	91
143		Configurazioni di valore.....	91
144		Approcci di valutazione	92
145		Approccio di mercato	92
146		Approccio del reddito	92
147		Approccio del costo	94
148		La valutazione degli immobili destinati a specifiche attività* commerciali (<i>"trade related property"</i>)..	94
149		Sopralluoghi ed indagini	95
150		Portafogli o gruppi di immobili	95
151		Altre configurazioni di valore*	95
152		Casi particolari.....	96
153	III.9	Strumenti finanziari.....	96
154		Aspetti generali	96
155		Input	99

156	Rischio di credito e di controparte	99
157	Liquidità	100
158	Titoli azionari in presenza di strutture finanziarie semplici.....	101
159	Titoli azionari in presenza di strutture finanziarie complesse.....	101
160	Contratti derivati	102
161	Contratti a termine	102
162	Interest Rate Swap (IRS)	102
163	Contratti di opzione	103
164	Stock option e warrant	104
165	III.10 Passività, passività non finanziarie e passività potenziali.....	104
166	Premessa	104
167	Passività con attività corrispondenti	105
168	Passività senza attività corrispondenti.....	105
169	Parte quarta APPLICAZIONI PARTICOLARI	107
170	IV.1 Valutazioni di acquisizione, di cessione e di fusione.....	107
171	Premessa	107
172	Aspetti generali	107
173	IV.2 Le valutazioni legali	108
174	Premessa	108
175	Le peculiarità valutative	108
176	IV.3 Gli aumenti di capitale	110
177	Premessa	110
178	Le peculiarità valutative	110
179	IV.4 Fusioni e scissioni.....	111
180	Premessa	111
181	Le peculiarità valutative	112
182	IV.5 Conferimenti e trasformazioni	113
183	Premessa	113
184	Le peculiarità valutative	114
185	IV.6 Recesso.....	114
186	Recesso da S.p.A. o S.A.p.A.....	114
187	Le peculiarità valutative	115
188	Recesso da S.r.l.....	115
189	Le peculiarità valutative	115
190	IV.7 Le valutazioni a fini di bilancio	116
191	Premessa	116

192	La competenza professionale	117
193	La base informativa e le configurazioni di valore	117
194	Tipologia di incarico	118
195	Le peculiarità valutative	118
196	Approcci e metodi di valutazione	118
197		
198		

BOLZA

199 INTRODUZIONE

200 OIV

201 OIV - Organismo Italiano di Valutazione* è una fondazione indipendente senza scopi di lucro
202 promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, CNDCEC, Università L. Bocconi con la finalità di (art. 3
203 statuto):

- 204 a) predisporre e mantenere aggiornati principi di valutazione* per la redazione di perizie,
205 *fairness opinion** ed analisi economiche, attraverso un processo in grado di garantire il
206 pubblico interesse ed una elevata qualità;
- 207 b) elaborare attraverso un processo trasparente e di ampia consultazione e revisione con gli
208 stakeholders guide applicative e best practices in relazione ai principi di cui al punto a);
- 209 c) divenire lo standard setter di riferimento per gli stakeholders, tra cui gli esperti di
210 valutazione*, gli utilizzatori delle valutazioni, le Autorità di Vigilanza, il Legislatore, gli
211 omologhi enti esteri ed internazionali, gli standard setter contabili nazionale ed internazionale;
- 212 d) partecipare – svolgendo un ruolo attivo di impulso e di collaborazione al processo di
213 formazione dei principi di valutazione* internazionali e delle guide applicative e delle best
214 practices emanate da standard setter esteri che si ispirano al medesimo *conceptual framework*
215 dei principi di valutazione* internazionali e/o domestici;
- 216 e) favorire la conoscenza dei principi di valutazione* nazionali ed internazionali;
- 217 f) promuovere la cultura valutativa nel Paese tramite l’emanazione di documenti e ricerche in
218 materia, nonché mediante l’organizzazione di convegni, seminari e incontri di studio;
- 219 g) offrire collaborazione al Legislatore ed alle Autorità di Vigilanza nell’emanazione di
220 normative e di regolamenti che riguardino valutazioni anche mediante l’emissione di pareri al
221 Parlamento e al Governo.

222 OIV è ente sponsor dell’IVSC (*International Valuation Standard Council*, lo standard setter
223 internazionale nel campo delle valutazioni).

224 Principi Italiani di valutazione*-PIV

225 OIV è una fondazione promossa da associazioni professionali ed enti e pertanto non è una
226 associazione professionale. OIV non *può* imporre l’utilizzo dei Principi Italiani di Valutazione* (PIV)
227 ai suoi associati. Tuttavia poiché la finalità di OIV è servire il pubblico interesse nel campo delle
228 valutazioni, accrescendo la fiducia nei confronti dell’attività* di valutazione*, OIV ritiene che i PIV
229 definiscano i principi utili a garantire gli utilizzatori finali* delle valutazioni (che non
230 necessariamente coincidono con i committenti) della affidabilità delle valutazioni stesse ed auspica
231 che le associazioni professionali promotrici di OIV promuovano presso i propri associati
232 l’applicazione dei PIV e che i singoli esperti non aderenti ad associazioni professionali o aderenti ad
233 associazioni professionali che non sono promotrici di OIV aderiscano su base volontaria ai PIV nello
234 svolgimento del proprio incarico di valutazione*.

235 L’adesione ai PIV (che deve essere dichiarata nella relazione di valutazione*) richiede due altre
236 condizioni:

- 237 a) che l’Esperto di valutazione* aderisca (sempre su base volontaria) anche al *Code of Ethical*
238 *Principles for Professional Valuers* emanato dall’IVSC nel dicembre 2011 o al codice etico
239 della categoria professionale di appartenenza;

240 b) che l'Esperto di valutazione* dichiara la propria competenza relativamente all'oggetto ed allo
241 Scopo* della valutazione* stessa.

242 Solo se queste tre condizioni (rispetto dei PIV; comportamento etico; competenza professionale) sono
243 soddisfatte, i principi possono garantire valutazioni affidabili e di buona qualità, svolte in forma
244 obiettiva, non distorta e competente.

245 OIV ritiene che i PIV possano costituire un punto di riferimento anche per le Autorità di Vigilanza,
246 per i Giudici e per il Legislatore.

247 I principi identificano le prescrizioni che l'Esperto di valutazione* deve rispettare per poter dichiarare
248 che la valutazione* compiuta sia conforme ai PIV. I PIV contengono anche prescrizioni non
249 obbligatorie, ma che l'Esperto di valutazione* deve comunque valutare se appropriate allo specifico
250 contesto o finalità della valutazione*.

251 Se l'Esperto di valutazione* dichiara di aver adottato i PIV deve aver rispettato le prescrizioni
252 obbligatorie -identificati nel testo dei principi dal termine (l'Esperto di valutazione*) "deve" - fatti
253 salvi i casi in cui disposti di legge, norme e regolamenti non dispongano diversamente.

254 **Struttura dei PIV 2025**

255 I PIV 2025 assumono una forma diversa rispetto alla edizione precedente 2015.

256 I PIV 2015 riportavano oltre ai principi di valutazione* (in grassetto e numerati in successione per
257 ciascuna parte), le premesse, i commenti, gli esempi, le appendici ed il glossario, cui era affidato il
258 compito di chiarire meglio i contenuti dei principi pur non essendo parte dei principi stessi e quindi
259 non vincolanti (*non-authoritative*). La forma dei PIV 2015 ha creato confusione fra gli utilizzatori
260 dovuta alla non chiara distinzione fra ciò che fosse principio (*authoritative*) e ciò che non lo fosse
261 (*non authoritative*).

262 Ai fini di maggiore chiarezza i PIV 2025 hanno adottato una diversa struttura.

263 Nei PIV 2025:

- 264 • il testo dei principi è separato dai commenti, dagli esempi e dalle appendici che sono confluiti
265 in fascicolo separato denominato "razionale dei principi" (*basis for conclusion*). Grazie a
266 questa separazione *dovrebbe* risultare più chiara la distinzione fra principi (*authoritative*) e
267 loro razionale (*non authoritative*);
- 268 • il testo dei principi è accompagnato da premesse e da un glossario sintetico che definisce il
269 significato dei termini più utilizzati nei principi stessi. Il razionale dei principi riporta per
270 ciascun principio un commento ed eventuali esempi. La numerazione dei commenti è la
271 medesima dei principi. Tutti i principi hanno un commento. I commenti: (i) non sono principi,
272 si limitano a fornire una spiegazione del principio; (ii) non hanno contenuto obbligatorio, né
273 sono esaustivi di tutti i fatti e le circostanze che possono riguardare l'applicazione dello
274 specifico principio.

275 Il razionale dei principi (fascicolo separato) contiene oltre ai commenti la spiegazione delle logiche
276 che hanno portato a definire il principio. Il razionale dei principi (fascicolo separato) contiene anche
277 un glossario più esteso di termini tecnici, acronimi e simboli specificamente pensato per lettori non
278 tecnici dei PIV.

279 L'adesione ai PIV presuppone pertanto il rispetto dei principi di valutazione* (e non del "razionale
280 dei principi" che funge solo da guida illustrativa del razionale sottostante ai principi)). I principi

281 stabiliscono cosa l'Esperto di valutazione* *deve, dovrebbe* o *può* compiere per svolgere una
282 valutazione* credibile. La valutazione* richiede comunque una significativa dose di giudizio
283 professionale*, la cui qualità è funzione della capacità dell'Esperto di valutazione* di rappresentare
284 in forma non distorta e completa le scelte compiute.

285 Le tecniche valutative evolvono e con esse le best practices ed i principi di valutazione*. I principi
286 verranno rivisti periodicamente (per aggiornamenti e integrazioni) per consentire anche un
287 adeguamento agli IVS (*International Valuation Standards*) dei quali i PIV condividono il *conceptual*
288 *framework*. I PIV 2025 sono aggiornati agli IVS 2024.

289 Con specifico riguardo alle configurazioni di valore previste dai PIV si segnalano le seguenti
290 corrispondenze con gli IVS:

Piena corrispondenza	
PIV	IVS
Valore di mercato	Market value
Canone di mercato (affitto)	Market rent
Valore negoziale equitativo	Equitable value
Valore d'investimento	Investment value
Valore sinergico	Synergistic value
Valore di liquidazione	Liquidation value
Non definiti dagli IVS (ma non esclusi)	
PIV	IVS
Valore normale di mercato	
Valore intrinseco	
Valore convenzionale	
Non definiti dagli IVS perché di uso corrente in ambito internazionale, ma introdotti dai PIV per chiarezza	
PIV	IVS
Valore di adempimento di passività	Fulfilment value
Valore di estinzione di passività	Discharge value

291
292 I PIV rispondono all'esigenza di disporre di principi che riflettano al meglio la cultura, la prassi
293 operativa, il contesto economico, regolamentare e giuridico italiano. In linea di principio un Esperto
294 di valutazione* incaricato di svolgere una stima in ambito giurisdizionale italiano *dovrebbe* adottare
295 i PIV e non limitarsi a aderire agli IVS, senza adeguata spiegazione.

296 **Data di applicazione**

297 I PIV esprimono le conoscenze, le best practices, le tecniche di valutazione* correnti alla data in cui
298 sono stati formulati. OIV ritiene del tutto inappropriata un'applicazione retrospettiva dei PIV. In
299 nessun modo i PIV 2025 possono essere considerati principi di valutazione* applicabili in revisioni
300 di valutazioni effettuate in periodi precedenti alla data di loro applicazione (30 giugno 2026).

301 Inoltre, i PIV richiedono tempo per essere analizzati, compresi e tradotti in prassi operative da parte
302 degli esperti. Per evitare che i PIV entrino in vigore senza un tempo adeguato al loro studio e per la
303 loro corretta implementazione o che entrino in vigore durante lo svolgimento di incarichi di
304 valutazione*, la loro adozione (30 giugno 2026) è posticipata rispetto alla loro pubblicazione. I PIV
305 possono naturalmente essere applicati anticipatamente (*early adoption*) su base volontaria.

306

307 **LOGICA SEGUITA DA OIV NELLA FORMULAZIONE DEI PIV**

308 **Scopo**

309 Lo scopo dei principi di valutazione consiste nello stabilire le prescrizioni appropriate per promuovere
310 la fiducia degli utilizzatori finali* e dei committenti sulla qualità delle valutazioni di azienda, di beni
311 intangibili, di strumenti finanziari, di impianti e macchinari, di immobili e di passività di diversa
312 natura. La finalità dei principi di valutazione* consiste nel ridurre la dispersione delle stime di valore*
313 di una stessa attività* compiute da valutatori dotati di una stessa competenza e rispettosi di uno stesso
314 codice etico. La credibilità della valutazione* compiuta dall'Esperto di valutazione* seguendo i PIV
315 presuppone che quest'ultimo disponga di adeguata competenza ed esperienza e rispetti un codice
316 etico di comportamento nello svolgimento del proprio incarico.

317 **Principi di Valutazione***

318 I principi debbono fissare regole o principi generali. I PIV fissano i principi generali che l'Esperto di
319 valutazione* *deve, dovrebbe o può* applicare per giungere ad una credibile opinione di valore*.

320 **Sviluppo e revisione dei principi**

321 I principi sono creati e rivisti attraverso un processo trasparente di consultazione pubblica (*due*
322 *process*).

323 **Limiti all'applicazione dei principi**

324 Divergenze nella applicazione dei principi dovute all'applicazione di leggi, di norme o di regolamenti
325 anche in conflitto con i principi generali sono consentiti nello specifico contesto cui si riferiscono.

326 **PRINCIPI GENERALI ISPIRATORI DEI PIV**

327 **Etica**

328 L'Esperto di valutazione* *deve* rispettare i principi etici di integrità, obiettività, imparzialità,
329 confidenzialità, competenza e professionalità per promuovere e preservare la fiducia degli utilizzatori
330 finali* e dei committenti della valutazione*.

331 **Competenza**

332 L'Esperto di valutazione* *deve* disporre delle conoscenze, delle competenze tecniche e delle capacità
333 richieste per svolgere appropriatamente la valutazione*. L'Esperto di valutazione* *deve* comprendere
334 la portata, le limitazioni, le ipotesi sottostanti, la natura degli input dei modelli di valutazione* di cui
335 fa uso.

336 **Rispetto di principi di valutazione***

337 Qualunque valutazione* per essere credibile *deve* rispettare dei principi di valutazione*. A solo titolo
338 di esempio, oltre ai PIV, altri principi di valutazione* diffusi sono gli IVS, i RICS, gli IPEV, ecc. La
339 scelta dei principi è funzione di molti diversi elementi, quali ad esempio: l'attività* da valutare, la
340 giurisdizione di riferimento, la finalità della valutazione*. Valutazioni che non sono conformi a
341 nessun corpo di principi di valutazione* per le limitazioni poste dal committente*, per scelta
342 dell'Esperto di valutazione* o per qualunque altra ragione potrebbero giungere ad un giudizio di

343 valore* significativamente diverso da quello che si sarebbe ottenuto se si fossero stati applicati i
344 principi.

345 **Configurazione di valore***

346 Una stessa attività* o passività oggetto di valutazione* *può* assumere un valore* diverso in relazione
347 alla Configurazione di valore* di riferimento. L'Esperto di valutazione* *deve* descrivere o citare (con
348 rimando ai principi) la Configurazione di valore* di riferimento adottata ai fini della stima. L'Esperto
349 di valutazione* *può* svolgere una valutazione* coerente con i PIV anche se la Configurazione di
350 valore* stimata non è fra quelle riportate dai PIV. L'Esperto di valutazione* è responsabile della
351 coerenza fra la Configurazione di valore* stimata e la finalità della valutazione*.

352 **Data della valutazione***

353 Il valore* di un'attività* cambia nel corso del tempo. L'Esperto di valutazione* *deve* indicare la data
354 alla quale si riferisce la stima (Data della valutazione*), la data della relazione di valutazione* e la
355 data cui si riferisce l'informazione raccolta ai fini della stima. La Data della valutazione* definisce
356 l'informazione conosciuta e conoscibile di cui si *può* far uso per la stima.

357 **Assunzioni e condizioni**

358 L'Esperto di valutazione* *deve* esporre in modo chiaro, trasparente ed accurato le assunzioni (ipotesi)
359 formulate e le condizioni specifiche definite dall'incarico che possono influenzare i risultati della
360 stima.

361 **Uso finale* della stima**

362 L'Esperto di valutazione* *deve* indicare in modo chiaro, trasparente ed accurato quale sia l'uso
363 finale* della stima di cui è stato incaricato ed essere consapevole di come la valutazione* possa
364 influenzare le decisioni degli utilizzatori finali* della stima.

365 **Utilizzatori finali* della stima**

366 L'Esperto di valutazione* *deve* identificare in modo chiaro, trasparente ed accurato chi siano gli
367 utilizzatori finali* della stima di cui è stato incaricato.

368 **Ambito di attività***

369 L'Esperto di valutazione* *deve* identificare, compiere ed illustrare le attività* che ha dovuto svolgere,
370 in relazione all'incarico ricevuto, per fornire una stima credibile.

371 **Identificazione dell'attività* oggetto di stima**

372 L'Esperto di valutazione* *deve* identificare ed esporre in modo chiaro, trasparente ed accurato
373 l'attività* oggetto di stima.

374 **Input**

375 Una stima credibile presuppone che l'Esperto di valutazione* faccia uso di input appropriati. Gli input
376 sono costituiti da dati, dagli aggiustamenti ai dati (filtri, normalizzazioni, ecc.) e dalle assunzioni
377 coerenti con l'attività* da valutare, con lo Scopo* della valutazione* e con la Configurazione di
378 valore* ricercata.

379 **Modello di valutazione***

380 L'Esperto di valutazione* è responsabile del modello di valutazione* prescelto, ossia della
381 appropriata implementazione dei metodi di valutazione* selezionati o identificati nell'incarico.

382 **Relazione di stima**

383 L'Esperto di valutazione* *deve* comunicare le analisi, le assunzioni, le opinioni e la conclusione della
384 valutazione* in forma chiara, trasparente, accurata ed utile agli utilizzatori finali* anche al fine di
385 comprendere come si è controllato il rischio valutativo* e quale sia l'incertezza del valore* stimato.

386 **Carte di lavoro**

387 L'Esperto di valutazione* *deve* mantenere copia delle carte di lavoro e delle analisi svolte per un
388 periodo appropriato dopo l'assolvimento dell'incarico.

389 **Proporzionalità o scalabilità dei principi**

390 I principi possono essere applicati nella valutazione* di attività* di qualunque dimensione ed in
391 qualunque contesto. Ad esempio, possono essere applicati nella valutazione* di aziende di piccola o
392 piccolissima dimensione, in quanto la prescrittività dei principi è stata graduata su tre livelli
393 identificati dai termini “*deve*”, “*dovrebbe*”, “*può*” il cui significato è riportato nel glossario dei
394 principi. I principi possono essere applicati anche in situazioni in cui l'Esperto di valutazione* ha una
395 oggettiva limitazione all'informazione in relazione alla dimensione dell'azienda o del bene da
396 valutare, quando altro Esperto di valutazione* con normale diligenza professionale non avrebbe avuto
397 accesso ad altra informazione (c.d. limitazione oggettiva). L'Esperto di valutazione* *deve* indicare le
398 limitazioni oggettive incontrate nella costruzione della base informativa*.

399 **La struttura dei PIV**

400 I PIV si compongono di quattro parti dedicate a:

401 Parte Prima: La rete concettuale e i principi generali

402 La prima parte fornisce i principi generali comuni alla valutazione* di qualunque attività*, per
403 qualunque finalità. La rete concettuale stabilisce i requisiti di obiettività, giudizio, competenza e
404 deviazioni consentite dai PIV ed i principi generali identificano: (i) la base informativa*, i modelli di
405 valutazione* e la documentazione (ii) le configurazioni di valore*, gli approcci valutativi e le logiche
406 sottostanti alle valutazioni; (iii) come utilizzare premi e sconti ed i tassi di sconto nelle valutazioni.

407 Parte seconda: L'attività* dell'Esperto di valutazione*

408 La seconda parte fornisce i principi che definiscono i contenuti dell'incarico, del processo di stima,
409 della relazione di stima e le carte di lavoro.

410 Parte terza: Specifiche attività*

411 La terza parte fornisce i principi relativi alla valutazione* di specifiche categorie di attività*. Questi
412 principi costituiscono la necessaria congiunzione fra i principi generali della prima parte e le
413 peculiarità proprie delle specifiche attività*. La parte identifica anche i metodi di valutazione*
414 coerenti con gli approcci valutativi generali più in uso nella valutazione* di specifiche attività*.

415 Parte quarta: Applicazioni particolari

416 La parte fornisce i principi relativi alla valutazione* per specifici scopi (es. bilancio) o operazioni
417 societarie (acquisizioni, fusioni, scissioni, conferimenti, aumenti di capitale, recesso). Questi principi
418 costituiscono la necessaria congiunzione fra i principi generali della prima parte e le specificità degli
419 scopi o delle operazioni societarie con particolare attenzione alla loro sostanza economica.

420 L'Esperto di valutazione* non *deve* limitarsi a considerare i principi relativi alla specifica attività*
421 oggetto di valutazione*, perché i principi sono strutturati in modo da completarsi vicendevolmente. I
422 principi della parte prima sono principi generali che valgono per tutte le valutazioni. I principi della
423 parte seconda riguardano la relazione fra l'incarico e la valutazione* che l'Esperto di valutazione*
424 *deve* compiere. I principi della parte quarta riguardano specifiche tipologie di incarico.

425 *****

426 Il testo dei PIV riporta:

- 427 • in corsivo i termini: *deve*, *dovrebbe* e *può* oltre ai termini in lingua inglese
- 428 • con un asterisco i termini contenuti nel glossario sintetico

429 Inoltre all'inizio di ciascuna parte o sezione è riportata una premessa (*non-*
430 *authorative*)

431 *****

432

GLOSSARIO SINTETICO DEI PIV

Il glossario sintetico definisce i termini più usati nei PIV. Le definizioni riportate nel glossario sono applicabili solo nel contesto dei PIV e non hanno necessariamente applicazione di portata generale. I termini riportati in questo glossario, figurano in corsivo nel testo dei principi. Questo permette al lettore di riferirsi sempre al glossario per una migliore comprensione dei principi.

Termini

Approccio valutativo*

L'approccio valutativo* esprime il principio economico su cui si basa la stima del valore* di un'attività*. Gli approcci valutativi sono tre: di mercato, del reddito e del costo*. I tre approcci si basano su altrettanti principi economici: il principio del prezzo* di equilibrio secondo cui nessun operatore razionale riconoscerebbe per un'attività* un prezzo* diverso da quello realizzabile sul mercato per la stessa attività* o per attività* simili, tenuto delle rispettive differenze; il principio dell'anticipazione dei benefici secondo cui nessun operatore razionale riconoscerebbe per un'attività* un valore* diverso dal valore* attuale dei benefici attesi dall'attività* stessa; il principio della sostituzione secondo cui nessun operatore razionale riconoscerebbe per un'attività* un valore* diverso dal costo* necessario a riprodurla alla Data della valutazione*. A ciascun approccio fanno riferimento più metodi di valutazione*. I tre approcci possono condurre a risultati differenti, in quanto prezzo*, valore* e costo* di un'attività* possono differire.

Assunzione (*assumption*)*

Nel contesto di una valutazione è una supposizione ragionevole data per vera. Una supposizione può dirsi ragionevole quando anche un terzo esperto formulerebbe un'analoga ipotesi fondandosi su una base informativa completa. L'assunzione può riguardare fatti, condizioni o situazioni relative all'oggetto della valutazione. L'esperto di valutazione è chiamato a valutare la ragionevolezza delle ipotesi, ovvero la ragionevolezza di accettarle per vere. Le assunzioni possono avere diverso impatto sulla stima o riguardare condizioni particolari. Con riguardo al primo tipo di assunzioni si identificano le assunzioni rilevanti e le assunzioni sensibili. Con riguardo al secondo tipo di assunzioni si identificano le assunzioni ipotetiche e le assunzioni speciali.

Assunzione ipotetica (*hypothetical assumption*)*

L'assunzione ipotetica è una particolare tipologia di assunzione che riguarda un fatto o una condizione non ancora verificatasi di cui si considera l'effetto come se la condizione fosse già manifestata. Ad esempio, un'assunzione ipotetica può riguardare la sottoscrizione di un aumento di capitale ancora da realizzare, oppure la cessione di parte di un business che si assume di realizzare ad un determinato prezzo, oppure la valutazione di un immobile affittato, come se fosse libero.

Assunzione rilevante (*key assumption*)*

Ipotesi che ha un peso notevole sul risultato finale.

Assunzione sensibile (*sensitive assumption*)*

Ipotesi per la quale vi è un'elevata probabilità di variazioni e che può incidere in modo rilevante sul risultato finale (ad esempio ipotesi che anticipano condizioni significativamente diverse da quelle correnti).

Assunzione speciale (*special assumption*)*

473 Ipotesi che un normale operatore partecipante al mercato non formulerebbe alla data della
474 valutazione.

475

476

477 **Attività***

478 Per facilitare la leggibilità dei PIV ed evitare ripetizioni, il termine “attività*” indica i diversi possibili
479 oggetti di valutazione* (aziende, rami di azienda, intangibili, strumenti finanziari, impianti e
480 macchinari, immobili e passività di qualunque specie). A meno che non espressamente specificato il
481 termine attività* identifica anche gruppi di attività*, passività, gruppi di passività, o gruppi di attività*
482 e di passività.

483 **Attività oggetto di valutazione***

484 Il termine si riferisce alla attività* oggetto di stima ai sensi dell’incarico ricevuto dal committente*
485 interno o esterno. L’attività* oggetto di valutazione* differisce dall’unità di valutazione*.

486 **Attuale proprietario***

487 Il termine si riferisce al soggetto che possiede e/o controlla l’attività* oggetto di valutazione*. La
488 prospettiva dell’attuale proprietario* *deve* essere adottata nella stima del valore* intrinseco.

489 **Base informativa***

490 La base informativa* è costituita dai dati e dagli input utilizzati nei modelli di valutazione*. Gli input
491 sono derivati dai dati, ma includono gli aggiustamenti e le assunzioni necessarie a trasformarli in
492 input adeguati ai modelli valutativi. La valutazione* *deve* fondarsi su una base informativa* completa.
493 La base informativa* *dovrebbe* massimizzare l’uso di dati osservabili, ossia di informazione
494 disponibile ai partecipanti al mercato* e che da questi sarebbe utilizzata per stimare il valore*
495 dell’attività* oggetto di valutazione*.

496 **Calcolo valutativo***

497 I PIV 2015 identificavano fra le differenti tipologie di incarico che l’Esperto di valutazione* *può*
498 assumere anche il calcolo valutativo*. Il calcolo valutativo* non presuppone stime di valore*, ma
499 solo il calcolo del valore* sulla base di formule e/o di input predefiniti. I PIV 2025 hanno escluso il
500 calcolo valutativo* dalle tipologie di incarico coerenti con i PIV.

501 **Committente***

502 È la persona o l’entità per la quale la valutazione* è compiuta. Nel caso di valutatori dipendenti di
503 un’entità il committente* è interno, negli altri casi il committente* è esterno.

504 **Configurazione di valore***

505 La Configurazione di valore* risponde alla domanda “valore* per chi?”. I diversi soggetti nella cui
506 prospettiva è svolta la valutazione* possono essere: i partecipanti al mercato* o più in generale i
507 partecipanti alla transazione (un potenziale acquirente*, l’attuale soggetto che ne detiene la proprietà
508 e/o il controllo, due specifiche parti venditrice ed acquirente). Ciascuna Configurazione di valore*
509 contiene numerose assunzioni che rappresentano le fondamenta della tipologia di valore* oggetto di
510 stima. Una stessa attività* *può* assumere valori molto diversi in relazione alla Configurazione di
511 valore* adottata nella stima. I PIV non esauriscono tutte le possibili configurazioni di valore*.

512 L'Esperto di valutazione* *può* essere incaricato di svolgere una valutazione* adottando una specifica
513 Configurazione di valore* definita dalle parti, da uno statuto, da un contratto, ecc. L'Esperto di
514 valutazione* *deve* in questi casi fornire una precisa definizione della Configurazione di valore*
515 illustrandone le implicazioni ai fini dell'incarico.

516 **Controllo di qualità***

517 Si riferisce all'insieme di attività* necessarie ad assicurare che il rischio valutativo* sia adeguato allo
518 Scopo* della valutazione*, alla attività* oggetto di valutazione* e alla complessità della valutazione*.

519 **Costo***

520 Corrisponde alla spesa che è necessario sostenere per acquisire o creare un'attività*

521 **Data della valutazione***

522 Ogni valutazione* *deve* essere riferita ad una data precisa (point in time), perché il valore* delle
523 attività* muta nel tempo. La Data della valutazione* è la data alla quale si riferisce la stima. Alla Data
524 della valutazione*, se è coerente con la Configurazione di valore* da stimare, si assume che sia stato
525 già trascorso un adeguato tempo di commercializzazione dell'attività*. La Data della valutazione*
526 definisce l'informazione conosciuta e conoscibile che *può* essere utilizzata nella stima. Nelle
527 valutazioni retrospettive particolare attenzione *deve* essere riposta nell'identificazione
528 dell'informazione conosciuta e conoscibile: *deve* essere esclusa ogni informazione successiva o ogni
529 evidenza di eventi non prevedibili alla Data della valutazione*.

530 **Deve**

531 Il termine “*deve*” indica un obbligo (una responsabilità incondizionata). L'Esperto di valutazione*
532 *deve* adempiere al disposto dei principi che contengono il termine “*deve*” in tutti i casi in cui ricorrono
533 le circostanze disciplinate dal principio.

534 **Dovrebbe**

535 Il termine “*dovrebbe*” riferito all'Esperto di valutazione* indica responsabilità che sono
536 presuntivamente obbligatorie. L'Esperto di valutazione* *deve* adempiere al disposto dei principi che
537 utilizzano il termine “*dovrebbe*” a meno che l'Esperto di valutazione* non dimostri che azioni diverse
538 nelle specifiche circostanze sono in grado di garantire gli stessi obiettivi dei principi in parola.

539 In rare circostanze nelle quali l'Esperto di valutazione* ritiene che gli obiettivi dei principi che
540 contengono il termine “*dovrebbe*” possono essere raggiunti attraverso soluzioni alternative, l'Esperto
541 di valutazione* *deve* spiegare perché le azioni indicate dai principi non sarebbero necessarie o
542 appropriate nello specifico caso.

543 **Esperto di valutazione***

544 L'Esperto di valutazione* è un individuo o un gruppo di individui dipendenti di (o incaricati da) un
545 committente* che posseggono adeguata competenza, esperienza e capacità per svolgere la
546 valutazione* in forma obiettiva, non distorta, etica e competente. L'Esperto di valutazione* dei PIV
547 equivale al *valuer* dei principi di valutazione* internazionali, ossia ad un soggetto qualificato – per
548 competenza, esperienza e capacità – a svolgere l'incarico di valutazione assegnato.

549 **Fair market value***

550 Molti contratti, statuti, regolamenti o patti fanno riferimento al fair market value*. Il *fair market*
551 *value** non è una Configurazione di valore* disciplinata dai PIV né dagli IVS. E' una configurazione
552 di valore* definita dall'ammistrazione fiscale statunitense, la cui definizione è la seguente: "*FMV is*
553 *the price that property would sell for on the open market. It is the price that would be agreed on*
554 *between a willing buyer and a willing seller, with neither being required to act, and both having*
555 *reasonable knowledge of the relevant facts*". È una Configurazione di valore* simile, ma non
556 coincidente con il valore* di mercato*, in quanto si riferisce ad un prezzo* di vendita.

557 ***Fair value****

558 Il *fair value** nei PIV corrisponde alla definizione di *fair value** dell'IFRS 13

559 **Giudizio professionale***

560 L'uso di appropriata competenza ed esperienza, nell'esercizio di un ragionamento critico necessario
561 a formulare una conclusione di valore* informata

562 **Incertezza di valore* (*Value uncertainty**)**

563 Alcune attività* sono più difficili da valutare rispetto ad altre (una start-up è più difficile da valutare
564 di un'azienda affermata, un'attività* priva di un mercato di riferimento è più difficile da valutare di
565 un'attività* liquida in un mercato attivo, ecc.). Le attività* difficili da valutare (Hard-To-Value-
566 Asset- HTVA) presentano una maggiore incertezza con riguardo al risultato di stima. L'Incertezza di
567 valore* si manifesta in un range più ampio di possibili stime tutte egualmente ragionevoli.

568 **Massimo e migliore uso (*Highest and best use**)**

569 Il massimo e migliore uso di un'attività* è l'uso che ne massimizza il valore*. Il massimo e miglior
570 uso* *deve* essere operativamente possibile, finanziariamente sostenibile e legalmente realizzabile. Il
571 massimo e miglior uso* di un'attività* *può* essere l'uso corrente o un uso alternativo. Quando il
572 massimo e miglior uso* è diverso dall'uso corrente occorre considerare anche gli eventuali costi di
573 riconversione.

574 **Metodo di valutazione***

575 Identifica uno specifico criterio di valutazione* coerente con uno dei tre approcci valutativi.

576 **Modello valutativo***

577 Il termine modello valutativo* si riferisce alla modalità o allo strumento utilizzato per la
578 implementazione quantitativa di un metodo di valutazione*. Mentre il metodo definisce la tecnica
579 utilizzata e la stima, il modello definisce come il metodo è stato applicato. Ad esempio, dato il metodo
580 DCF- *Discounted Cash Flow* per valutare un'azienda, il modello valutativo* definisce quali flussi di
581 cassa sono utilizzati (asset side o *equity side*, medi attesi o più probabili), l'estensione del periodo di
582 previsione esplicita, come è normalizzato il flusso terminale e come è stimato il valore* terminale, la
583 struttura finanziaria di riferimento, ecc. Le diverse modalità di applicazione di un metodo valutativo
584 sono funzione della Configurazione di valore*, dello Scopo* della valutazione* e della base
585 informativa* disponibile. L'Esperto di valutazione* è responsabile della scelta del modello
586 valutativo* appropriato.

587 **Parere di congruità finanziaria* (o *fairness opinion**)**

588 Consiste in un giudizio sulla congruità sotto il profilo finanziario di un risultato già comunicato
589 all'Esperto di valutazione* generalmente rappresentato da un prezzo* o da un rapporto di concambio.

590 La congruità sotto il profilo finanziario riguarda la verifica che il prezzo* (o il rapporto di concambio)
591 ricada in un range ragionevole di prezzi che si potrebbe formare sul mercato fra soggetti indipendenti.
592 Il parere di congruità finanziaria* non è un giudizio della convenienza economica a realizzare
593 l'operazione. Tale giudizio presupporrebbe un'analisi completamente diversa, volta a verificare fra
594 le alternative disponibili, quella in gradi di massimizzare il valore* per il detentore dell'attività*.

595 **Parere valutativo***

596 I PIV 2015 identificavano fra le differenti tipologie di incarico che l'Esperto di valutazione* poteva
597 assumere anche il parere valutativo*. Il parere valutativo* comporta lo svolgimento controllato, con
598 la diligenza richiesta dal mandante o dalla natura del compito, di una parte soltanto del processo
599 finalizzato alla valutazione*, alla quale l'Esperto di valutazione* limita la propria responsabilità
600 professionale. Gli IVS 2024 hanno escluso le *limited scope valuation* dalle valutazioni IVS *compliant*.
601 Coerentemente i PIV 2025 hanno escluso i pareri valutativi dalle tipologie di incarico coerenti con i
602 PIV. I PIV hanno peraltro introdotto la gerarchia delle prescrizioni (“*deve*”; “*dovrebbe*”; “*può*”) già
603 presenti negli IVS e consentito deviazioni rispetto ai PIV purché non in violazione delle prescrizioni
604 obbligatorie (i “*deve*” riportati nei principi).

605 **Partecipante al mercato***

606 Il termine si riferisce alla categoria o alle categorie di soggetti indipendenti, potenzialmente interessati
607 ed in grado di effettuare l'acquisto della specifica attività* oggetto di valutazione*. La prospettiva
608 dei partecipanti al mercato* *deve* essere adottata nella stima del valore* di mercato* o del *fair value**.
609 Il termine partecipanti al mercato* non si riferisce a specifici soggetti nominativamente individuati,
610 ma a categorie di investitori, quali ad esempio: investitori finanziari, investitori strategici o industriali,
611 ecc. La categoria di partecipante al mercato* identifica anche il massimo e miglior uso* che la
612 specifica categoria è in grado di garantire all'attività* oggetto di valutazione*.

613 **Ponderazione***

614 Il termine ponderazione* si riferisce al processo che analizza e riconcilia le differenti indicazioni di
615 valore* rivenienti dall'applicazione di diversi metodi e/o approcci valutativi, per giungere ad una
616 sintesi di conclusione di valore*. La ponderazione* richiede un'appropriata analisi delle ragioni della
617 diversità delle indicazioni di valore* dei diversi metodi ed approcci e l'individuazione delle
618 indicazioni alle quali attribuire maggiore peso. L'adozione della media semplice delle indicazioni di
619 valore* dei diversi metodi non è il risultato di un processo di ponderazione* – a meno che non si
620 possa ritenere che i risultati di stima dei diversi metodi siano effettivamente di eguale rilevanza.
621 Pertanto, senza un'adeguata spiegazione delle ragioni della eguale ponderazione* la media semplice
622 dei risultati dei singoli criteri non è conforme ai PIV.

623 **Potenziale acquirente***

624 Il termine si riferisce ad uno specifico soggetto (nominativamente identificato) interessato ad
625 acquistare l'attività* o il controllo dell'attività* oggetto di valutazione*. La prospettiva del potenziale
626 acquirente* *deve* essere adottata nella stima del valore* d'investimento*.

627 **Previsioni (Forecasts)***

628 Le previsioni rappresentano la situazione attesa sulla base delle condizioni che la parte responsabile
629 si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base della migliore
630 informazione a sua disposizione: possono assumere la forma di previsioni puntuali o di range di
631 risultati. Le previsioni debbono fondarsi su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle

condizioni correnti di società comparabili e da fonti di previsione esterna (il c.d. consenso). A solo titolo di esempio i flussi prospettici del piano di una società senza programmi di espansione, in un settore stabile, fondato su un trend desunto dalla storia che prevede una marginalità coerente con quella di società comparabili ed allineato alle stime di consenso è senz'altro fondato su previsioni, in quanto poggiano su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dal confronto con società comparabili e dal confronto con fonti esterne

Prezzo*

Il prezzo* è il controvalore* monetario richiesto, offerto o corrisposto per l'acquisto di un'attività*. Il prezzo* può essere diverso dal valore* dell'attività*. Il prezzo* fatto esprime il prezzo* che si è formato in una transazione fra due contraenti indipendenti, sulla base dell'interesse e della forza contrattuale delle parti relativamente alla stessa attività* oggetto di valutazione* in tempi precedenti o di attività* simili o comparabili. Il prezzo* fattibile esprime una stima del prezzo* che ragionevolmente si potrebbe formare fra soggetti indipendenti prescindendo dalla forza contrattuale di una specifica parte, nominativamente identificata. Il prezzo* fattibile coincide con il valore* di mercato*.

Proiezioni (Previsioni ipotetiche, Projection)*

Le proiezioni rappresentano la situazione attesa sulla base di una o più assunzioni ipotetiche che la parte responsabile si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base della migliore informazione a sua disposizione. Le proiezioni possono assumere la forma di proiezioni puntuali o di range di risultati. Le assunzioni ipotetiche sono le assunzioni per le quali non esistono basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e/o da fonti di previsione esterna (il c.d. consenso), ma che la parte responsabile ritiene coerenti con lo scopo dell'informazione prospettica. A titolo di esempio il lancio di un nuovo prodotto, l'ingresso in un nuovo mercato, il riorientamento dei servizi verso nuove fasce di clientela, ecc. costituiscono tutti esempi di azioni future per le quali possono essere disponibili solo delle proiezioni. L'Esperto è chiamato in questi casi a valutare il grado di rischio delle proiezioni, in relazione: alle modalità con cui sono state formulate, alle evidenze di iniziative simili da parte della stessa impresa nel passato o di imprese comparabili, alla capacità dell'impresa di rispettare le proiezioni; alla prevedibilità di ambiente.

Può

Il termine "può" indica le azioni e le procedure che l'Esperto di valutazione* ha la responsabilità di considerare. I principi che riportano il termine "può" richiedono da parte dell'Esperto di valutazione* attenzione e giudizio. Come e se implementare i principi che riportano il termine "può" è il risultato di un giudizio professionale* in merito alle circostanze coerenti con gli obiettivi dei principi.

Revisione di una valutazione*

La revisione di una valutazione* è l'attività* svolta dall'Esperto di valutazione* su incarico di un committente* di revisione del lavoro svolto da un altro Esperto di valutazione* di valutazione*. L'incarico può prevedere anche di fornire una propria opinione di valore*.

Rischio valutativo* (Valuation risk*)

È il rischio di non corretta esecuzione della valutazione*, si riferisce a: possibili errori di calcolo; incoerenze nell'uso dei modelli valutativi; mancanza di sufficienti argomentazioni a supporto delle assunzioni svolte; errori di giudizio professionale*; assenza di scetticismo professionale*; assenza di

674 verifiche di ragionevolezza dei risultati. In linea generale il rischio valutativo* è maggiore quando:
675 gli input osservabili sono limitati; la valutazione* richiede un elevato grado di soggettività; i modelli
676 valutativi sono complessi; il risultato della stima evidenzia una elevata sensibilità ad una variazione
677 anche contenuta degli input. Il rischio valutativo* va contrastato con un adeguato controllo di
678 qualità*. Il rischio valutativo* non va confuso con l'Incertezza di valore*.

679 **Scetticismo professionale***

680 L'attitudine ad adottare uno spirito critico finalizzato ad evitare distorsioni nei confronti della base
681 informativa* disponibile (dati, input, assunzioni, evidenze di valore*).

682 **Scopo* della valutazione***

683 Il termine scopo* si riferisce alla o alle ragioni per cui è richiesta la stima di valore*. Scopi frequenti
684 (ma non esclusivi) sono le valutazioni di bilancio (richieste dai principi contabili), valutazioni per fini
685 fiscali, valutazioni a supporto di contenziosi legali, valutazioni a supporto di transazioni, valutazioni
686 legali (richieste dal codice civile), valutazioni di attività* offerte in garanzia, valutazioni a fini di
687 individuazione di sopra/sottovalutazioni di mercato finanziario, valutazioni a fini assicurativi.

688 **Significativo* (rilevante*)**

689 Il termine significativo* o rilevante* si riferisce ad uno qualsiasi degli elementi della valutazione*
690 (quali ad esempio: gli input, le assunzioni, le assunzioni speciali, gli approcci, i metodi o i modelli
691 adottati) in grado di esercitare un impatto sul risultato finale, per cui trascurando quell'elemento la
692 decisione che l'utilizzatore finale *deve* assumere sulla base del risultato della valutazione* potrebbe
693 cambiare.

694 **Specialista* (ausiliario*)**

695 È un Esperto di valutazione* di cui ci si *può* avvalere per svolgere parti della valutazione* o la cui
696 analisi fornisce la base per la valutazione* compiuta dall'Esperto di valutazione* valutativo, evitando
697 a quest'ultimo di compiere in proprio l'intero processo valutativo. Lo specialista* *può* essere
698 incaricato di svolgere una due diligence, o una IBR- *Independent Business Review* o l'interpretazione
699 legale di un contratto o direttamente la valutazione* di specifiche attività* (ad esempio, immobili,
700 beni reali, passività, strumenti finanziari, ecc. quando oggetto di valutazione* è l'azienda).

701 **Specifiche controparti***

702 Il termine si riferisce a due o più soggetti nominativamente identificati, indipendenti e potenzialmente
703 interessati a realizzare una transazione rispettivamente in qualità di venditore e compratore. La
704 prospettiva di specifici partecipanti *deve* essere adottata nella stima del valore* negoziale equitativo*.

705 **Tasso di sconto***

706 È il tasso di rendimento utilizzato per convertire un flusso di risultato disponibile nel futuro in valore*
707 attuale.

708 **Unità di valutazione***

709 L'unità di valutazione* costituisce l'aggregato di riferimento da cui è derivato il valore* dell'attività*
710 da valutare. L'unità di valutazione* assume rilievo in tutti quei casi in cui non vale la proprietà
711 additiva del valore*, ossia la somma del valore* dell'attività* A e del valore* dell'attività* B, non
712 corrisponde al valore* dell'aggregato di attività* A+ B. Così, ad esempio, nella stima del valore*
713 delle azioni di una società, l'unità di valutazione* potrebbe essere il singolo titolo azionario, un blocco

714 di titoli, una partecipazione qualificata o il 100% delle azioni. L'unità di valutazione* non coincide
715 con l'attività* oggetto di valutazione*. Ad esempio il valore* di una partecipazione azionaria
716 (l'oggetto della valutazione*) *può* essere ricavato per prodotto fra il valore* del singolo titolo
717 azionario (l'unità di valutazione*) ed il numero di titoli che compongono la partecipazione, oppure
718 per prodotto fra il valore* del 100% delle azioni (l'unità di valutazione*) e la percentuale di
719 interessenza rappresentata dalla partecipazione, oppure ancora stimando direttamente il valore* della
720 partecipazione (in questo caso l'oggetto della valutazione* coincide con l'unità di valutazione*). Nel
721 caso della stima del valore* di una specifica attività*, l'unità di valutazione* *può* essere rappresentata
722 dal gruppo di attività* che è in grado di garantire alla specifica attività* il massimo e miglior uso*.
723 In questi casi si procede alla stima del valore* del gruppo di attività* e successivamente ad allocare
724 parte di quel valore alla specifica attività* oggetto di valutazione* sulla base di un criterio allocativo
725 ragionevole che sarebbe seguito dai partecipanti al mercato. La scelta dell'unità di valutazione* *può*
726 modificare anche significativamente il risultato della stima. Per questa ragione l'Esperto di
727 valutazione* *deve* sempre esprimere l'unità di valutazione* quando non coincide con l'oggetto della
728 valutazione*.

729

730 **Uso finale* della stima**

731 L'uso finale* della stima consiste nella decisione che il soggetto competente è chiamato ad assumere
732 sulla base del valore* stimato. Ad esempio, la stima di un rapporto di concambio ai fini di una fusione
733 è destinata ad orientare il consiglio di amministrazione a stabilire il rapporto di concambio da proporre
734 all'assemblea dei soci.

735 **Utilizzatori finali* della stima**

736 Gli utilizzatori finali* della stima sono i soggetti che debbono compiere decisioni sulla base del
737 valore* stimato e/o delle decisioni assunte dal soggetto competente sulla base del valore* stimato.
738 Ad esempio, gli utilizzatori finali* della stima di un rapporto di concambio sono i soci delle società
739 coinvolte nella fusione.

740 **Valore* d'investimento***

741 È il valore* di un'attività* per uno specifico acquirente potenziale che cattura le sinergie, le
742 dissinergie, le complementarità ed ogni altro onere o beneficio in relazione agli obiettivi del
743 potenziale acquirente* stesso.

744 **Valore* di liquidazione***

745 È l'ammontare che *può* essere ricavato dalla vendita di un'attività* in via anticipata rispetto alla
746 chiusura del ciclo di investimento. Ricomprende diverse tipologie di valore*: valore* cauzionale,
747 definito ex ante rispetto ad un possibile smobilizzo anticipato; valore* di liquidazione* (ordinaria,
748 accelerata o forzata). La distinzione fra le tre diverse tipologie di valori di liquidazione attiene ai
749 tempi di commercializzazione ed alle condizioni del venditore.

750 **Valore* di mercato***

751 È il prezzo* stimato al quale un'attività* potrebbe verosimilmente essere negoziata alla data di
752 riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra un compratore motivato e un
753 venditore motivato fra loro indipendenti che operano in modo informato, prudente e senza essere
754 esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere).

755 **Valutazione* legale**

756 Sono le valutazioni disciplinate dal codice civile. Si tratta di norma di valutazioni che rispondono allo
757 scopo* di garanzia societaria con particolare riferimento alla tutela degli interessi dei soci di
758 minoranza o dei creditori o più in generali degli stakeholder estranei al controllo dell'attività*.

759 **Valore***

760 È il giudizio conclusivo cui giunge l'Esperto di valutazione* dopo aver svolto un processo valutativo
761 coerente con i PIV. Esprime alternativamente la stima del prezzo* più probabile di un'attività* o del
762 valore* attuale dei benefici attesi dal detenere l'attività* o del costo* di sostituzione dell'attività*.

763 **Valore* negoziale equitativo***

764 È il prezzo* equo di un'attività* alla data di riferimento per due parti nominativamente identificate,
765 informate ed interessate a compiere la transazione in grado di riflettere i rispettivi interessi.

766 **Valore* normale di mercato***

767 Esprime il prezzo* che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi
768 non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali. Differisce
769 dal valore* di mercato* quando esistono circostanze speciali che possono rendere i mercati
770 inefficienti in senso fondamentale (es. bolle speculative), assenza di scambi, ecc.

771 **Valore* sinergico* (o sinergie)**

772 È il valore* che scaturisce dalla combinazione di due o più attività* per effetto del quale la loro
773 combinazione esprime un valore* superiore alla somma delle singole attività*. Se le sinergie sono
774 realizzabili solo da uno specifico acquirente, il valore* sinergico* non contribuisce a formare il
775 valore* di mercato*, in quanto il valore* sinergico* riflette gli attributi di un'attività* che hanno
776 valore* solo per uno specifico soggetto, mentre il valore* di mercato* riflette la prospettiva dei
777 partecipanti al mercato*.

778 **Valutazione***

779 Il processo conforme ai PIV attraverso il quale l'Esperto di valutazione* giunge al giudizio
780 conclusivo di valore* di un'attività* sulla base di una determinata Configurazione di valore* ad una
781 determinata data sulla base di uno specifico processo valutativo.

782

783 **Parte prima LA RETE CONCETTUALE DI BASE ED I PRINCIPI** 784 **GENERALI**

785 **Premessa**

786 La rete concettuale di base ed i principi generali identificano ciò a cui *deve* fare riferimento
787 una valutazione* conforme ai PIV, qualunque sia l'attività* oggetto di valutazione* o la
788 tipologia di incarico assegnato all'Esperto di valutazione*. In assenza di principi che
789 disciplinano lo specifico caso che l'Esperto di valutazione* *deve* affrontare valgono i principi
790 generali contenuti nella rete concettuale di base.

791 La rete concettuale di base qualifica i quattro principi cardine della teoria della valutazione*
792 secondo cui: (a) ogni valutazione* si riferisce ad una determinata data; (b) è per sua natura
793 prospettica; (c) i tassi di attualizzazione sono derivati dal mercato; (d) *può* essere influenzata
794 dalla liquidità e da altri fattori.

795 Sulla base dei principi cardine della teoria della valutazione*, la rete concettuale di base
796 definisce sette profili principali che devono qualificare ogni valutazione*: (a) lo Scopo* della
797 valutazione*; (b) il tipo di incarico o di mandato; (c) la tipologia di lavoro dell'Esperto di
798 valutazione*; (d) la Configurazione di valore*; (e) la Data della valutazione*; (f) l'unità di
799 valutazione*; (g) gli approcci di valutazione*.

800 A questi profili corrispondono altrettante domande chiave alle quali ogni esercizio
801 valutativo *deve* essere in grado di rispondere: (a) perché si sta compiendo la valutazione*
802 (scopo* del lavoro); (b) con quali limitazioni (tipo di incarico o mandato); (c) quali attività*
803 ha svolto l'Esperto di valutazione* (tipologia di lavoro); (d) il valore* per chi (Configurazione
804 di valore*); (e) a quando è riferita la valutazione* (Data della valutazione*); (f) che cosa si
805 sta valutando (unità di valutazione*); (g) come si sta valutando (approcci di valutazione*).

806 La rete concettuale di base è ispirata alle stesse logiche del Framework e dei General
807 Standards dei principi internazionali di valutazione* (IVS).

808 Ai sensi dei PIV il termine "Esperto di valutazione*" ricomprende l'"Esperto di
809 valutazione*" incaricato ai sensi del codice civile di compiere una valutazione*.
810

811 **II.1 La valutazione***

812

813 **I.1.1**

814 La valutazione* è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su un processo di stima fondato su
815 un'adeguata base informativa*, non è mai il risultato di un mero calcolo matematico.

816

817 **I.1.2**

818 Il giudizio di valutazione* *deve* essere formulato obiettivamente e non *deve* sovra o sotto rappresentare il
819 risultato della valutazione*.

820

821 **I.1.3**

822 La valutazione* richiede sempre l'esercizio di un giudizio professionale*. Affinché tale giudizio sia fondato
823 su basi solide, l'Esperto di valutazione* *deve* disporre di adeguate competenze tecniche, di una buona
824 esperienza professionale e delle necessarie conoscenze in merito all'oggetto ed allo Scopo* della
825 valutazione*, ed essere nelle condizioni di esprimere un giudizio affidabile.

826

827 **I.1.4**

828 Il giudizio di valore* cui giunge l'Esperto di valutazione* *deve* essere:

829

- a) razionale (ossia fondato su principi economici);

- b) replicabile (ossia presentato con un grado di dettaglio che permette ad altro Esperto di valutazione* di ripercorrerne il processo);
- c) coerente (ossia adatto allo Scopo* della valutazione*);
- d) affidabile (ossia condivisibile da un altro Esperto di valutazione* dotato di adeguato livello di competenza che segua i medesimi principi);
- e) obiettivo (ossia, privo di distorsioni o di eccessi di prudenza o di azzardo).

I.1.5

La valutazione per essere conforme ai PIV (*PIV compliant*) deve essere effettuata con competenza e professionalità nel rispetto dei principi qui riportati. Il rispetto dei principi riguarda tanto il dettato prescrittivo dei principi (identificato con il termine “*deve*”) quanto il rispetto dei concetti generali dei principi. Infatti, alcuni PIV non prescrivono né impongono azioni specifiche, ma forniscono principi e concetti fondamentali che devono essere considerati nell’esecuzione di una valutazione.

I.1.6

La credibilità della stima compiuta dall’Esperto di valutazione* si fonda sulla trasparenza in merito al processo di stima seguito ed alle scelte rilevanti compiute e sulla riduzione al minimo di componenti soggettive nel processo valutativo. Il giudizio professionale* *deve* essere applicato dall’Esperto di valutazione* obiettivamente e *deve* evitare distorsioni nelle analisi, nelle opinioni e nelle conclusioni.

I.1.7

La valutazione* non si esaurisce con la scelta del metodo di valutazione*, più appropriato. Uno stesso metodo *può* essere applicato in molti modi diversi, ciascuno dei quali definisce un diverso modello valutativo*, in quanto comporta un diverso risultato. L’Esperto di valutazione* è responsabile dell’impianto valutativo adottato e della scelta del/i metodo/i valutativo/i e di come è/sono applicato/i (scelta di modello valutativo*) più appropriato per la specifica attività* oggetto di valutazione*, dato lo Scopo* della valutazione* e la Configurazione di valore* ricercata.

II.2 La competenza professionale ed il rispetto dei PIV

I.2.1

Nella premessa alla valutazione* *deve* essere precisata la competenza professionale dell’Esperto di valutazione*, se la circostanza non risulta evidente dal contesto. L’Esperto di valutazione* *deve* disporre della necessaria competenza professionale per svolgere la valutazione* e *deve* dichiarare di avere la necessaria competenza. L’esperienza e la competenza devono riferirsi allo specifico Esperto di valutazione* e non alla sua organizzazione. Se l’Esperto di valutazione* non dispone di tutte le competenze necessarie per svolgere tutta la valutazione*, è normale che affidi parti di essa a specialisti o che si accordi con il committente* perché affidi parti di essa a specialisti. L’Esperto di valutazione* *deve* accertarsi che gli specialisti dispongano della necessaria competenza ed esperienza. L’Esperto di valutazione* *deve* anche comprendere il processo valutativo seguito dallo specialista* e valutarne la coerenza rispetto alla Configurazione di valore* ricercata e allo Scopo* della valutazione*.

I.2.2

L’Esperto di valutazione* *deve* attestare il pieno rispetto dei PIV, precisando le eventuali eccezioni giustificate dalla presenza di fonti normative e regolamentari sovraordinate. Gli effetti di tali eccezioni devono essere ugualmente precisati.

I.2.3

Quando è noto che la valutazione* richiama *può* preludere ad altra valutazione* o che *può* essere strumentale

ad essa, questa circostanza dovrebbe essere richiamato nello scopo della valutazione al fine di prevenire errori di utilizzo o incoerenze.

I.3 I requisiti dell'Esperto di valutazione* ed il controllo di qualità*

Requisiti dell'Esperto di valutazione*

I.3.1

Costituiscono imprescindibili requisiti soggettivi dell'Esperto di valutazione*:

- a) il rispetto dell'etica professionale;
- b) l'indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- c) l'obiettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;
- d) la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo, come pure nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente il proprio mandato;
- e) le doti di professionalità e di competenza tecnica richieste, come pure il livello delle conoscenze necessarie allo svolgimento del proprio lavoro.

Il rispetto di tali requisiti soggettivi *deve* essere dichiarato dall'Esperto di valutazione*.

Controllo di qualità*

I.3.2

L'Esperto di valutazione* è responsabile del controllo di qualità* (i controlli) dell'intero processo valutativo seguito.

I.3.3

I controlli sono finalizzati ad assicurare che la valutazione* sia svolta obiettivamente, in forma trasparente, senza distorsioni ed in osservanza dei PIV

I.3.4

L'estensione dei controlli *dovrebbe* essere determinata avendo riguardo allo Scopo* della valutazione*, agli utilizzatori finali*, alle attività* oggetto di valutazione* e alla complessità della valutazione*.

I.3.5

I controlli dovrebbero identificare quando e come il giudizio professionale* e lo scetticismo professionale* è stato esercitato dall'Esperto di valutazione* nel processo valutativo, valutandone la ragionevolezza e l'assenza di distorsioni.

I.3.6

I controlli dovrebbero essere documentati. La documentazione *dovrebbe* contenere sufficienti dettagli da permettere ad un altro Esperto di valutazione*, applicando giudizio professionale*, di comprendere l'efficacia dei controlli stessi.

I.3.7

I controlli dovrebbero permettere di concludere che il rischio valutativo* è appropriato allo Scopo* della valutazione*, alle caratteristiche dell'attività* oggetto di valutazione* e alla complessità della valutazione* stessa.

925 I.4 Tipologie di valutazione*

926 Origine e natura della valutazione*

927 I.4.1

928 L'Esperto di valutazione* *deve* precisare l'origine del lavoro svolto e la sua natura.

929 Con riguardo all'origine, il lavoro *può* derivare:

- 930 a) dall'esercizio di una funzione generale o di un ufficio;
- 931 b) da un mandato specifico.

932 Con riguardo alla natura, il lavoro *può* rappresentare:

- 933 a) una valutazione* libera, composta con equo apprezzamento oppure per la tutela di interessi legittimi;
- 934 b) una valutazione* ufficiale o convenzionale, in applicazione di norme definite;
- 935 c) una valutazione* compiuta a fini di bilancio, fiscali, o di altro tipo.

937 L'Esperto di valutazione* *può* essere interno all'azienda che utilizza la valutazione* o esterno. In ogni caso
938 l'Esperto di valutazione* *deve* avere la necessaria competenza ed esperienza.

939 I.4.2

940 L'Esperto di valutazione* *deve* precisare la tipologia di lavoro svolto. Al riguardo le principali tipologie di
941 lavoro disciplinate dai PIV sono tre:

- 942 a) valutazione*;
- 943 b) parere di congruità finanziaria* (*fairness opinion**);
- 944 c) revisione della valutazione* o del parere di congruità di un altro Esperto di valutazione* (*valuation review*);

947 Valutazione*

948 I.4.3

949 La valutazione* consiste in un giudizio di valore* di un'attività* fondato su uno svolgimento completo del
950 processo valutativo che si sviluppa attraverso quattro fasi:

- 951 a) la formazione e l'apprezzamento della base informativa*;
- 952 b) la selezione del modello e del metodo di stima più idonee agli scopi della valutazione*;
- 953 c) l'apprezzamento dei principali fattori di rischio;
- 954 d) la costruzione di una razionale e coerente sintesi valutativa.

956 I.4.4

957 In alcune circostanze, l'Esperto di valutazione* ed il committente* possono accordarsi sugli
958 approcci, sui modelli, sui metodi e sulle procedure che l'Esperto di valutazione* utilizzerà o
959 sull'estensione delle analisi e delle attività* che l'Esperto di valutazione* svolgerà. Queste
960 limitazioni poste al processo valutativo quando in contrasto con il disposto prescrittivo dei PIV
961 (identificati con la dizione "*deve*", al quale è associata ai sensi dei PIV un'attività* inderogabile per
962 l'Esperto di valutazione*) rendono la valutazione* non conforme ai PIV. L'Esperto di valutazione*
963 *deve* rendere edotto il committente* di ciò.

965 I.4.5

966 La valutazione* svolta sulla base di restrizioni o limiti di contesto di natura oggettiva (ad esempio la
967 valutazione* di entità di piccola dimensione) che impediscono di disporre di una base informativa*
968 completa (ad esempio informazione prospettica affidabile o entità comparabili di riferimento o
969 analisi di settore o la valutazione compiuta senza avere accesso ad informazione privata dell'azienda
970 o dell'attività da valutare) *può* essere conforme ai PIV, sempre che la valutazione rispetti i principi
971 ed i concetti cardine dei PIV. Restrizioni e limiti sono di natura oggettiva quando si *può*
972 ragionevolmente ritenere che una terza parte competente nello svolgimento diligente di un medesimo

incarico valutativo incontrerebbe le medesime limitazioni nella costruzione della base informativa*. L'Esperto di valutazione* *deve* fornire evidenza nella propria valutazione* delle restrizioni e dei limiti di natura oggettiva che hanno impedito una piena applicazione dei PIV.

I.4.6

Le restrizioni o i limiti imposti da leggi, da regolamenti, da principi contabili, da statuti, o da qualunque Autorità possono essere conformi ai PIV se tali limiti e restrizioni si applicano alla specifica valutazione* (ed allo specifico scopo* per cui è redatta). L'Esperto di valutazione* *deve* fornire evidenza nella propria valutazione* delle restrizioni e dei limiti che hanno impedito una piena applicazione dei PIV, con preciso riferimento alla norma o regolamentazione di riferimento rispetto alla natura o allo Scopo* della valutazione*.

I.4.7

Quando le restrizioni ed i limiti posti all'Esperto di valutazione* consentono di rispettare il disposto prescrittivo dei PIV, ma comportano comunque una limitazione negli approcci, nei metodi e/o nell'analisi ed al contempo è ragionevole ritenere che, in assenza di tali limiti o restrizioni, una terza parte competente e diligente nello svolgimento del proprio incarico valutativo considererebbe anche approcci, metodi e/o analisi precluse dal mandato, l'Esperto di valutazione* oltre a fornire indicazione delle limitazioni e delle restrizioni poste dal committente* *deve* indicare che è ragionevole attendersi che il risultato di stima avrebbe potuto essere diverso senza tali limitazioni e e per quali ragioni (fornendo laddove possibile una misura dello scostamento) al fine di rendere consapevole l'utilizzatore finale di ciò.

Parere di congruità finanziaria* (fairness opinion*)

I.4.8

I pareri di congruità finanziaria comportano un giudizio di ragionevolezza di un prezzo* o di un rapporto di concambio (stimato da altro Esperto di valutazione* o proposto da una parte o negoziato fra le parti) di una specifica attività* ad una specifica data. Il parere è volto a identificare se il prezzo* o il rapporto di concambio ricade entro un range ragionevole di prezzi fattibili, considerate le specifiche condizioni di mercato alla Data della valutazione* e la illiquidità della specifica attività*. Il parere di congruità finanziaria* non si esprime sul fatto se l'operazione di cui è definito il prezzo* o il rapporto di concambio rappresenti sotto il profilo economico la migliore soluzione per le parti. Il parere di congruità finanziaria* non è un parere di convenienza economica dell'operazione.

Revisione del lavoro di altro Esperto di valutazione* (valuation review)

I.4.9 La revisione di una valutazione* o di un parere di congruità di un altro Esperto di valutazione* consiste nel suo esame da parte di un Esperto di valutazione* diverso da quello che ne è stato l'autore. La revisione della valutazione* richiede il riesame di tutto il processo valutativo seguito dal precedente Esperto di valutazione*, adottando la prospettiva temporale dell'autore della valutazione* oggetto di riesame, senza lasciarsi influenzare da eventi manifestatisi successivamente.

Valutazioni complesse

I.4.10 Nel caso di valutazioni complesse o che richiedono più competenze disciplinari l'Esperto di valutazione* normalmente si avvale del lavoro di altri specialisti (ausiliari). L'Esperto di valutazione* *deve* garantire la coerenza delle stime e dei pareri richiesti a terzi (o svolti da terzi) con lo scopo* del lavoro affidatogli.

1020
1021

1022 I.5 La base informativa*

1023

1024

I.5.1

1025

1026

1027

1028

1029

1030

1031

La base informativa* è costituita dai dati e dagli input utilizzati nei modelli di valutazione*. Gli input sono derivati dai dati, ma includono gli aggiustamenti e le assunzioni necessarie a trasformarli in input adeguati ai modelli valutativi. La selezione dei dati, gli aggiustamenti e le assunzioni comportano ragionamenti e analisi per essere tradotti in input. L'Esperto di valutazione* è responsabile della selezione dei dati degli aggiustamenti e delle assunzioni usati come input nella valutazione*, in quanto fondati su giudizio professionale* e scetticismo professionale*.

1032

I.5.2

1033

1034

1035

1036

1037

1038

1039

1040

1041

1042

La valutazione* *deve* esprimere un giudizio informato. L'Esperto di valutazione* *deve* dunque precisare la base informativa* di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate. La base informativa* *deve* risultare obiettiva e completa. Per essere obiettiva la base informativa* *deve* massimizzare l'uso di dati osservabili, ossia di informazione disponibile ai partecipanti al mercato* e che da questi sarebbe utilizzata per stimare il valore* dell'attività* oggetto di valutazione*. Per essere completa la base informativa* *deve* essere composta dal set di informazioni in grado di spiegare il valore* dell'attività*. L'Esperto di valutazione* *deve* svolgere l'analisi della base informativa* disponibile con il necessario spirito critico (scetticismo professionale*). L'Esperto di valutazione* *non deve* accettare incarichi per i quali non è in grado di disporre della necessaria base informativa*.

1043

I.5.3

1044

1045

1046

1047

1048

1049

1050

1051

1052

L'Esperto di valutazione* *deve* identificare i dati rilevanti in relazione all'attività* da valutare, allo Scopo* della valutazione*, ai metodi di valutazione* e ai modelli di valutazione*. L'Esperto di valutazione* *deve* esercitare giudizio professionale* per bilanciare le diverse caratteristiche rilevanti dei dati a disposizione. Le caratteristiche rilevanti sono:

- accuratezza, i dati sono liberi da distorsioni e riflettono correttamente ciò che devono misurare;
- completezza, i dati sono sufficienti a cogliere i profili rilevanti che concorrono a determinare il valore* dell'attività*;
- tempestività. I dati riflettono le condizioni di mercato alla data della valutazione*;
- trasparenza, la fonte di origine dei dati deve essere identificata.

1053

1054

1055

1056

1057

1058

1059

In alcuni casi i dati possono non rispondere a tutte queste caratteristiche ed è responsabilità dell'Esperto di valutazione* valutare i dati a disposizione e decidere sulla base del giudizio professionale* decidere se dispone dei dati rilevanti per valutare l'attività* in coerenza con lo scopo* del lavoro ed il metodo di valutazione*. Se i dati rilevanti non sono sufficienti o sono inadeguati allo scopo della valutazione o non sono adeguatamente supportati (assumendo la veste di assunzioni ipotetiche – vedi piv I.5.8 - senza esse dichiarate come tali), la valutazione* *non può* dirsi coerente con i PIV.

1060

I.5.4

1061

1062

1063

1064

1065

1066

Quando sono utilizzate le analisi di altri esperti (ausiliari), basate su competenze diverse, l'Esperto di valutazione* *deve* esercitare spirito critico (scetticismo professionale*) nell'uso di tali valutazioni. In particolare, l'Esperto di valutazione* *deve* verificare che non vi siano ragioni per dubitare della credibilità e dell'affidabilità della base informativa* utilizzata dallo specialista* e che non vi siano elementi di contesto tali da far ritenere che il processo svolto e i risultati ottenuti non siano attendibili.

1067

I.5.5

1068

Gli input che compongono la base informativa* possono essere classificati:

- a) rispetto al tempo: in informazione storica, informazione corrente, informazione prospettica;
b) rispetto alla Data della valutazione*: informazione disponibile alla data di valutazione* e informazione relativa ad eventi successivi rispetto alla Data della valutazione*;
c) rispetto all'accessibilità: informazione privata e informazione pubblica;
d) rispetto alla fonte: informazione di fonte interna (prodotta dal soggetto cui si riferisce la valutazione* o da chi ne ha il controllo) e informazione di fonte esterna (raccolta sul mercato o da fonti terze indipendenti).

L'Esperto di valutazione* *deve* far uso esclusivamente di informazione conosciuta o conoscibile alla Data della valutazione*.

I.5.6

L'informazione prospettica si basa su assunzioni relative ad eventi futuri. Le assunzioni a loro volta si fondano su una combinazione di informazione disponibile e di giudizio professionale*. Le assunzioni che l'Esperto di valutazione* formula o che fa proprie nell'esercizio del proprio giudizio informato rappresentano normalmente la forma attraverso la quale l'incertezza entra nella valutazione*. Le assunzioni devono essere ragionevoli e adeguatamente giustificate. La solidità della giustificazione *deve* essere persuasiva.

I.5.7

Le assunzioni possono riguardare anche lo stato dell'attività* oggetto di valutazione*. A questo riguardo le assunzioni possono riferirsi rispettivamente a fatti che potrebbero essere coerenti con lo stato corrente dell'attività* o a fatti che differiscono dallo stato corrente dell'attività* (in quest'ultimo caso si tratta di assunzioni speciali, vedi PIV I.5.8).

I.5.8

L'Esperto di valutazione* *deve* sempre mettere in evidenza le principali tipologie di assunzioni:

- a) assunzioni riferite a condizioni ipotetiche (*hypothetical assumptions*), delle quali non è necessariamente attesa la manifestazione, ma che sono coerenti con l'obiettivo della stima (ad esempio la valutazione* di un'azienda sotto l'ipotesi che sia avvenuto un aumento di capitale);
b) assunzioni speciali (*special assumptions*), che un normale operatore partecipante al mercato* non formulerebbe alla data di valutazione* in merito al contesto di riferimento e/o all'oggetto della stima (ad esempio la valutazione* di un immobile sotto l'ipotesi che non sia soggetto al contratto di affitto in essere);
c) assunzioni significative (*key assumptions*), che hanno un peso significativo* sul risultato finale (ad esempio la valutazione* di un'azienda sotto l'ipotesi che il quadro competitivo non cambi);
d) assunzioni sensibili (*sensitive assumptions*), che hanno un'elevata probabilità di subire variazioni nel tempo (ad esempio la valutazione* di uno strumento finanziario sotto l'ipotesi che la volatilità prospettica sia eguale alla volatilità storica).

I.5.9

L'analisi della base informativa* *deve* essere coerente con: (a) la scelta degli approcci di valutazione*; (b) la Configurazione di valore* ricercata; (c) la finalità della stima. Essa *può* condizionare le scelte relative alle fasi successive del processo valutativo.

I.5.10

Normalmente l'Esperto di valutazione* considera informazione prospettica, corrente e storica. Quando l'Esperto di valutazione* non fa uso di alcune di queste informazioni, *deve* spiegare perché l'informazione corrente e/o storica non è rilevante* (per via, ad esempio, di discontinuità intervenute o per lo Scopo* della valutazione*) e/o perché l'informazione prospettica non è affidabile.

Una valutazione* risulta tanto più affidabile quanto maggiore è l'uso di informazioni correnti, storiche e prospettiche, coerenti fra loro. La coerenza assume la forma di continuità in assenza di elementi di

1120 discontinuità. Altrimenti la coerenza va ricercata proprio nella discontinuità, fra passato e futuro o fra
1121 condizione corrente, informazione passata e informazione prospettica.
1122

1123 I.5.11

1124 La fonte, la selezione e l'uso dei dati rilevanti *deve* essere spiegata, giustificata e documentata. La
1125 documentazione *deve* essere sufficiente a permettere ad un altro Esperto di valutazione* di
1126 comprendere perché sono stati identificati come rilevanti i dati utilizzati e la ragionevolezza degli
1127 input.

1128 II.6 Le configurazioni di valore*

1129 I.6.1

1131 L'Esperto di valutazione*, quando non già definito dall'incarico, dallo statuto, dalla legge, dalle norme, *deve*
1132 selezionare la Configurazione di valore* più adatta allo Scopo* della valutazione*. Ciò in quanto una stessa
1133 attività* *può* avere valori diversi in relazione alla specifica Configurazione di valore*.
1134

1135 I.6.2.

1136 La scelta della Configurazione di valore* si riflette non solo sul risultato di stima finale, ma anche sulla
1137 selezione degli approcci, dei metodi di valutazione*, degli input e delle assunzioni. La coerenza fra
1138 Configurazione di valore* e scopo* della stima è quindi critica ai fini della credibilità del risultato.
1139

1140 I.6.3

1141 Esistono sette configurazioni di valore* di riferimento comuni a tutte le attività*:

- 1142 1. valore* di mercato*;
- 1143 2. canone di mercato;
- 1144 3. valore* normale di mercato*;
- 1145 4. valore* d'investimento*;
- 1146 5. valore* negoziale equitativo*;
- 1147 6. valore* convenzionale;
- 1148 7. valore* di liquidazione*.

1149 Nel caso di valutazioni di aziende, titoli azionari, beni intangibili un'ulteriore Configurazione di valore* è
1150 rappresentata dal valore* intrinseco o valore* fondamentale.

1151 Nel caso di passività ulteriori Configurazione di valore* sono rappresentate dal valore* di estinzione e dal
1152 valore* di adempimento.
1153

1154 Valore* di mercato*

1155 I.6.4

1156 Il valore* di mercato* è il prezzo* al quale *dovrebbe* essere scambiata l'attività* stessa, alla data di
1157 riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra un compratore motivato ed un
1158 venditore motivato, nell'ambito di una transazione fra soggetti indipendenti e che operano in modo
1159 informato, prudente, senza essere soggetti all'obbligo di comprare o di vendere. Il valore* di mercato* dei
1160 PIV coincide il *market value* degli IVS.
1161

1162 I.6.5

1163 La definizione di valore* di mercato* *deve* essere coerente con le seguenti definizioni:

- 1164 a) "prezzo*". Si riferisce al più prezzo* più probabile ragionevolmente realizzabile sul mercato alla
1165 Data della valutazione*. Il valore* stimato si riferisce sempre ad un prezzo* interamente regolato per
1166 cassa, non per scambio di altre attività* o per estinzione di passività. Il valore* stimato esclude
1167 circostanze specifiche che possono aumentare o ridurre il prezzo* dell'attività* quali ad esempio

- finanziamenti concessi dal venditore (*vendor financing*), sales and leaseback, speciali concessioni riferite ad uno specifico acquirente, ecc;
- b) “al quale l’attività* *dovrebbe* essere scambiata”. Si riferisce al fatto che il prezzo* di riferimento non è il prezzo* di una transazione già realizzata (prezzo* fatto), ma un prezzo* fattibile che prescinde quindi dal potere contrattuale di una specifica parte.
- c) “alla Data della valutazione*”. Si riferisce al fatto che il valore* di mercato* è funzione della data di riferimento della valutazione*, che definisce le condizioni del mercato ed il market sentiment a quella specifica data. La valutazione* *deve* riflettere lo stato del mercato alla specifica data e *deve* escludere le condizioni riferibili ad altre date.
- d) “fra un compratore motivato”. Si riferisce ad un generico potenziale acquirente* interessato, ma non obbligato a comprare. Il potenziale acquirente* non è impaziente (non ha fretta di acquistare) né è determinato ad acquistare a qualunque prezzo*. Il potenziale acquirente* se esiste un mercato dell’attività* fa riferimento alle condizioni di mercato correnti, piuttosto che a condizioni ipotetiche. Il potenziale acquirente* non è disposto a riconoscere un prezzo* superiore a quello espresso dal mercato per la specifica attività*.
- e) “e un venditore motivato”. Si riferisce ad un potenziale venditore che non è impaziente (non ha fretta di vendere) né è disposto a vendere a qualunque prezzo*, né a considerare un prezzo* che non sia ragionevole rispetto alle condizioni correnti di mercato. Il venditore motivato intende vendere l’attività* al miglior prezzo* realizzabile nel mercato libero (open market) dopo un appropriato periodo di commercializzazione. Le circostanze fattuali dell’attuale proprietario* non attengono al venditore motivato poiché quest’ultimo è un venditor ipotetico. Ad esempio, il valore* di mercato* dell’attività* non è il valore* realizzabile dalla vendita dell’attività* da uno specifico venditore in difficoltà. Tuttavia, il prezzo* di mercato di un’attività* in un settore in crisi considera l’eccesso di offerta rispetto alla domanda, perché questa condizione si riferisce al mercato e non allo specifico venditore.
- f) “transazione fra soggetti indipendenti”. In una transazione fra soggetti indipendenti i contraenti non hanno relazioni particolari o speciali fra loro (ad esempio controllante e controllata, proprietario e affittuario) che possano rendere il prezzo* non espressivo di condizioni generali di mercato.
- g) “dopo un adeguato periodo di commercializzazione”. Si riferisce al fatto che l’attività* è stata esposta al mercato nella forma più appropriata per poter realizzare il miglior prezzo* ragionevolmente possibile. L’estensione del periodo di commercializzazione non è un periodo stabilito a priori, dipendendo dal tipo e dalle condizioni dell’attività*. La stima del valore* di mercato* presuppone che ci sia stato un periodo sufficiente a permettere di portare l’attività* all’attenzione di un adeguato numero di partecipanti al mercato*. Il periodo di commercializzazione si assume si sia già svolto prima della data di valutazione*.
- h) “che operano in modo informato, prudente.” Ai fini della stima del valore* di mercato* si presume che il compratore motivato ed il venditore motivato siano ragionevolmente informati della natura e delle caratteristiche dell’attività*, del suo uso corrente e potenziale, e delle condizioni del mercato e che siano soggetti razionali. Si riferisce anche al fatto che ciascuna parte agisce con prudenza cercando di realizzare il prezzo* che è più favorevole al proprio lato della transazione. La prudenza si riferisce allo stato del mercato alla Data della valutazione* e non invece a condizioni successive conoscibili solo ex post. Per esempio, non è imprudente per un venditore vendere l’attività* in un mercato caratterizzato da prezzi calanti ad un prezzo* che è inferiore rispetto al prezzo* precedente alla fase di flessione o al valore* intrinseco o fondamentale dell’attività*. In una situazione del genere, compratore e venditore agirebbero sulla base della migliore informazione disponibile relativa allo stato corrente del mercato.
- i) “senza essere soggetti all’obbligo di comprare e di vendere”. Si riferisce alla circostanza che ciascuna parte è motivata ad effettuare la transazione, ma non è in nessun modo obbligata o

costretta ad effettuare l'acquisto o la vendita e quindi il prezzo* *deve* risultare ragionevole per entrambe le parti.

I.6.6.

Il valore* di mercato* esprime un prezzo* negoziato in un mercato libero e competitivo dove i partecipanti agiscono liberamente. Il mercato di riferimento *può* essere un mercato internazionale o locale, composto da numerosi acquirenti e venditori o composto da un numero limitato di partecipanti.

I.6.7.

Il valore* di mercato* di un'attività* riflette il suo massimo e migliore uso. Il massimo e migliore uso di un'attività* è l'uso che ne massimizza la capacità di reddito (a parità di rischio) e che è possibile, legalmente consentito e finanziariamente sostenibile. Il massimo e migliore uso *può* essere l'uso corrente dell'attività* o un uso alternativo. Il massimo e migliore uso rappresenta l'uso che i partecipanti al mercato* considererebbero nella formulazione del prezzo* di acquisto, in quanto a loro accessibile. Se il massimo e miglior uso* non è l'uso corrente il prezzo* di mercato *dovrebbe* riflettere anche i costi di riconversione.

I.6.8

L'Esperto di valutazione* *deve* far uso di input di valutazione* coerenti con la Configurazione di valore*, che a sua volta *deve* essere coerente con la finalità della stima. Per esempio, i diversi approcci e metodi usati per la stima del valore* di mercato* fanno uso prevalente di dati derivati dal mercato. L'approccio di mercato, per definizione, fa uso di dati di mercato, ma se per stimare il valore* di mercato* si fa uso dell'approccio del reddito – perché non esiste un mercato per la specifica attività* da valutare – si *deve* far uso degli input e delle assunzioni che sarebbero adottati dai partecipanti al mercato*. Per stimare il valore* di mercato* con l'approccio del costo*, occorre considerare il costo* di rimpiazzo a prezzi di mercato correnti di un'attività* di eguale utilità e grado di obsolescenza. Se fondati su dati derivati dal mercato tutti e tre gli approcci dovrebbero restituire una stima del valore* di mercato* dell'attività*.

I.6.9.

Il valore* di mercato* non riflette i benefici dell'attività* per uno specifico soggetto (proprietario o potenziale) acquirente. Tali benefici possono scaturire da vantaggi geografici, fisici, economici o legali. Il valore* di mercato* *deve* prescindere da questi vantaggi per uno specifico soggetto perché esprime il prezzo* che sarebbe accettabile per un generico partecipante al mercato*.

Canone di mercato (affitto)

I.6.10

Il canone di mercato corrisponde alla somma per la quale un'attività* potrebbe essere concessa in affitto da un proprietario motivato ad un affittuario motivato, dopo un adeguato periodo di commercializzazione, nell'ambito di una transazione fra soggetti indipendenti e che operano in modo informato, prudente e senza obblighi a concedere in affitto e ad affittare. Il canone di mercato coincide con il *market rent* degli IVS

I.6.11

Il canone di mercato *può* essere utilizzato come Configurazione di valore* quando è richiesto di stimare il valore* di un contratto di affitto di un'attività*. In questi casi è necessario confrontare l'affitto contrattuale con il canone di mercato.

I.6.12

La rete concettuale di base che supporta la definizione di valore* di mercato* presentata sopra *può* essere applicata anche nella stima del canone di mercato.

1268
1269
1270
1271
1272
1273
1274
1275

I.6.13

Il canone di mercato considera tanto la remunerazione del capitale investito nell'attività* (misurato a valore* di mercato*) – c.d. *return on* -, quanto il deprezzamento dell'attività* stessa – c.d. *return of* -. La somma delle due componenti corrisponde all'ipotetica rata di un mutuo per il valore* corrente del cespite, la durata della vita economica del cespite e il valore* di realizzo a fine vita dell'attività* (salvage value).

Valore* normale di mercato*

1276
1277
1278
1279
1280
1281
1282
1283
1284
1285
1286
1287

I.6.14

Il valore* normale di mercato* di un'attività* è il prezzo* che si formerebbe sul mercato in condizioni normali, evitando picchi o flessioni ingiustificate. Il valore normale di mercato non è una configurazione di valore prevista dagli IVS, ma che trova fondamento nel TUIR. Il TUIR – art. 9 comma 3 definisce così il valore* normale:” “Per valore* normale (...) si intende il prezzo* o corrispettivo mediamente praticato per i beni e i servizi della stessa specie o similari, in condizioni di libera concorrenza e al medesimo stadio di commercializzazione, nel tempo e nel luogo in cui i beni o servizi sono stati acquisiti o prestati, e, in mancanza, nel tempo e nel luogo più prossimi.” Il valore* normale di mercato* è dunque un prezzo* medio realizzabile sul mercato e nel caso di attività* con mercato attivo è una media di prezzi fatti nel periodo antecedente la Data della valutazione*.

1288
1289
1290
1291
1292
1293
1294

I.6.15

Contratti, statuti, regolamenti o patti possono fare riferimento al valore* normale di mercato* di un'attività* priva di mercato attivo. In questi casi il valore* normale di mercato* coincide con il valore* di mercato* che sarebbe realizzabile in condizioni ordinarie. Quindi la stima prescinde da circostanze particolari quali ad esempio eccessi di liquidità. In questi casi di assenza di mercato attivo, l'Esperto di valutazione* può stimare il valore* normale di mercato* sulla base dell'approccio del reddito, escludendo l'approccio di mercato.

Valore* d'investimento*

1295
1296
1297
1298
1299
1300

I.6.16

Il valore* d'investimento* esprime i benefici offerti da un'attività* per lo specifico proprietario o per uno specifico potenziale acquirente*, con finalità operative o a puro scopo* d'investimento. Il valore d'investimento coincide con l'*investment value* degli IVS.

1301

I.6.17

Il valore* d'investimento* è una Configurazione di valore* riferita ad uno specifico soggetto nominativamente identificato. Il valore* d'investimento* non si riferisce ad un valore* di scambio (*value in exchange*), in quanto esprime il valore* attuale dei benefici che uno specifico proprietario può ritrarre dal detenere l'attività* (*hold value*), non un valore* di scambio. Il valore* d'investimento* riflette gli obiettivi e le circostanze che caratterizzano il soggetto per il quale la valutazione* è stata richiesta. Il valore* d'investimento* è spesso utilizzato per misurare la ricchezza generata dall'investimento (= valore* attuale netto), una volta definito il prezzo* di scambio (valore* attuale netto = valore* d'investimento* – prezzo* di scambio) o per stabilire il prezzo* massimo riconoscibile in una transazione senza distruzione di valore* (valore* attuale netto = 0 quando prezzo* di scambio = valore* d'investimento*).

1312

I.6.18

I fattori specifici (positivi e negativi) riferiti ad un particolare acquirente non disponibili al partecipante al mercato* sono rappresentati, ad esempio da:

1315

- a) maggiore valore* conseguente alla creazione di un portafoglio di attività* simili;
- b) sinergie speciali (non universali) conseguenti alla congiunzione dell'attività* con altre attività* complementari possedute dal potenziale acquirente* o dall'attuale proprietario*;
- c) dissinergie speciali (non universali) conseguenti alla sovrapposizione di talune attività* già detenute dal potenziale acquirente* o dall'attuale proprietario*;
- d) diritti legali o restrizioni applicabili solo al potenziale acquirente* o all'attuale proprietario*;
- e) benefici fiscali o oneri fiscali applicabili solo al potenziale acquirente* o all'attuale proprietario*;
- f) speciale capacità di sfruttare l'unicità dell'attività* per il potenziale acquirente* o per l'attuale proprietario*.

I.6.19

Se i fattori specifici sono esclusivi dell'entità o sono invece disponibili anche per altri partecipanti al mercato* è determinato di caso in caso. Per esempio, se il massimo e migliore uso di un'attività* non è l'uso isolato (stand alone) ma unitamente ad un gruppo di attività* complementari, il maggiore valore* sinergico* dell'attività* non esprime una sinergia speciale, ma sinergie universali accessibili ai partecipanti al mercato*.

Valore* negoziale equitativo*

I.6.20

Il valore* negoziale equitativo* di un'attività* esprime il prezzo* al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due specifici contraenti, correttamente informati e concretamente motivati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi. Il valore negoziale equitativo coincide con l'*equitable value* degli IVS.

I.6.21

Il valore* negoziale equitativo* richiede di stimare un prezzo* equo fra due contraenti specifici, considerando i rispettivi vantaggi e svantaggi conseguenti alla transazione. Sebbene un prezzo* che è equo fra due contraenti specifici possa coincidere con il valore* di mercato*, ci possono essere casi in cui la stima del valore* negoziale equitativo* richiede di considerare elementi (quali sinergie speciali) che il valore* di mercato* non riflette. Esempi di casi in cui il valore* negoziale equitativo* può differire dal valore* di mercato* sono:

- a) cessione di pacchetti azionari fra azionisti di una società che possono trasferire il controllo della società stessa;
- b) acquisto di un'attività* da parte dell'affittuario, per estinzione anticipata del contratto di affitto;
- c) acquisto di un immobile da parte del proprietario del terreno o dell'immobile confinante.

Valore* convenzionale

I.6.22

Un valore* convenzionale discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti. La correttezza di tale valore* discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi. La definizione della configurazione di valore *deve* sempre essere riportata nella valutazione.

Valore* di liquidazione*

I.6.23

Il valore* di liquidazione* è un prezzo* fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento. Il valore* cauzionale o di garanzia è un particolare valore* di liquidazione* riferito ad una

data futura indeterminata entro un orizzonte temporale definito. Il valore* di liquidazione* (ordinaria, accelerata o forzata) è un valore* di smobilizzo.

I.6.24

Il valore* di liquidazione* risente della chiusura anticipata del ciclo di investimento da parte del venditore, per motivazioni e circostanze specifiche che definiscono il tipo di liquidazione (ordinaria, accelerata o forzata) per la quale è richiesta la stima. Il prezzo* che il venditore è disposto ad accettare in una liquidazione è funzione del tipo di liquidazione.

A solo titolo di esempio:

- a) la liquidazione ordinaria *può* riguardare un'entità che preferisce cedere l'attività* per poter effettuare un investimento dal quale si attende di ricavare maggiori benefici. In questo caso il venditore è motivato a vendere anche ad un valore* inferiore rispetto al valore* di mercato* a condizione che lo sconto sia inferiore ai benefici ritraibili dall'uso alternativo delle risorse finanziarie ricavate dalla vendita;
- b) la liquidazione accelerata *può* riguardare un'entità che *deve* far fronte a scadenze ravvicinate di debiti. In questo caso il venditore è motivato a vendere ad un valore* inferiore rispetto al valore* di mercato* per via del fatto che il periodo di commercializzazione disponibile è limitato e l'acquirente non *può* compiere un'adeguata due diligence. Il venditore non è comunque costretto a vendere e pertanto non è disposto ad accettare un prezzo* irragionevolmente contenuto;
- c) la liquidazione forzata *può* riguardare un'entità insolvente costretta alla vendita. In questo caso il venditore è obbligato a vendere e ad accettare il miglior prezzo* offerto. Anche in questo caso il periodo di commercializzazione *può* essere limitato e *può* essere preclusa una due diligence ai potenziali acquirenti. La liquidazione forzata spesso è realizzata attraverso una procedura d'asta.

I valori di liquidazione ordinaria e forzata coincidono con le corrispondenti definizioni degli IVS.

I.6.25

La caratteristica comune a tutti i tipi di liquidazione riguarda il fatto che l'attività* è valutata "come è – dove è" (*as is – where is*) e non cattura il massimo e miglior uso* accessibile al partecipante al mercato*. Se l'attività* "come è-dove è" non è vendibile, il valore* di liquidazione* *deve* essere espresso al netto dei costi da sostenere per rendere l'attività* vendibile.

I.6.26

La liquidazione ordinaria e la liquidazione accelerata presuppongono di individuare le ragioni che hanno condotto il venditore a chiudere anticipatamente il ciclo di investimento e le conseguenze dell'eventuale mancata vendita.

I.6.27

Il valore* di liquidazione* esprime il prezzo* ragionevolmente realizzabile tenuto conto:

- a) dei tempi nei quali la liquidazione *deve* avvenire;
- b) dell'informazione disponibile ai potenziali acquirenti;
- c) della circostanza che i potenziali acquirenti conoscono l'esigenza di liquidare l'attività* da parte del venditore;
- d) della circostanza che potrebbe non essere realizzabile una due diligence;
- e) del diverso grado di costrizione in cui si trova il venditore.

I.6.28

Il valore* di liquidazione* di un'azienda o di un gruppo di attività* *può* essere stimato alternativamente in relazione allo Scopo* della valutazione* in via atomistica o dell'azienda in funzionamento.

1411 **Valore* intrinseco**

1412 I.6.29

1413 Nel caso di valutazioni di aziende, di partecipazioni azionarie, di singole azioni, di strumenti finanziari e di
1414 beni immateriali si *può* fare riferimento ad una ulteriore Configurazione di valore* rappresentata dal valore*
1415 intrinseco (o fondamentale o valore di capitale economico). Il valore* intrinseco esprime l'apprezzamento
1416 che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza
1417 informativa *dovrebbe* esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti
1418 dall'attività* medesima e dei relativi rischi. Il valore intrinseco non è una configurazione di valore prevista
1419 dagli IVS.

1421 I.6.30

1422 Il valore* intrinseco non presuppone uno scambio (rappresenta un *hold value*, ossia il valore del detenere
1423 l'attività nelle sue condizioni correnti), in quanto esprime il valore* attuale dei benefici attesi dall'attuale
1424 proprietario* dall'uso dell'attività* "come è-dove è". Il valore* intrinseco riflette l'uso corrente dell'attività*
1425 e non il suo massimo e miglior uso* se diverso dal valore* corrente. Il valore* intrinseco non include né
1426 premi né sconti. Il valore* intrinseco è un valore* in atto, fondato sulla capacità di reddito in essere o
1427 realizzabile a breve termine. Esclude ogni potenzialità futura.

1429 I.6.31

1430 Il valore* intrinseco è spesso assunto a riferimento dagli analisti di mercato finanziario per esprimere un
1431 giudizio di sopra o sottovalutazione* da parte del mercato finanziario del valore* fondamentale dello
1432 strumento finanziario oggetto di valutazione*. Il valore* intrinseco *può* essere assunto a base anche di target
1433 price definiti dagli analisti di mercato finanziario. Nel caso degli analisti di mercato finanziario la stima del
1434 valore* intrinseco si fonda esclusivamente su informazione pubblica, per questa ragione la stima *può* differire
1435 da quella compiuta avendo accesso anche ad informazione di natura privata.

1437 I.6.32

1438 Nel caso di attività* non ancora ultimate (ad esempio progetti di ricerca e sviluppo in corso di formazione,
1439 progetti di sviluppo immobiliare in corso di realizzazione, ecc.) il valore* intrinseco coincide con il valore*
1440 ricavabile sulla base dei flussi di risultato attesi alla Data della valutazione*, come se l'attività* fosse
1441 ultimata, al netto dei relativi oneri ancora da sostenere.

1443 I.6.33

1444 Nel caso di opzioni (americane) il termine valore* intrinseco non assume il significato che il valore* assume
1445 nella valutazione* di aziende, di partecipazioni, di beni immateriali o di titoli azionari. Esso esprime il
1446 maggior valore* fra zero e la differenza fra il prezzo* corrente del sottostante ed il prezzo* di esercizio
1447 dell'opzione (opzione call) o fra il prezzo* di esercizio dell'opzione ed il prezzo* corrente del sottostante
1448 (opzione put).

1450 **Valore* di estinzione e valore* di adempimento (di passività)**

1451 I.6.34

1452 Nel caso di valutazioni di passività è possibile fare riferimento a due ulteriori configurazioni di valore*: il
1453 valore* di estinzione (*discharge value*) ed il valore* di adempimento (*fulfilment value*) che esprimono
1454 rispettivamente un valore* di scambio ed un valore* d'uso.

1456 I.6.35

1457 Il valore* di estinzione della passività (*discharge value*) corrisponde all'ammontare che un'entità *dovrebbe*
1458 pagare per estinguere una passività, trasferendola o liquidandola alla Data della valutazione*. Rappresenta
1459 il "costo* di uscita" dalla passività, pertanto riflette eventuali penali o sconti.

1460
1461
1462
1463
1464
1465
1466
1467
1468

I.6.36

Il valore* di adempimento (*fulfilment value*) è il valore* attuale dei flussi di cassa che l'entità si aspetta di pagare per adempiere alla passività secondo le condizioni contrattuali. Rappresenta il "costo* di adempimento" (*settlement value*) ed è quindi prospettico, basato sulle attese di pagamenti futuri attualizzati. Tiene conto di rischi, scadenze e incertezze legate all'adempimento. Ad esempio, per una polizza assicurativa, il valore* di adempimento (*fulfilment value*) è dato dal valore* attuale dei sinistri attesi, delle spese di gestione e di altri costi necessari per adempiere al contratto.

1469

Valori in atto o valori potenziali

1470

I.6.37

1471
1472
1473
1474
1475
1476
1477
1478
1479

Le configurazioni di valore* possono esprimere un valore* in atto o un valore* potenziale. La distinzione fra i due attributi di valore* risiede nel fatto che il valore* in atto esclude ogni beneficio futuro relativo ad una capacità di reddito rispetto alla quale l'impresa non si sia già impegnata e per la quale non vi siano riscontri obiettivi. Le configurazioni di valore* che esprimono un valore* di scambio (valore* di mercato*, valore* normale di mercato*, valore* negoziale equitativo*, canone di mercato), con la sola eccezione del valore* di liquidazione*, incorporano le potenzialità in relazione al *sentiment* prevalente di mercato alla Data della valutazione*. In alcune fasi di mercato i valori di mercato riflettono potenzialità anche molto lontane nel tempo. Alcune configurazioni di valore* che esprimono un valore* d'uso possono incorporare valori potenziali (valore* d'investimento*), altre invece li escludono (valore* intrinseco).

1480

Valore* sinergico* e valore* speciale

1481

I.6.38

1482
1483
1484
1485
1486

Il valore* sinergico* è il valore* addizionale per uno specifico soggetto (sinergia speciale) o per un generico partecipante al mercato* (sinergia universale) che si genera dalla combinazione di più attività* fra loro, per cui il valore* combinato delle attività* è superiore alla somma dei loro valori considerati separatamente. Il valore sinergico coincide con il *synergistic value* degli IVS.

1487

I.6.39

1488
1489
1490
1491
1492
1493
1494
1495
1496

Il valore* speciale riflette il valore* sinergico addizionale rispetto alle sinergie universali (*market participant synergies*) che un'attività* può generare per uno specifico soggetto. Il valore* addizionale è pari al valore* attuale dei benefici al netto dei costi per realizzare le sinergie. Perché si abbia valore* speciale occorre che la specifica attività* generi benefici netti maggiori per lo specifico soggetto piuttosto che per altri partecipanti al mercato* a causa di attributi fisici, geografici, economici o legali. Quando lo specifico soggetto non è il soggetto che detiene l'attività* si tratta di un'acquirente speciale. In nessun modo il valore* speciale è riflesso nel valore* di mercato* dell'attività*. Il valore* speciale è riflesso invece nel valore* d'investimento* dell'acquirente speciale o dell'attuale proprietario* del bene (se questi può godere di sinergie speciali).

1497

II.7 Prospettive di valutazione* (partecipanti al mercato* o specifico partecipante)

1498
1499

1500

I.7.1

1501
1502
1503
1504
1505

Ogni valutazione* deve esplicitare oltre alla Configurazione di valore* anche la prospettiva di valutazione* adottata. Al riguardo si distinguono due diverse prospettive:

- a) la prospettiva degli operatori partecipanti al mercato*;
- b) la prospettiva di uno specifico soggetto (che attualmente detiene il controllo dell'attività*, o terzo potenzialmente interessato ad effettuare un investimento connesso a quest'ultima o l'obbligato di una

passività).

I.7.2

I partecipanti al mercato* sono i potenziali acquirenti/venditori di un'attività* in grado di garantirne il massimo e migliore uso. Quando si adotta la loro prospettiva, occorre escludere dalla stima la prospettiva dello specifico soggetto che detiene l'attività* da valutare.

I.7.3

La prospettiva di uno specifico soggetto *deve* considerare invece tutti quei fattori specifici che accrescono o riducono il valore* dell'attività* oggetto di valutazione* e che non sono estendibili ai partecipanti al mercato*. Il totale degli addendi e dei sottraendi di valore* relativi allo specifico soggetto costituiscono il valore* speciale. Il valore* speciale *deve* essere sempre escluso da valutazioni che adottano la prospettiva dei partecipanti al mercato*. Il valore* speciale non include quei benefici che sono disponibili anche ai partecipanti al mercato*.

II.8 La Data della valutazione*

I.8.1

La Data della valutazione* definisce il momento temporale al quale è riferita la stima, non la data alla quale la stima è svolta (data di redazione della valutazione*). La Data della valutazione* assume rilievo perché la valutazione* *deve* riflettere fatti e circostanze conosciute e conoscibili a quella specifica data, che possono rapidamente modificarsi successivamente a quella data.

I.8.2

Eventi successivi alla data di valutazione*, conosciuti alla data di redazione della valutazione*, possono essere considerati solo se con adeguata cura e diligenza avrebbero potuto essere conosciuti o previsti anche alla Data della valutazione* da parte dei partecipanti.

I.8.3

L'estensione temporale che intercorre fra la Data della valutazione* e la data di redazione della stima distingue la valutazione* retrospettiva dalla valutazione* contemporanea. Una valutazione* è contemporanea quando la data di redazione della stima si riferisce ad una data di valutazione* ragionevolmente ravvicinata; la valutazione* è retrospettiva quando la data di valutazione* è risalente al passato.

I.8.4

Tutte le valutazioni – contemporanee o retrospettive – devono sempre considerare l'incertezza concernente il futuro.

I.8.5.

Le valutazioni retrospettive non debbono essere influenzate dalla circostanza che l'Esperto di valutazione* conosce ex post fatti storicamente realizzatisi, ma che non erano conosciuti né conoscibili alla data di riferimento della valutazione*. La valutazione* retrospettiva non è mai una valutazione* a posteriori, ma una valutazione* prospettica alla Data della valutazione*.

II.9 L'unità di valutazione*

I.9.1

L'unità di valutazione* costituisce l'aggregato di riferimento da cui è derivato il valore* dell'attività* oggetto di valutazione*. La scelta dell'unità di valutazione* *può* modificare il risultato della stima. Per questa ragione l'Esperto di valutazione* *deve* esplicitare l'unità di valutazione*. L'unità di valutazione* assume rilievo nella valutazione* per tutte quelle attività* per le quali la combinazione con altre attività* genera un valore* sinergico*. In questi casi, non vale la proprietà additiva del valore*. Se il valore* della combinazione dell'attività* A con l'attività* B ($A + B$) è maggiore della somma dei valori delle due attività* considerate isolatamente, l'unità di valutazione* assume rilievo in quanto influenza il risultato di stima.

I.9.2

L'Esperto di valutazione* *deve* selezionare l'unità di valutazione* più appropriata in relazione allo Scopo* della valutazione* e della finalità della stima. L'Esperto di valutazione* *deve* esplicitare le ragioni della scelta compiuta.

I.9.3.

L'unità di valutazione* *può* essere più piccola dell'attività* oggetto di valutazione* o più grande dell'attività* oggetto di valutazione*. Ad esempio, il valore* di una partecipazione azionaria *può* essere stimato sulla base del valore* del singolo titolo (moltiplicato poi per il numero di titoli che compongono la partecipazione azionaria) oppure sulla base del valore* del 100% dell'*equity* dell'azienda (moltiplicato poi per l'interessenza che la partecipazione esprime).

I.9.4

Il valore* di un'attività* *può* essere stimato considerando l'attività* isolatamente o unitamente ad un gruppo di attività* complementari. In quest'ultimo caso l'unità di valutazione* è maggiore dell'attività* oggetto di valutazione*. L'Esperto di valutazione* *deve* illustrare le ragioni per cui, eventualmente, ha considerato anche le attività* complementari e come ha allocato parte del valore* del gruppo di attività* all'attività* da valutare.

II.10 Presupposti della valutazione*

I.10.1

Il presupposto della valutazione* definisce le condizioni di utilizzo dell'attività* che la valutazione* presuppone. I presupposti della valutazione* più comuni sono:

- (a) massimo e miglior uso*;
- (b) uso corrente;
- (c) liquidazione atomistica (*gone concern*);
- (d) funzionamento (*going concern*).

I.10.2

Il massimo e miglior uso* adotta la prospettiva dei partecipanti al mercato* e *può* coincidere con l'uso corrente, quando l'attività* è utilizzata ottimamente.

Il massimo e miglior uso* di un'attività* utilizzata isolatamente *può* essere inferiore dal massimo e miglior uso* dell'attività* utilizzata in congiunzione con altre attività*. In questi casi il massimo e miglior uso* dell'attività* *deve* riflettere il contributo dell'attività* specifica al valore* del gruppo di attività*.

I.10.3.

Il massimo e miglior uso* *deve* essere:

- a) fisicamente possibile. Questo giudizio *deve* fondarsi su ciò che sarebbe ragionevole per i partecipanti;
- b) legalmente realizzabile. Questo giudizio *deve* considerare qualunque restrizione in essere all'uso dell'attività* e la probabilità che le restrizioni possano mutare nel futuro;
- c) finanziariamente sostenibile. Questo giudizio *deve* considerare i costi di riconversione al massimo e miglior uso* dell'attività* ed il rendimento dell'investimento per il tipico partecipante

I.10.4.

L'uso corrente fa riferimento alla destinazione d'uso corrente dell'attività ed alla combinazione corrente con altre attività. Prescinde dai benefici che potrebbero essere generati da una diversa destinazione d'uso o da uno sfruttamento su scala più ampia.

I.10.5

La liquidazione atomistica (*gone concern*) fa riferimento al valore di cessione delle attività che compongono l'azienda su base separata. Ciò sulla base del presupposto che l'azienda generi *badwill*. Ossia che la combinazione di attività in funzionamento esprima un valore inferiore rispetto alla somma delle attività singolarmente considerate.

I.10.6.

La prospettiva dell'azienda in funzionamento (*going concern*) fa riferimento al valore della combinazione di attività che compongono la specifica azienda. Ciò sulla base del presupposto che l'azienda generi *goodwill*. Ossia che la combinazione di attività in funzionamento esprima un valore superiore rispetto alla somma delle attività singolarmente considerate.

II.12 Costi di negoziazione

I.12.1

I costi di negoziazione (detti frequentemente "di transazione") sono i costi diretti incrementali, ivi comprese imposte e tasse, che venditore e/o acquirente sopportano nel trasferimento di un bene, di un gruppo di beni o di un'entità aziendale. Le configurazioni di valore* se non diversamente esplicitato non considerano i costi di transazione. Così, ad esempio, il valore* di mercato* non esprime il ricavato netto dalla vendita dell'attività*.

II.13 Fiscalità

I.13.1

L'Esperto di valutazione* *deve* esplicitare le ipotesi che ha assunto con riguardo alla fiscalità qualunque approccio valutativo* abbia adottato (di mercato, del reddito o del costo*), motivando le scelte compiute.

II.14 Approcci di valutazione*

I.14.1

I differenti approcci di valutazione* individuano differenti prospettive di valutazione* entro le quali possono essere classificati i principali metodi di stima.

Al fine della determinazione del valore* devono essere utilizzati solo metodi riconducibili agli approcci di valutazione*.

1650
1651 I.14.2

1652 Gli approcci di valutazione* si basano su altrettanti principi economici: il prezzo* di equilibrio,
1653 l'anticipazione dei benefici attesi, il costo* di sostituzione. Gli approcci di valutazione* sono:

- 1654 a) approccio di mercato (*market approach*);
1655 b) approccio del reddito (*income approach*);
1656 c) approccio del costo* (*cost approach*).

1657 Poiché la scelta dell'approccio di valutazione* non è neutrale rispetto al risultato della stima, l'Esperto di
1658 valutazione* *deve* spiegare le ragioni della scelta dell'approccio o degli approcci di cui ha fatto uso.

1659
1660 I.14.3

1661 L'obiettivo nella selezione dell'approccio o degli approcci di valutazione* da adottare consiste
1662 nell'individuare il metodo o i metodi di valutazione* più appropriati tenendo conto dei diversi principi
1663 economici di riferimento di ciascun approccio. Non esiste un approccio di valutazione* da preferire
1664 in ogni circostanza. Il processo di selezione dell'approccio valutativo* *dovrebbe* considerare al
1665 minimo:

- 1666 a) la configurazione di valore* oggetto di stima;
1667 b) la natura dell'attività*;
1668 c) gli approcci utilizzati normalmente dai partecipanti al mercato* per valutare l'attività*;
1669 d) l'informazione necessaria e disponibile per poter applicare correttamente ciascun approccio.

1670
1671 I.14.4.

1672 L'Esperto di valutazione* non *deve* necessariamente utilizzare più di un metodo di valutazione*.
1673 Tuttavia, la scelta di un solo metodo presuppone un elevato grado di confidenza nell'accuratezza e
1674 nella affidabilità del metodo prescelto, in relazione agli specifici fatti e circostanze che caratterizzano
1675 la valutazione*. In assenza di un elevato grado di confidenza l'Esperto di valutazione* *dovrebbe*
1676 considerare l'uso di più approcci e metodi di valutazione*, specie quando non ci sono informazioni
1677 fattuali ed oggettive che possano confortare sull'accuratezza del risultato di un solo metodo di
1678 valutazione*.

1679 Nel caso dell'utilizzo di più metodi e approcci di valutazione* i risultati dei diversi metodi devono
1680 essere riconciliati fra loro e tradotti in una conclusione di valore*. La conclusione di valore deve
1681 essere frutto di giudizio professionale e non *può* essere demandata ad un mero calcolo aritmetico. La
1682 media semplice può essere una conclusione di valore solo se frutto di un esplicito giudizio
1683 professionale che *deve* essere esplicitato nella relazione di stima.

1684
1685 I.14.5.

1686 I PIV presentano alcuni metodi di valutazione* riconducibili agli approcci del mercato, del reddito e
1687 del costo* ma non forniscono una illustrazione di tutti i possibili metodi di valutazione*. È
1688 responsabilità dell'Esperto di valutazione* scegliere il metodo o i metodi più appropriati allo
1689 specifico caso. L'Esperto di valutazione* *deve* comunque sempre chiarire a quale approccio
1690 valutativo* si riferiscono i metodi di valutazione* utilizzati. La valutazione* *può* essere conforme ai
1691 PIV anche quando si faccia uso di metodi non descritti nei PIV, purché tali metodi siano riconducibili
1692 ad uno o più dei tre approcci di valutazione* (di mercato, del reddito e del costo*).

1693
1694 I.14.6.

1695 Quando i diversi approcci e metodi conducono a risultati molto divergenti fra loro l'Esperto di
1696 valutazione* *dovrebbe* individuare le ragioni di tali differenze e non limitarsi solo a ponderare in
1697 misura diversa i risultati dei diversi metodi. In presenza di ampie divergenze vi è la presunzione che
1698 alcuni approcci o metodi non siano appropriati alla stima della specifica Configurazione di valore*,
1699 per la specifica attività* e per lo specifico scopo*.

1701 I.14.7
1702 In linea di principio l'Esperto di valutazione* *dovrebbe* massimizzare l'uso dell'informazione esterna
1703 disponibile nell'applicazione di tutti e tre gli approcci. A prescindere dalla fonte degli input, l'Esperto
1704 di valutazione* *deve* comunque verificare la loro appropriatezza rispetto allo Scopo* della
1705 valutazione*.

1706
1707 I.14.8
1708 Ciascun approccio di valutazione* include molti diversi metodi di valutazione*, accomunati da una stessa
1709 logica valutativa sottostante. L'Esperto di valutazione* *deve* motivare l'uso di uno o più metodi che si
1710 riferiscono ad uno stesso approccio.

1711
1712 I.14.9
1713 Ciascun metodo di valutazione* richiede assunzioni ed applicazioni che devono essere coerenti con
1714 la l'attività* da valutare, con la Configurazione di valore* adottata, con lo Scopo* della valutazione*.
1715 Queste scelte definiscono i modelli di valutazione*.

1716

1717 **Approccio di mercato (*market approach*)**

1718
1719 I.14.10
1720 L'approccio di mercato (*market approach*) fornisce un'indicazione di valore* attraverso la comparazione
1721 dell'attività* oggetto di valutazione* con attività* simili o identiche con riferimento alle quali siano
1722 disponibili prezzi recenti.

1723
1724 I.14.11
1725 L'Esperto di valutazione* *deve* essere consapevole che l'approccio di mercato fornisce indicazioni di valore*
1726 significative, in quanto basate su dati oggettivi, quando ricorrono le seguenti condizioni:
1727 a) le attività* assunte quali benchmark dell'attività* oggetto di valutazione* presentano un grado
1728 accettabile di comparabilità;
1729 b) i prezzi osservati per le attività* di riferimento si formano in normali condizioni di mercato;
1730 c) non siano riconosciuti nel prezzo* valori o sinergie speciali (legate a specifiche transazioni).

1731
1732 I.14.12
1733 Il requisito della comparabilità *deve* essere apprezzato avendo riguardo alle caratteristiche delle attività* e
1734 delle negoziazioni che hanno originato i prezzi osservati.

1735
1736 I.14.13
1737 Qualora i prezzi osservati sul mercato si riferiscano ad unità di valutazione* diverse da quella che rileva nel
1738 contesto dell'incarico ricevuto, l'Esperto di valutazione* *può* ricondurre le indicazioni di mercato alla unità
1739 di valutazione* appropriata attraverso l'applicazione di premi e sconti se ne ricorrono le condizioni. Ad
1740 esempio, la capitalizzazione di mercato di una società quotata, *può* non esprimere il valore* del 100%
1741 dell'*equity*, in quanto la compravendita dei titoli sul mercato azionario non trasferisce il controllo, infatti
1742 spesso un'offerta pubblica di acquisto (OPA) lanciata per acquisire il controllo della società quotata
1743 riconosce un premio rispetto alla quotazione corrente .

1744
1745 I.14.14
1746 Presupposto per l'impiego dell'approccio di mercato è che i prezzi osservati sul mercato con riferimento ad
1747 attività* simili risultino rappresentativi del prezzo* che si potrebbe formare alla data di valutazione*.
1748 All'Esperto di valutazione* è richiesta un'analisi delle condizioni che hanno determinato la formazione dei
1749 prezzi stessi. Transazioni disperse su un lungo arco temporale possono non essere indicative del prezzo*

1750 realizzabile alla Data della valutazione*.

1751

1752 I.14.15

1753 In linea di principio l'approccio di mercato fornisce indicazioni di prezzo* che si potrebbero formare
1754 alla Data della valutazione* per l'attività* oggetto di valutazione* quando:

- 1755 a) la stessa attività* è stata venduta in una transazione fra soggetti indipendenti in tempi recenti;
- 1756 b) la stessa attività* o attività* simili sono scambiate in un mercato attivo;
- 1757 c) ci sono frequenti e/o recenti transazioni aventi per oggetto attività* simili;

1758

1759 I.14.16

1760 Anche quando non sono verificate le circostanze richiamate al paragrafo I.14.15 l'approccio di
1761 mercato fornisce comunque indicazioni di prezzo* utili ad essere confrontate con i risultati di stima
1762 di altri approcci. Ad esempio quando:

- 1763 a) le transazioni aventi per oggetto l'attività* o attività* simili non sono recenti ed i prezzi sono
1764 volatili;
- 1765 b) l'attività* o attività* simili sono scambiate in mercati organizzati, ma che non sono mercati
1766 attivi;
- 1767 c) le attività* comparabili negoziate sul mercato mostrano significative differenze rispetto
1768 all'attività* oggetto di valutazione* ed i prezzi richiederebbero significativi aggiustamenti;
- 1769 d) le informazioni sulle transazioni recenti non sono affidabili (prezzi non comunicati e solo
1770 ufficiosi, acquirenti sinergici, operazioni fra soggetti non indipendenti, vendite forzate, ecc.);
- 1771 e) il prezzo* realizzabile sul mercato costituisce comunque il riferimento più significativo* del
1772 valore* dell'attività* rispetto al valore* attuale dei benefici attesi o del costo* di sostituzione.

1773

1774 I.14.17

1775 Anche quando l'approccio di mercato non è utilizzato – ad esempio per la natura troppo eterogenea
1776 delle attività* scambiate sul mercato e l'assenza di attività* comparabili o per la specifica
1777 Configurazione di valore* che non si riferisce ad un valore* di scambio – l'Esperto di valutazione*
1778 dovrebbe, nell'applicazione degli altri approcci far uso di informazioni desunte dal mercato (ad
1779 esempio per la stima del tasso di sconto).

1780 **Approccio del reddito (*income approach*)**

1781

1782 I.14.18

1783 L'approccio del reddito (*income approach*) fornisce un'indicazione del valore* basata sulla capacità di una
1784 attività* di generare benefici nel futuro. Questi ultimi possono essere configurati con differenti criteri ed
1785 esprimere flussi di cassa, flussi di reddito, costi risparmiati. Naturalmente l'uso di questo approccio
1786 presuppone la possibilità di disporre di stime affidabili della capacità dell'attività* di generare benefici nel
1787 futuro.

1788

1789 I.14.19

1790 L'approccio del reddito fornisce indicazioni significative di valore* quando:

- 1791 a) oggetto di stima è una Configurazione di valore* che non esprime un valore* di scambio, ma
1792 il valore* di detenere l'attività* (*hold value*);
- 1793 b) oggetto di stima è una Configurazione di valore* che esprime un valore* di scambio e la
1794 capacità di reddito dell'attività* è l'elemento critico che verrebbe considerato dal partecipante
1795 al mercato*.

1796

1797 I.14.20

1798 Anche quando non sono verificate le circostanze richiamate al paragrafo I.14.19, l'approccio del
1799 reddito fornisce comunque indicazioni di valore* utili ad essere confrontate con i risultati di stima di
1800 altri approcci. Ad esempio quando:

- 1801 a) la capacità di reddito dell'attività* è solo uno degli elementi che i partecipanti
1802 considererebbero nella stima del valore* dell'attività*;
- 1803 b) c'è una significativa incertezza riguardo all'ammontare ed ai tempi di realizzazione dei
1804 risultati futuri;
- 1805 c) mancano informazioni relative alla capacità prospettica di reddito dell'attività* (ad esempio
1806 perché la valutazione* è compiuta su incarico di azionisti di minoranza o soggetti terzi che
1807 non hanno accesso ad informazione prospettica di fonte aziendale);
- 1808 d) l'attività* è in una fase del ciclo di vita in cui non ha ancora iniziato a generare reddito, anche
1809 se ci si attende che genererà reddito nel futuro.

1810 1811 I.14.21

1812 Il principio alla base dell'approccio del reddito è che qualunque investitore si attende di ricevere un
1813 rendimento dal proprio investimento e che tale rendimento *dovrebbe* riflettere il livello di rischio
1814 percepito dell'investimento stesso. In linea di principio gli investitori richiedono di essere compensati
1815 per il rischio sistematico (conosciuto anche come rischio di mercato o rischio non diversificabile).
1816

1817 **Approccio del costo* (*cost approach*)**

1818 I.14.22

1819 L'approccio del costo* (*cost approach*) fornisce indicazioni in ordine all'onere che *dovrebbe* essere
1820 sostenuto per rimpiazzare l'attività* oggetto di valutazione* con una attività* di utilità equivalente e vita
1821 residua equivalente. Tale informazione *può* risultare rilevante* anche in presenza di indicazioni di valore*
1822 desumibili dall'approccio di mercato (*market approach*) e dall'approccio del reddito (*income approach*).
1823

1824 I.14.23

1825 Il valore* di qualunque attività* sulla base del criterio del costo* è rappresentato dal costo* di rimpiazzo. Il
1826 costo* di rimpiazzo *può* essere stimato direttamente o viceversa muovendo dal costo* di riproduzione storico
1827 aggiustato in diminuzione per considerare eventuali costi curabili (deterioramenti dell'attività* riparabili) o
1828 costi in eccesso (costi sostenuti nel passato che alla Data della valutazione* non si giustificerebbero più).
1829

1830 I.14.24

1831 Il costo* di riproduzione aggiustato e il costo* di rimpiazzo devono essere determinati tenendo conto dei
1832 fenomeni di degrado (obsolescenza) che interessano l'attività* oggetto di valutazione* alla data di
1833 valutazione*. Il costo* di rimpiazzo o di riproduzione a nuovo *deve*, cioè, essere ridotto per esprimere
1834 l'obsolescenza fisica ed economica dell'attività* nel suo stato corrente.

1835 1836 I.14.25

1837 L'approccio del reddito fornisce indicazioni significative di valore* quando:

- 1838 a) i partecipanti sarebbero in grado di ricreare un'attività* con la stessa utilità dell'attività* da
1839 valutare, senza restrizioni legali o regolamentari, in tempi tali per cui un partecipante non
1840 sarebbe disposto a pagare un premio per l'immediata disponibilità dell'attività*;
- 1841 b) l'attività* non è in grado di generare reddito e la sua natura unica rendono inapplicabili
1842 l'approccio del reddito e l'approccio del mercato e/o;
- 1843 c) la Configurazione di valore* è fondamentalmente basata sul costo* di rimpiazzo.

1844 1845 I.14.26

1846 Anche quando non sono verificate le circostanze richiamate al paragrafo I.14.25. l'approccio del
1847 costo* fornisce comunque indicazioni di valore* utili ad essere confrontate con i risultati di stima di
1848 altri approcci. Ad esempio quando:
1849 a) i partecipanti al mercato* sarebbero in grado di ricreare l'attività*, ma esistono vincoli legali o
1850 regolamentari e/o i tempi necessari sono protratti;
1851 b) l'approccio del costo* fornisce un valore* di controllo ragionevole per le stime di valore*
1852 ottenute sulla base di altri approcci (ad esempio un'azienda priva di vantaggi competitivi
1853 specifici *dovrebbe* avere un valore* allineato al costo* delle sue attività* nette);
1854 c) l'attività* è stata creata di recente, per cui vi è un'elevata affidabilità delle assunzioni necessarie
1855 all'applicazione dell'approccio del costo*.

1856 I.14.27

1857 Nel caso di attività* non ancora completate il costo* *deve* riflettere i costi sostenuti sino alla data,
1858 solo nella misura in cui contribuiscano effettivamente al valore* dell'attività* tenuto conto dei costi
1859 ancora da sostenere e della capacità prospettica di reddito dell'attività* e dei suoi rischi.

1862 I.15 Modelli valutativi

1863 I.15.1

1864 Il termine modello valutativo* si riferisce alla modalità o allo strumento utilizzato per la
1865 implementazione quantitativa di un metodo di valutazione*. Mentre il metodo definisce la tecnica
1866 utilizzata e la stima, il modello definisce come il metodo è stato applicato. Ad esempio, dato il metodo
1867 del DCF- *Discounted Cash Flow* per valutare un'azienda, il modello valutativo* definisce quali flussi
1868 di cassa sono utilizzati (asset side o *equity* side, medi attesi o più probabili), l'estensione del periodo
1869 di previsione esplicita, come è normalizzato il flusso terminale e come è stimato il valore* terminale,
1870 la struttura finanziaria di riferimento, la fiscalità, il perimetro (core o non core) cui è applicato, ecc.
1871 Le diverse modalità di applicazione di un metodo valutativo sono funzione della Configurazione di
1872 valore*, dello Scopo* della valutazione* e della base informativa* disponibile

1874 I.15.2.

1875 L'Esperto di valutazione* *deve* applicare giudizio professionale* e scetticismo professionale* nella
1876 selezione del modello valutativo*: la scelta in merito a come è applicato il metodo valutativo *può*
1877 infatti condizionare in misura rilevante* il risultato della stima.

1879 I.15.3

1880 Il modello di valutazione* *deve* essere testato per assicurare che il risultato è accurato e appropriato,
1881 per l'attività* oggetto di valutazione*, per la Configurazione di valore*, per il metodo di valutazione*
1882 e per gli utilizzatori della valutazione*.

1884 I.15.4

1885 L'Esperto di valutazione* *deve* far uso del giudizio professionale* per bilanciare le caratteristiche
1886 rilevanti del modello valutativo* al fine della individuazione del modello più adatto. Le caratteristiche
1887 rilevanti del modello valutativo* sono:

- 1888 • accuratezza, il modello valutativo* non soffre di distorsioni ed è appropriato rispetto allo
1889 Scopo* della valutazione*;
- 1890 • completezza, il modello valutativo* è in grado di considerare tutti gli elementi rilevanti che
1891 hanno influenza sul valore* dell'attività*;
- 1892 • tempestività, il modello riflette le condizioni di mercato alla Data della valutazione*;

- 1893 • trasparenza, l'uso del modello presuppone la conoscenza dei suoi limiti, delle ipotesi
1894 sottostanti e di come opera.

1895 In certi casi, il modello valutativo* non incorpora tutte queste caratteristiche. Conseguentemente
1896 l'Esperto di valutazione* *deve* valutare se il modello valutativo è comunque appropriato a valutare
1897 l'attività* considerato lo scopo* del lavoro ed il metodo valutativo.

1898 I.15.5

1899 L'Esperto di valutazione* *deve* fornire:

- 1900 a. i supporti necessari a comprendere la scelta del modello valutativo*;
1901 b. la descrizione degli input e dei risultati;
1902 c. le assunzioni rilevanti;
1903 d. le limitazioni del modello e le ipotesi sottostanti;
1904 e. i controlli del modello ed i risultati.

1905 La documentazione *deve* essere sufficiente a permettere ad un altro Esperto di valutazione* di capire
1906 sulla base del proprio giudizio professionale* perché è stato selezionato quello specifico modello
1907 valutativo*.

1908 **II.16 Documentazione e relazione di valutazione***

1909 I.16.1

1910 Una valutazione* conforme ai PIV *deve* avere una documentazione di supporto sufficiente ed una
1911 relazione in grado di descrivere ed illustrare agli utilizzatori finali* gli approcci valutativi, i metodi
1912 di valutazione*, gli input, i modelli di valutazione*, il giudizio professionale* e i risultati della
1913 stima.

1914 I.16.2

1915 La documentazione e la relazione devono sempre essere informata scritta e possono includere, oltre a
1916 testi scritti, file elettronici ed altri sistemi di calcolo. Anche quando l'Esperto di valutazione* è un
1917 dipendente dello stesso committente* è necessario che sia disponibile documentazione e relazione
1918 scritta.

1920 **II.17 Premi e sconti**

1921 I.17.1

1922 I premi e gli sconti sono rettifiche, rispettivamente in aumento e in diminuzione, da applicare
1923 (eventualmente) ad una stima di valore* ottenuta sulla base dei diversi metodi per tradurla in un prezzo*
1924 probabile di mercato. Il loro uso *deve* essere cauto e motivato.

1925 I.17.2

1926 Premi e sconti possono essere utilizzati anche per tradurre prezzi rilevati nell'ambito di transazioni aventi
1927 per oggetto unità di valutazione* differenti (ad esempio pacchetti di controllo o di minoranza) rispetto a
1928 quella oggetto di valutazione* (pacchetti di minoranza o di controllo).

1929 I.17.3

1930 Talvolta gli sconti sono applicati per catturare un profilo di rischio che non è catturato dagli input utilizzati
1931 negli approcci di valutazione*. Esempi di questa tipologia di sconti riguardano i rischi:

- 1935 a) di dipendenza da una persona chiave;
1936 b) di concentrazione del portafoglio clienti;
1937 c) della natura captive dell'attività*;
1938 d) della illiquidità dell'attività* quando oggetto di stima è una Configurazione di valore* che esprime
1939 un valore* di scambio (*value in exchange*)
1940

1941 I.17.4

1942 In taluni casi gli sconti sono applicati per stimare il valore* di liquidazione* di un'attività*, muovendo dal
1943 valore* di mercato* o per stimare il valore* di liquidazione* forzata muovendo dal valore* di liquidazione*
1944 ordinaria.
1945

1946 **II.18 Tassi di sconto¹**

1947

1948 I.18.1

1949 I tassi di sconto, o di attualizzazione, nelle valutazioni hanno la funzione di trasformare flussi di cassa (cash
1950 flow) esigibili a date future in un importo, il valore* attuale, esigibile alla data di valutazione*. Il principio
1951 base è che ricevere uno specifico flusso di cassa a una specifica data futura è equivalente a ricevere il valore*
1952 attuale del flusso di cassa alla data di valutazione*.
1953

1954 I.18.2

1955 Se il flusso di cassa da valutare non è esposto a rischio, cioè se è esente da qualsiasi tipo di incertezza, il
1956 tasso di sconto* *deve* tener conto solo del differimento temporale. In questo caso il valore* attuale coincide
1957 col valore* del flusso di cassa abbattuto per la remunerazione monetaria del tempo, o price of time, (relativa
1958 al periodo di differimento). Il tasso di sconto* che produce questo abbattimento è il tasso privo di rischio, o
1959 tasso risk-free (relativo al periodo di differimento considerato).
1960

1961 I.18.3

1962 Il tasso privo di rischio non è specifico dell'attività* o dell'entità aziendale oggetto di valutazione* (non è
1963 *entity specific o asset specific*), ma *dovrebbe* essere obiettivo, in quanto coerente con la situazione corrente
1964 di mercato finanziario (*market consistent*) alla Data della valutazione*.
1965

1966 I.18.4

1967 I tassi di sconto privi di rischio devono sempre essere coerenti con l'unità di valore* (e la valuta funzionale)
1968 in cui sono espressi i flussi di cassa da valutare.

1969 In particolare, se i flussi di cassa rappresentano importi nominali, i tassi di sconto da utilizzare vanno intesi
1970 come tassi nominali: debbono includere, cioè, una componente inflattiva (tasso di inflazione atteso).

1971 Se i flussi di cassa da valutare sono reali, questi potranno essere attualizzati applicando tassi di sconto
1972 nominali solo dopo essere stati preliminarmente trasformati in importi nominali, rivalutandoli per l'inflazione
1973 attesa. Alternativamente, l'attualizzazione dei flussi di cassa reali *deve* essere effettuata utilizzando tassi di
1974 sconto reali, che non includono, cioè, la componente inflattiva.
1975

1976 I.18.5

1977 Un flusso di cassa rischioso è un flusso di cassa di cui non è noto l'importo che sarà effettivamente realizzato,
1978 in quanto potrà assumere un determinato insieme di valori possibili. L'Esperto di valutazione* *deve* formarsi
1979 un'opinione (*view*) sul flusso di cassa rischioso, che dovrebbe, quando possibile, essere quantificata

¹ Nella parte che segue il termine “flusso di cassa” (o “*cash flow*”) sarà utilizzato secondo un’accezione molto ampia, per garantire ai principi la massima generalità. Come sarà chiaro dai commenti e dagli esempi di contesto, col termine si farà anche riferimento, in particolare, ai flussi di risultato reddituali, largamente utilizzati nella valutazione* di aziende, o di rami di azienda, secondo l’*approccio del reddito (income approach)*.

1980 attribuendo una probabilità ai diversi valori possibili. Nell'ambito di tale quantificazione l'Esperto di
1981 valutazione* *deve* adottare la prospettiva di valutazione* coerente con la Configurazione di valore* ricercata.
1982

1983 I.18.6

1984 Il valore* atteso di un flusso di cassa rischioso va inteso nel senso tecnico di media ponderata dei valori
1985 possibili ("*probability-weighted average of possible values*"); rappresenta, cioè, il valor medio della
1986 distribuzione di probabilità costruita su tutti i possibili valori assunti dal flusso di cassa.

1987 Il valore* stimato di un flusso di cassa rischioso è genericamente riferito a quantificazioni del flusso di cassa
1988 basate su un ventaglio di ipotesi più limitato, cioè, ottenute trascurando alcuni scenari estremi, ma possibili.
1989 Il valore* stimato, quindi, contiene in genere una distorsione (*bias*) rispetto al valore* atteso (il valore atteso
1990 è una quantità non conosciuta e come tale stimabile con errore); l'Esperto di valutazione* *può* eliminare
1991 questa distorsione con una opportuna correzione o "rettifica" del flusso di cassa. Un valore* atteso è un
1992 valore* stimato con distorsione nulla.
1993

1994 I.18.7

1995 Se un flusso di cassa futuro atteso è rischioso, la valutazione* *deve* tener conto oltre che del costo* del tempo
1996 anche del livello di incertezza del flusso di cassa. In questo caso il valore* attuale coincide col valore* del
1997 flusso di cassa abbattuto per la remunerazione monetaria del tempo (*price of time*) e aggiustato per la
1998 remunerazione monetaria del rischio (*price of risk*).
1999

2000 I.18.8

2001 Per incorporare il price of risk nel valore* attuale l'Esperto di valutazione* *può* considerare due metodi
2002 principali (qui presentati con riferimento ad attività* o a passività):

2003 a) attualizzazione dell'equivalente certo (*Discounted Certainty Equivalent*, DCE). Si ricava un
2004 equivalente certo del flusso di cassa rischioso sommando un aggiustamento per il rischio
2005 (premio/sconto) al valore* atteso del flusso di cassa, e si attualizza l'equivalente certo al tasso privo
2006 di rischio;

2007 b) attualizzazione aggiustata per il rischio (*Risk-Adjusted Discounting*, RAD). Si sconta il flusso di
2008 cassa atteso sommando un aggiustamento per il rischio (premio/sconto) al tasso di attualizzazione.
2009 Questo tasso, che incorpora sia il price of time che il price of risk, è il tasso aggiustato per il rischio
2010 (*risk-adjusted rate*, *risky rate*), relativo al periodo di differimento considerato².

2011 L'Esperto di valutazione* *può* anche considerare metodi misti, o ibridi, che combinano un'utilizzazione
2012 parziale dei due approcci.
2013

2014 I.18.9

2015 Se il flusso di cassa rischioso da valutare è una attività* e se il valore* attuale è ottenuto col metodo
2016 dell'equivalente certo scontato (DCE), l'equivalente certo del flusso di cassa *deve* essere ottenuto applicando
2017 una adeguata detrazione (sconto) al valore* atteso del flusso di cassa.
2018

2019 I.18.10

2020 Se il flusso di cassa rischioso da valutare è una passività e se il valore* attuale è ottenuto col metodo
2021 dell'equivalente certo scontato (DCE), l'equivalente certo del flusso di cassa *deve* essere ottenuto applicando
2022 una adeguata maggiorazione (premio, caricamento) al valore* atteso del flusso di cassa.
2023

2024 I.18.11

² Il metodo RAD nella prassi della valutazione* delle aziende è spesso denominato Discounted Cash Flow method (DCF), e in situazioni non ambigue le due diciture possono essere usate in modo intercambiabile. In generale, tuttavia il termine RAD consente di distinguere il metodo rispetto al DCE, che fondandosi anch'esso su cash-flow discounting potrebbe essere considerato un DCF. Ciò mentre la distinzione tra RAD e DCE è fondamentale, perché permette di chiarire se il *price of risk* è incorporato nel fattore di sconto oppure nel flusso di cassa da scontare, distinzione che ha conseguenze, sia teoriche che pratiche, rilevanti.

Se il flusso di cassa rischioso da valutare è una attività* e se il valore* attuale è ottenuto col metodo dell'attualizzazione aggiustata per il rischio (RAD), il tasso aggiustato per il rischio *deve* includere una adeguata maggiorazione del tasso privo di rischio (relativo al periodo di differimento considerato).

I.18.12

Se il flusso di cassa rischioso da valutare è una passività e se il valore* attuale è ottenuto col metodo dell'attualizzazione aggiustata per il rischio (RAD), il tasso aggiustato per il rischio *deve* includere una adeguata riduzione del tasso privo di rischio (relativo al periodo di differimento considerato).

I.18.13

In generale i premi al rischio, e quindi i tassi aggiustati per il rischio, sono specifici (*entity specific*), in quanto esprimono il rischio percepito dell'attività*/passività. Tuttavia, anche a parità del livello di rischio percepito, dipendono dal livello di avversione al rischio caratteristico delle parti coinvolte nella valutazione*. In una valutazione* che adotti la prospettiva dei partecipanti al mercato*, l'Esperto di valutazione* *deve* effettuare il miglior sforzo per garantire alle stime dei premi al rischio livelli adeguati di oggettività (nel senso della *market consistency*), utilizzando opportuni modelli di mercato.

Tasso di sconto* e periodo di riferimento

I.18.14

In generale periodi di differimento diversi richiedono tassi di sconto (sia privi di rischio, sia aggiustati per il rischio) diversi. Quindi, se si ha una sequenza di flussi di cassa (cash flow stream) con diverse scadenze, è richiesta una struttura per scadenza (*term structure*) di tassi di attualizzazione: il valore* attuale della sequenza di flussi di cassa è ottenuto sommando i valori attuali dei singoli flussi di cassa, ricavati scontando ciascun flusso di cassa al tasso relativo alla scadenza corrispondente.

I.18.15

L'Esperto di valutazione* *può* adottare un criterio semplificato, basato sull'uso di un unico tasso di sconto* "medio" r per l'attualizzazione di tutti i flussi di cassa della sequenza da valutare. Questo tasso medio *può* essere ottenuto con metodi diversi. Un criterio tipico è quello della scadenza media: r è scelto come il tasso relativo alla scadenza "media" della sequenza (anche in questo caso, potendo la media essere definita con diverse modalità).

Un criterio alternativo è quello del tasso equivalente, o tasso interno di rendimento (TIR o IRR): r è il tasso costante che produce lo stesso valore* attuale ottenuto usando la struttura per scadenza dei tassi (cioè scontando ogni flusso di cassa al tasso relativo alla scadenza corrispondente).

Metodi e modelli per l'attualizzazione aggiustata per il rischio (*Risk-Adjusted Discounting*)³

I.18.16

Il tasso privo di rischio (risk-free) è il rendimento riconosciuto in un mercato in equilibrio per prestiti considerati esenti da incertezza. Ne consegue che un flusso di cassa futuro non rischioso *deve* essere scontato

³ I flussi di cassa ai quali si *può* applicare il *risk-adjusted discounting* (RAD) possono avere origine e natura disparate e i tassi di sconto applicati dovranno essere scelti coerentemente. Possono aversi per esempio sequenze di cash flow reddituali, monetari, di tipo "asset side", di tipo "equity side"; e gli importi considerati potranno essere espressi in termini nominali oppure reali. In corrispondenza di ciascuna tipologia di flusso esistono metodi e modelli per caratterizzare gli adeguati tassi di attualizzazione.

Nella valutazione* d'impresa sarà particolarmente rilevante* la forma della *struttura finanziaria*, cioè quale frazione del capitale d'impresa è in forma di *equity* (mezzi propri) e quale in forma di *debito*, e come quest'ultima è eventualmente suddivisa nelle varie forme tecniche di indebitamento. Queste due componenti fondamentali hanno profili di rischiosità differenti e i relativi cash flow andranno attualizzati con gli adeguati tassi di sconto: il *costo**-*opportunità dei mezzi propri* (*cost of equity*) e il *costo** medio ponderato del capitale (*weighted-average cost of capital*).

Dato che il metodo RAD *può* presentare criticità se applicato alla valutazione* di passività (liability) rischiose (flussi di cassa con valore* atteso negativo), si sottintenderà che i cash flow rischiosi considerati in questa sezione siano *asset cash flow* (con valore* atteso positivo). Inoltre si intenderà sempre che i tassi considerati siano espressi su base annua.

al tasso privo di rischio (relativo al periodo di differimento).

I.18.17

Il tasso di valutazione* o tasso aggiustato per il rischio (risk-adjusted rate), r_v , è il rendimento atteso riconosciuto in un mercato in equilibrio per investimenti alternativi esposti ad un medesimo rischio. La valutazione* di un flusso di cassa futuro rischioso *deve* essere effettuata scontando il valore* atteso del flusso di cassa al tasso aggiustato per il rischio (relativo al periodo di differimento). Il premio al rischio, ovvero la maggiorazione rispetto al tasso privo di rischio è funzione della rischiosità del flusso di cassa.

Metodi e modelli per l'attualizzazione dell'equivalente certo (Discounted Certainty Equivalent)

I.18.18

Se il flusso di cassa rischioso da valutare è non replicabile con attività* quotate (unhedgeable), l'equivalente certo è ottenuto sommando algebricamente al valore* atteso del flusso di cassa un caricamento per il rischio (risk loading), positivo se il flusso di cassa è una liability, negativo se il flusso di cassa è un'attività*.

I.18.19

Se il flusso di cassa rischioso da valutare è il valore* a scadenza (payoff) di un contratto derivato non esposto a rischio di controparte, la valutazione* *deve* essere effettuata col metodo DCE.

Se il payoff è indipendente dai tassi di interesse, l'equivalente certo è il valore* atteso del payoff calcolato secondo le probabilità risk-neutral.

Se il payoff non è indipendente dai tassi di interesse, l'equivalente certo *deve* essere calcolato come valore* atteso del payoff secondo le probabilità forward risk-neutral.

Le probabilità (forward) risk-neutral dovrebbero essere ricavate calibrando sul mercato alla data di valutazione* un opportuno modello di valutazione* (*asset model*).

Metodi di valutazione* ibridi

I.18.20

Se il flusso di cassa da valutare è esposto sia a rischi *hedgeable* che a rischi *unhedgeable* la valutazione* *dovrebbe* essere effettuata col metodo dell'equivalente certo scontato.

Se i rischi *hedgeable* e *unhedgeable* sono indipendenti, l'equivalente certo *può* essere calcolato come valore* atteso neutralizzato per i soli rischi *hedgeable*, con l'aggiunta di un adeguato risk loading per i rischi *unhedgeable*.

I.18.21

Se il flusso di cassa da valutare è esposto a più di un tipo di rischio, l'Esperto di valutazione* *può* considerare metodi ibridi RAD-DCE, nei quali l'aggiustamento per alcuni tipi di rischio è applicato al flusso di cassa atteso (logica DCE), mentre l'aggiustamento per altri tipi di rischio è applicato al tasso di sconto* (logica RAD).

2105 **Parte seconda L'Attività* DELL'ESPERTO DI VALUTAZIONE* DI** 2106 **VALUTAZIONE***

2107 **Premessa**

2108 La valutazione* è un giudizio informato, sostenibile e ragionevole. Obiettivo dell'Esperto
2109 di valutazione* è formarsi un'opinione sostenibile di valore* attraverso un processo
2110 appropriato in relazione all'incarico ricevuto.

2111 Alcune attività* professionali per loro natura rivestono interesse pubblico. Le valutazioni
2112 ricadono fra queste attività*. L'Esperto di valutazione* incaricato di compiere una
2113 valutazione* o un parere di congruità finanziaria*, o una revisione di una valutazione*
2114 compiuta da un terzo è chiamato a svolgere il proprio compito rispettando una generale
2115 obbligazione di professionalità nei confronti del pubblico generale come terza parte
2116 beneficiaria del proprio lavoro.

2117 L'obbligo di professionalità dell'Esperto di valutazione* nei confronti del committente* e
2118 più in generale dei destinatari della valutazione* *deve* poter essere verificata e giudicata anche
2119 attraverso l'attività* da questi svolta e la sua rendicontazione.

2120 La valutazione* *deve* seguire un processo razionalmente spiegato che conduca ad un
2121 giudizio informato di valore* in forma chiara, motivata, non ambigua ed esente da distorsioni.

2122 L'Esperto di valutazione* non *deve* essere guidato da altro che il proprio giudizio
2123 informato, il rispetto del mandato del committente*, le norme amministrative e/o di legge, il
2124 codice etico-professionale e i principi di valutazione*.

2125 La relazione di valutazione* *deve* avere un'organizzazione logica, *deve* essere in grado di
2126 anticipare le domande che un lettore competente potrebbe porre e *deve* permettere ad un altro
2127 Esperto di valutazione* di comprendere come il giudizio professionale* è stato esercitato. In
2128 nessun modo i dati riportati in una parte della relazione dovrebbero contraddire dati riportati
2129 in altra parte della relazione senza adeguate riconciliazioni.

2130 La relazione di valutazione* *deve* presentare il processo valutativo e le relative conclusioni
2131 con sufficiente dettaglio così da essere replicabili.

2132 L'Esperto di valutazione* quando assume un ruolo indipendente non *può* accettare un incarico
2133 per il quale il compenso è stabilito in una forma che possa minarne l'indipendenza.
2134

2135 **III.1 La condotta professionale** 2136

2137 **II.1.1**

2138 Nel compiere un'attività* di valutazione* l'Esperto di valutazione* assume un obbligo di condotta
2139 professionale, al meglio delle proprie capacità, nei confronti del committente* e degli utilizzatori finali*
2140 della valutazione*.

2142 **II.1.2**

2143 La condotta professionale è garanzia di affidabilità del lavoro dell'Esperto di valutazione* se è verificabile,
2144 neutrale e completa.

2146 **II.1.3**

2147 La verificabilità dell'attività* dell'Esperto di valutazione* richiede una relazione che dimostri competenza,
2148 diligenza, imparzialità e chiarezza.
2149

2150 II.1.4
2151 La neutralità dell'attività* dell'Esperto di valutazione* richiede da parte di quest'ultimo indipendenza di
2152 giudizio e comportamento equo e ispirato alla riservatezza.
2153

2154
2155 II.1.5
2156 La completezza dell'attività* dell'Esperto di valutazione* richiede che quest'ultimo si esprima sulla
2157 adeguatezza dell'informazione per il rilascio di una relazione di stima.

2158 III.2 L'incarico

2159

2160 II.2.1
2161 L'incarico *deve* indicare l'ambito di riferimento del lavoro con la descrizione dei principali termini
2162 dell'incarico di valutazione*, quali: le attività* oggetto di valutazione*, lo Scopo* della valutazione*, le
2163 ipotesi ed i limiti della valutazione*.
2164

2165 II.2.3
2166 L'incarico *deve* indicare i principi di valutazione* da adottare nello svolgimento dell'incarico.
2167

2168 II.2.4
2169 L'Esperto di valutazione* *deve* ottenere un mandato scritto dal committente*. Il mandato *può* assumere
2170 anche la forma di lettera di proposta formulata dall'Esperto di valutazione* ed accettata dal committente*.
2171 Dall'incarico *deve* risultare la data nella quale esso è stato conferito.
2172

2173 II.2.5
2174 Dall'incarico *deve* essere chiaramente evincibile l'identità dell'Esperto di valutazione* ed ogni riferimento
2175 utile per le comunicazioni che possono essere rivolte al medesimo dal committente* e dagli altri destinatari
2176 della valutazione*. Nell'eventualità che il mandato sia conferito ad un'associazione professionale, o ad
2177 un'impresa, o ad una società, o ad un altro ente, esso dovrà anche specificare i nominativi delle persone
2178 fisiche che si faranno concretamente carico della sua esecuzione.
2179 Dall'incarico *deve* essere altresì chiaramente evincibile l'identità del committente* della valutazione*.
2180

2181 II.2.6
2182 L'Esperto di valutazione* *deve* dare conto di eventuali destinatari della valutazione* diversi dal
2183 committente*, se ciò non sia altrimenti desumibile dal contesto nel quale l'incarico è maturato.
2184

2185 II.2.7
2186 Nell'incarico *deve* essere indicato con precisione l'oggetto della valutazione* e *deve* essere illustrata la
2187 finalità per la quale essa viene effettuata.
2188

2189 II.2.8
2190 Dall'incarico e dalla relazione *deve* evincersi la competenza professionale dell'Esperto di valutazione* e la
2191 coerenza di tale competenza con la finalità e l'oggetto della valutazione*.
2192

2193 II.2.9
2194 L'incarico *deve* contenere l'indicazione della natura del giudizio che l'Esperto di valutazione* è chiamato a
2195 formulare (valutazione*, parere di congruità finanziaria* o revisione di valutazione*).
2196

2197 II.2.10
2198 L'incarico *deve* contenere l'indicazione della Configurazione di valore* che l'Esperto di valutazione* è
2199 chiamato a determinare.

2200

2201

II.2.11

2202

L'incarico *deve* contenere l'indicazione della Data della valutazione*.

2203

2204

II.2.12

2205

L'incarico *deve* contenere l'indicazione di eventuali limiti all'attività* dell'Esperto di valutazione*.

2206

2207

II.2.13

2208

2209

L'incarico e la relazione devono precisare le modalità di circolazione e/o di pubblicizzazione della valutazione* effettuata dall'Esperto di valutazione*, indicando eventuali limitazioni. Le limitazioni devono essere coerenti con lo Scopo* della valutazione*.

2210

2211

2212

II.2.14

2213

2214

L'incarico *deve* indicare i corrispettivi riconosciuti all'Esperto di valutazione* per la valutazione* richiestagli.

2215

2216

II.2.15

2217

2218

L'incarico *deve* indicare il tempo assegnato all'Esperto di valutazione* per la effettuazione della valutazione*.

2219

2220

II.2.16

2221

2222

Integrazioni, rettifiche ed altre variazioni dell'originario incarico devono risultare per iscritto.

2223

2224

III.3. Lo svolgimento dell'incarico

2225

II.3.1

2226

2227

Se nello svolgimento dell'incarico l'Esperto di valutazione* rileva limitazioni alla base informativa*, *deve* valutare se l'incarico *può* essere svolto in conformità ai PIV.

2228

2229

II.3.2

2230

2231

2232

Nell'esecuzione del proprio incarico l'Esperto di valutazione* *deve* predisporre adeguate risorse e competenze e *deve* dotarsi di procedure in grado di minimizzare i rischi di errore e di garantire un controllo di qualità* della propria attività*.

2233

2234

2235

III.4. La relazione di stima

2236

II.4.1

2237

2238

2239

Tutti i lavori dell'Esperto di valutazione* debbono assumere la forma scritta (relazione). La relazione *può* accompagnarsi ad una sintesi (estratto della relazione). Quest'ultima *deve* riportare chiaramente che è un estratto della relazione, cui *deve* fare rimando.

2240

2241

II.4.2

2242

2243

2244

Le relazioni di stima devono avere un'organizzazione logica e devono essere in grado di anticipare le domande che un lettore competente potrebbe porsi. In nessun modo i dati riportati in una parte della relazione dovrebbero contraddire dati riportati in altra parte della relazione senza adeguate riconciliazioni.

2245

2246

2247

La quantità, il tipo e i contenuti della documentazione allegata alla relazione sono materia di giudizio dell'Esperto di valutazione*, ma devono consentire di ripercorrere le scelte ed i calcoli compiuti. Gli eventuali allegati alla relazione devono essere identificabili separatamente rispetto alla relazione stessa e

2248 possono avere una circolazione diversa (ad esempio più riservata per esigenze di confidenzialità
2249 dell'informazione contenuta).

2250 La relazione dell'Esperto di valutazione*, qualunque sia la sua natura, *deve* contenere (in forma non ambigua)
2251 nella parte introduttiva i seguenti contenuti minimi che definiscono l'ambito di riferimento del lavoro
2252 compiuto dall'Esperto di valutazione* (scope of work):

- 2253 1. l'identità del committente* ed i destinatari della valutazione*;
- 2254 2. la descrizione dell'incarico;
- 2255 3. l'oggetto della valutazione* (descrizione e caratteristiche);
- 2256 4. la finalità della valutazione*;
- 2257 5. eventuali restrizioni legali o convenzioni o limitazioni oggettive incontrate nello svolgimento
2258 dell'incarico;
- 2259 6. la data di riferimento della valutazione*;
- 2260 7. la valuta funzionale della valutazione*;
- 2261 8. l'identità dell'Esperto di valutazione* (società e soggetto che firma la valutazione*) e sue
2262 competenze professionali;
- 2263 9. l'eventuale uso di altri esperti;
- 2264 10. le assunzioni significative adottate;
- 2265 11. le informazioni significative utilizzate e le relative fonti;
- 2266 12. la Configurazione di valore* adottata (valore* di mercato*, canone di mercato, valore*
2267 normale di mercato*, valore* d'investimento*, valore* negoziale equitativo*, valore*
2268 convenzionale, valore* di liquidazione*, valore* intrinseco, valore* di adempimento);
- 2269 13. l'approccio o gli approcci applicati, i modelli ed i metodi applicati;
- 2270 14. la conclusione di valore* e le principali ragioni delle conclusioni raggiunte nel caso di valori
2271 divergenti fra più metodi;
- 2272 15. la data della relazione (che differisce dalla data di valutazione*);
- 2273 16. i fattori ESG considerati, quando significativi o richiesti dall'incarico
- 2274 17. l'applicazione dei PIV
- 2275 18. le restrizioni all'uso o alla distribuzione o alla pubblicazione della relazione quando
2276 necessario.
- 2277

2278 In tutti gli altri casi – ad esempio, quando l'incarico viene conferito dall'Autorità Giudiziaria nell'ambito di
2279 un processo civile o di un procedimento penale – l'Esperto di valutazione* *deve* avere cura di inserire nella
2280 propria relazione, salvo superiori prescrizioni contrarie od oggettiva impossibilità, tutti gli elementi atti ad
2281 integrare la conoscenza, da parte dei destinatari, dei contenuti minimi sopra elencati.

2282 **III.5 Le carte di lavoro**

2284 **II.5.1**

2285 L'Esperto di valutazione* *deve* conservare ordinatamente il mandato, l'originale della relazione consegnata
2286 e dei suoi allegati, tutti i documenti e le altre informazioni costituenti la base informativa* utilizzata nello
2287 svolgimento dell'incarico, nonché, infine, tutte le corrispondenze afferenti il medesimo. Devono essere
2288 altresì conservati eventuali elaborati provvisori o parziali forniti al committente* e/o agli altri destinatari
2289 della valutazione* e/o ad altri soggetti con i quali l'Esperto di valutazione* abbia interagito nello
2290 svolgimento del mandato conferitogli.

2292 **II.5.2**

2293 La durata e le modalità tecniche della conservazione delle carte di lavoro devono essere coerenti con
2294 l'obiettivo di permettere la verifica dei contenuti e della qualità della valutazione* per un periodo di tempo
2295 non inferiore a quello entro il quale l'Esperto di valutazione* possa essere legalmente e/o pattiziamente
2296 chiamato a produrle.

2297

2298

BOZZA

2299 Parte terza SPECIFICHE ATTIVITA’*

2300 III.1 La valutazione* delle aziende e dei rami di azienda 2301

2302 Premessa

2303 In questo capitolo si trattano i principi relativi alle valutazioni per le quali l’unità di
2304 valutazione* è rappresentata da un’azienda o da un ramo di azienda. Si intende per azienda un
2305 complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici e di risorse umane costituito in vista del
2306 perseguimento di obiettivi economici. Un ramo aziendale è una parte del sistema come sopra
2307 definito, che *può* essere configurata in qualsiasi modo, con l’unico vincolo della sua idoneità
2308 (eventualmente anche con l’integrazione di alcune attività* complementari) a generare
2309 un’autonoma corrente di reddito. Nella sua forma più completa il ramo aziendale *può*
2310 corrispondere ad un’area strategica d’affari (o ad una *business unit*) caratterizzata da una
2311 precisa individualità sul piano del confronto competitivo.

2312 L’azienda *può* corrispondere o meno ad una entità giuridica. *Può* avere un’estensione
2313 inferiore, in presenza di attività* o passività separate, che è opportuno valutare a parte, oppure
2314 superiore, quando le connessioni economiche si estendono ad altre entità comprese nel
2315 perimetro di valutazione*. Un ramo aziendale costituisce per definizione un’entità economica
2316 interna, che acquista una precisa individualità quando coincide con una definita area d’affari. È
2317 questo il caso più tipico nelle valutazioni di aziende; la libertà di configurazione dei rami
2318 aziendali si osserva soprattutto in presenza di operazioni particolari di separazione, come i
2319 conferimenti o le cessioni, quando – proprio per questo motivo – va verificata la presenza o
2320 meno di un’autonoma capacità di reddito.

2321 Quando la base informativa* lo consente, la valutazione* di un’azienda complessa
2322 *dovrebbe* essere opportunamente strutturata per unità di business (con un procedimento
2323 stratificato, o per “sum of the parts”). Lo stesso avviene quando l’azienda comprende delle
2324 partecipazioni, oppure ha esplicita natura di holding.

2325 Il processo valutativo presenta un elevato grado di articolazione nel caso della valutazione*
2326 di aziende. In ragione del livello di complessità delle analisi, la base informativa* *deve* essere
2327 particolarmente ampia. *Dovrebbe* comprendere dati relativi al contesto economico,
2328 all’azienda, al settore ed al segmento di riferimento, al mercato finanziario, alle società
2329 confrontabili.

2330 Anche l’analisi fondamentale *deve* essere particolarmente sviluppata ai fini: (1) dell’analisi
2331 dei flussi di risultati attesi, che tipicamente avviene sulla base di un piano aziendale giudicato
2332 sostenibile; (2) della determinazione del tasso di sconto* rilevante* ai fini della stima; (3)
2333 dell’analisi dei dati di mercato relativi a società confrontabili, finalizzata soprattutto alle
2334 valutazioni di tipo comparativo.

2335 Sempre nell’ambito del processo valutativo, una notevole delicatezza assume anche la
2336 selezione del metodo o dei metodi di stima da utilizzare, poiché nel caso delle aziende e dei
2337 rami aziendali il ventaglio di alternative è particolarmente ampio. Altrettanto ampio è lo
2338 spettro delle modalità implementative dei diversi metodi e quindi dei modelli valutativi. Le
2339 relative scelte dipendono dai fini della stima, dalle caratteristiche dell’azienda, dalle proprietà
2340 tecniche dei diversi metodi, dalle qualità della base informativa* disponibile e dall’estensione
2341 che è stato possibile garantire all’analisi fondamentale. La pluralità dei metodi utilizzabili *può*
2342 essere all’origine anche di speciali difficoltà in sede di costruzione di una razionale sintesi
2343 valutativa.

2344 Normalmente la valutazione* di un’azienda o di un ramo di azienda in continuità adotta

una prospettiva di vita indefinita.

Aspetti generali

III.1.1

Nel caso di una valutazione* di azienda o di ramo di azienda il processo valutativo – oltre alle quattro fasi descritte nel PIV I.4.3 include anche la fase dell'analisi fondamentale che consiste ne:

- 1) l'analisi di settore/mercato (o settori/mercati) di riferimento, volta ad individuare le prospettive generali ed i fattori critici di successo;
- 2) l'analisi strategica a livello di azienda, per individuare i driver del vantaggio competitivo e la sua sostenibilità;
- 3) l'esame dei bilanci e della documentazione gestionale per individuare l'evoluzione dei driver di valore*;
- 4) l'esame delle previsioni economiche e finanziarie, conseguenti alle scelte relative allo svolgimento dei processi aziendali;
- 5) l'analisi dei dati relativi allo scenario economico e al mercato dei capitali, con particolare riferimento ai tassi, ai risultati di società confrontabili, ai giudizi espressi dagli analisti (se disponibili).

III.1.2

Il processo valutativo *dovrebbe* svolgersi attraverso un percorso segnato dalle seguenti fasi:

1. un'analisi fondamentale approfondita
2. l'identificazione dei punti di riferimento appropriati
3. l'identificazione della prospettiva di analisi adatta allo Scopo* della valutazione*
4. gli elementi che il metodo valutativo* *deve* catturare in relazione all'oggetto della valutazione*
5. l'identificazione del modello valutativo* più appropriato alla luce delle analisi precedenti
6. l'applicazione del metodo o dei metodi di valutazione* in coerenza con il modello valutativo*
7. il risultato di stima.

Un percorso che si limita ad un confronto dei risultati di diversi metodi di valutazione* o alla adozione di un criterio principale e di un criterio di controllo senza alcuna spiegazione di come i criteri sono stati scelti e di come sono stati implementati,, non rispetta i PIV..

III.1.3.

L'Esperto di valutazione* è responsabile della scelta del modello valutativo*, che definisce l'impianto valutativo adottato. L'Esperto di valutazione* *deve* fornire adeguati supporti ed evidenze in grado di illustrare la scelta dello specifico modello valutativo*.

III.1.4

La valutazione* di un'entità aziendale *può* avvenire in base a due diversi presupposti: la continuità della gestione (“*going concern*”) oppure la liquidazione atomistica (“*gone concern*”). L'Esperto di valutazione* *deve* precisare nella relazione di stima la prospettiva adottata.

III.1.5

La valutazione* di un'entità in liquidazione atomistica presuppone che l'entità aziendale cessi le proprie attività* e che i suoi beni vengano ceduti singolarmente o in gruppi o come rami in funzionamento in relazione alle opportunità di mercato e alle esigenze di liquidazione. La prospettiva della liquidazione *deve* essere specificata nella relazione di stima.

III.1.6

Nella valutazione* delle aziende si *può* far uso di molti diversi metodi di valutazione*, che possono trovare modalità applicative molto diverse. Per questa ragione è particolarmente importante nella valutazione* delle aziende la scelta del modello valutativo*, ossi la scelta di come applicare lo specifico metodo di

2395 valutazione*. Questa scelta *deve* essere adeguatamente motivata, illustrando perché è stata ritenuta
2396 preferibile considerata la base informativa* disponibile, lo Scopo* della valutazione* e la Configurazione
2397 di valore* ricercata.
2398

2399 **Gli approcci di valutazione***

2400 III.1.7

2401 La valutazione* delle aziende *può* fondarsi su tutti e tre gli approcci identificati nella rete concettuale di base
2402 (PIV I.14.2).

2403 Appartengono: all' approccio del costo*, i metodi patrimoniali; all'approccio del reddito, i metodi reddituali
2404 ed i metodi finanziari; all' approccio del mercato, i metodi comparativi di mercato. Alcuni metodi sono frutto
2405 di una combinazione tra più approcci. Ad esempio, i metodi che esplicitano la creazione di valore* sono una
2406 combinazione fra l'approccio del costo* e l'approccio del reddito. L'utilizzo di multipli per la stima del
2407 valore* terminale nell'applicazione del DCF è un altro esempio di combinazione di più approcci.
2408

2409 III.1.8

2410 L'azienda, o il ramo di azienda oggetto di valutazione*, costituisce un complesso coordinato di beni,
2411 di rapporti giuridici, di risorse umane unito da una comune finalità economica e dalla capacità di
2412 generare un autonomo flusso di risultati. La presenza di queste condizioni *deve* essere verificata
2413 dall'Esperto di valutazione*, se non risulta evidente dal contesto. A questi fini l'Esperto di
2414 valutazione* *dovrebbe* riferirsi alla definizione di azienda (business) del principio contabile IFRS 3
2415 (paragrafi da B7 a B12).
2416

2417 III.1.9

2418 Nelle realtà aziendali complesse quando le diverse unità di business presentano profili di rischio operativo
2419 e/o prospettive di crescita differenziate l'Esperto di valutazione* *dovrebbe* adottare una valutazione* per
2420 somma di parti. Se tuttavia le interconnessioni fra le unità di business sono forti, *può* rendersi opportuna
2421 anche una valutazione* su basi consolidate.
2422

2423 III.1.10

2424 L'Esperto di valutazione* *deve* indicare gli elementi attivi o passivi che non sono considerati parte
2425 dell'azienda o del ramo aziendale oggetto di valutazione* e che pertanto formano oggetto di stime separate,
2426 precisando i criteri di queste ultime.
2427

2428 III.1.11

2429 Le aziende o i rami di azienda possono essere valutate oltre che con riferimento al capitale netto (valutazioni
2430 *equity side*) anche con riferimento al capitale investito operativo (valutazioni *asset side*). Nelle valutazioni
2431 *asset side* il valore* dell'*equity* è ottenuto detraendo dal valore* dell'attivo il valore* del debito. Questo
2432 procedimento potrebbe non essere corretto nel caso della valutazione* di imprese in crisi o con elevato
2433 indebitamento. Le due valutazioni si riferiscono in ogni caso ad una medesima realtà e devono dunque essere
2434 coerenti fra loro.
2435

2436 III.1.12

2437 Nella selezione del metodo o dei metodi di valutazione*, l'Esperto di valutazione* *deve* essere consapevole
2438 dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con: le caratteristiche dell'azienda o del ramo aziendale
2439 considerato; la Configurazione di valore* ricercata; le finalità della stima; e la base informativa*
2440 disponibile. L'Esperto di valutazione* *deve* evitare il ricorso ad una pluralità di metodi che non esprimono
2441 un razionale percorso valutativo. Di per sé la pluralità di metodi non è indice di qualità della valutazione*,
2442 specialmente quando i diversi metodi portano a risultati diversi che l'Esperto di valutazione* non è in grado
2443 di riconciliare fra loro, come quando – ad esempio- l'Esperto di valutazione* si limita a concludere che il

valore* è compreso in un range molto ampio di valori o che il valore* è la semplice media dei risultati dei diversi metodi. Spesso i risultati divergenti sono frutto di implementazioni dei metodi fra loro non coerenti, segno che non c'è stata una scelta consapevole di modelli valutativi coerenti fra loro. Per questa ragione è necessario che l'Esperto di valutazione* chiarisca la scelta del modello o dei modelli valutativi impiegati.

III.1.13

Nella valutazione* delle aziende, o dei rami di azienda, è frequentemente assunto un orizzonte illimitato. L'Esperto di valutazione* di valutazione*, tuttavia, *deve* controllare che tale assunzione sia fondata nello specifico caso, ed in caso contrario, segnalare i criteri seguiti per la delimitazione della vita utile.

La valuta di riferimento

III.1.14

Quando il valore* *deve* essere espresso in valuta diversa rispetto a quella utilizzata per le previsioni dei risultati dell'azienda o del ramo di azienda (valuta funzionale) l'Esperto di valutazione* *dovrebbe* usare uno dei due metodi descritti di seguito per convertire il valore* nella valuta di riferimento della valutazione*:

- a) scontare i flussi in valuta funzionale usando un tasso di sconto* appropriato per quella valuta. Convertire il valore* attuale dei flussi nella valuta di riferimento della valutazione* sulla base del tasso di cambio corrente alla Data della valutazione*;
- b) usare una curva dei cambi a termine per tradurre nella valuta di riferimento della valutazione* i risultati prospettici espressi in valuta funzionale e scontare poi i flussi ad un tasso di sconto* appropriato per la valuta di riferimento della valutazione*. Quando la curva dei cambi a termine non è affidabile (ad esempio a causa della mancanza di liquidità nello specifico mercato forex) *può* non essere possibile utilizzare questo criterio.

I flussi prospettici

III.1.15

L'analisi compiuta dall'Esperto di valutazione* con riguardo al piano sottopostogli è differente in relazione alla tipologia di incarico ricevuto (valutazione* o parere di congruità finanziaria*)

III.1.16

Nel caso di valutazione* l'Esperto di valutazione* *deve* esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano a lui sottoposto, tenuto conto anche della completezza ed accuratezza del processo seguito dall'azienda per formulare il piano. Il giudizio dell'Esperto di valutazione* *dovrebbe* tenere conto:

- a) delle finalità per cui è stato redatto il piano e dell'approvazione o meno da un organo di governo aziendale o di gruppo;
- b) degli scostamenti fra le previsioni di piano precedenti ed i risultati a consuntivo;
- c) delle caratteristiche dell'attività* svolta dall'azienda e dello scenario di riferimento;
- d) della coerenza strategica del piano, della sua adeguatezza tecnica e della sua operatività;
- e) della ragionevolezza delle ipotesi assunte e delle stime formulate;
- f) della plausibilità dei risultati e della loro effettiva sostenibilità;
- g) della ragionevolezza dei rischi impliciti rispetto alle condizioni tipiche della realtà aziendale oggetto di valutazione*, del settore di appartenenza e dell'ambito competitivo di riferimento;
- h) del coinvolgimento delle unità di business responsabili dei risultati previsti.

L'Esperto di valutazione* *deve* adottare adeguato scetticismo professionale* nell'analisi dell'informazione prospettica di fonte interna. Il rischio del piano può essere considerato nei flussi attesi o nel tasso di sconto.

III.1.17

L'Esperto di valutazione* *deve* compiere anche un'analisi delle performance storiche dell'azienda.

Normalmente, in assenza di discontinuità interne o esterne all'azienda, l'evoluzione storica delle performance aziendali rappresenta una buona guida delle aspettative per il futuro. Quando il piano si scosta significativamente dal trend di risultati storici e non vi sono state discontinuità rilevanti, l'Esperto di valutazione* *deve* comprendere le ragioni per cui le performance storiche non sono una buona guida delle proiezioni future.

III.1.18

La comprensione dell'informazione finanziaria prospettica richiede che l'Esperto di valutazione* debba considerare le condizioni economiche generali, i trend di settore e di tutte le principali variabili chiave in grado di influenzare significativamente i risultati aziendali (prezzi delle materie prime, dinamica della tecnologia, concorrenza potenziale, posizione nella supply chain, ecc.). Il giudizio di ragionevolezza dell'Esperto di valutazione* è finalizzato a valutare se i flussi prospettici siano idonei ad esprimere il valore* ricercato.

III.1.19

La ragionevolezza dell'informazione prospettica si fonda su due principali profili:

- a) l'esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni relative alle condizioni future;
- b) la circostanza che sia o meno condizionata al verificarsi di uno specifico scenario.

La base dell'informazione prospettica *può* dirsi ragionevolmente obiettiva quando trova riscontro:

- a) nel passato (analisi storica);
- b) nel confronto con altre società o realtà comparabili (benchmarking);
- c) nelle previsioni di fonte esterna (consenso).

III.1.20

L'esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva permette di effettuare una separazione, sotto il profilo logico, di due diverse categorie di flussi prospettici:

a) Previsioni. Le previsioni rappresentano la situazione attesa sulla base delle condizioni che la parte responsabile si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base della migliore informazione a sua disposizione: possono assumere la forma di previsioni puntuali o di range di risultati. Le previsioni debbono fondarsi su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e da fonti di previsione esterna (il c.d. consenso).

b) Proiezioni (Previsioni ipotetiche). Le proiezioni rappresentano la situazione attesa sulla base di una o più assunzioni ipotetiche che la parte responsabile si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base della migliore informazione a sua disposizione.

Le proiezioni possono assumere la forma di proiezioni puntuali o di range di risultati. Le assunzioni ipotetiche sono le ipotesi per le quali non esistono basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e/o da fonti di previsione esterna (il c.d. consenso), ma che la parte responsabile ritiene coerenti con lo scopo* dell'informazione prospettica. A titolo di esempio il lancio di un nuovo prodotto, l'ingresso in un nuovo mercato, il riorientamento dei servizi verso nuove fasce di clientela, ecc. costituiscono tutti esempi di azioni future per le quali possono essere disponibili solo delle proiezioni.

III.1.21

L'informazione prospettica *può* essere distinta in due grandi categorie, in relazione:

1) alle assunzioni:

- a) previsioni, quando esiste un riscontro ragionevolmente obiettivo delle assunzioni formulate;
- b) proiezioni, quando le assunzioni si fondano su assunzioni ipotetiche (confronta PIV I.5.8);

2) al condizionamento del verificarsi di uno specifico scenario:

- c) condizionate, quando si fondano sulla realizzazione di uno specifico scenario (non medio

rappresentativo)

d) non condizionate, quando si fondano su uno scenario medio rappresentativo o esprimono un media di più scenari.

La distinzione è utile a valutare la coerenza fra i flussi prospettici ed il tasso di sconto*. Il tasso di sconto* (RADR) *può* infatti idealmente essere scomposto in tre componenti:

- il costo del capitale (risk free + premio per il rischio d'impresa)
- il premio per il rischio di *execution* del piano (solo nel caso di proiezioni)
- il premio per il rischio di scenario (solo in caso di scenario condizionato)

Gli aggiustamenti al costo del capitale debbono fondarsi su riscontri di mercato (es. tassi impliciti in prezzi registrati sul mercato) o comunque trovare adeguati supporti. In linea di principio *deve* valere la regola secondo cui l'aggiustamento del costo del capitale serve per riflettere rischi che i flussi di risultato prospettici non considerano già. Quando i flussi di risultato prospettici non sono ragionevoli nessun aggiustamento di tasso *può* consentire di giungere ad una stima di valore* ragionevole e l'Esperto di valutazione* non *deve* far uso dell'informazione prospettica.

III.1.22

L'Esperto di valutazione* *deve* considerare se l'informazione finanziaria prospettica è adeguata alla Configurazione di valore* che *deve* essere stimata. Ad esempio, un piano aziendale *può* riflettere sinergie speciali che non sono accessibili ai partecipanti al mercato*. Se oggetto di stima è il valore* di mercato* dell'azienda o del ramo di azienda le sinergie speciali devono essere escluse.

III.1.23

Nel caso di parere di congruità finanziaria* (o *fairness opinion**) l'Esperto di valutazione* non si pronuncia sulla accuratezza e sulla completezza delle assunzioni alla base dell'informazione prospettica, ma solo sulla ragionevolezza dei risultati prospettici.

III.1.24

In taluni casi all'Esperto di valutazione* *può* essere fornito solo uno sviluppo di conto economico del piano (in alcuni casi solo fino alla linea del risultato operativo). L'Esperto di valutazione* *deve* raccogliere le informazioni necessarie anche allo sviluppo patrimoniale e finanziario del piano, integrandolo sulla base di tali informazioni, dopo averne valutata la ragionevolezza.

Le valutazioni di tipo patrimoniale

III.1.25

Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore* effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività* e passività alla data di riferimento. Il valore* corrente *dovrebbe* esprimere il costo* di sostituzione delle attività* e delle passività che sarebbe sostenuto da un tipico partecipante al mercato*. Le valutazioni di tipo patrimoniale devono essere coerenti con l'approccio del costo*. L'Esperto di valutazione* *deve* perciò individuare gli elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di valutazione* utilizzati.

III.1.26

La valutazione* *dovrebbe* essere estesa a tutte le attività* e le passività dell'azienda a prescindere dalla loro iscrizione in bilancio (includendo, se di importi materiali: gli intangibili formati internamente, le passività potenziali con una probabilità di manifestazione inferiore al 50%, le immobilizzazioni già per intero ammortizzate ma ancora in funzionamento). Se l'analisi è estesa ad attività* e passività non iscritte in bilancio l'Esperto di valutazione* *deve* illustrare i criteri di individuazione di tali attività* e passività, verificando l'assenza di errori di duplicazione. Le attività* devono rispondere ai requisiti della separabilità e/o della natura contrattuale legale.

2592
2593 III.1.27

2594 Le valutazioni di tipo patrimoniale escludono la stima dell'avviamento (in quanto attività* non separabile
2595 dall'entità nel suo complesso). Per questa ragione le valutazioni di tipo patrimoniale sono di elezione nei casi
2596 di imprese in settori ad elevata competizione (dove è presumibile l'assenza di avviamento) o di imprese prive
2597 di uno specifico vantaggio competitivo. Non è un criterio consigliabile nei contesti in cui è presumibile la
2598 presenza di avviamento negativo (ad esempio, settori in crisi con eccesso di capacità produttiva e barriere
2599 all'uscita), in quanto potrebbe sopravvalutare il reale valore* dell'azienda o del ramo di azienda.

2600
2601 III.1.28

2602 Le valutazioni di tipo patrimoniale dovrebbero trovare fondamento in prospettive reddituali dell'azienda, o
2603 del ramo di azienda in esame, allineate al saggio normale di rendimento del capitale (proprio od operativo)
2604 espresso al costo* di sostituzione. Il saggio normale di rendimento del capitale (costo del capitale)
2605 rappresenta il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio alla Data della valutazione*. Il
2606 valore* delle attività* maggiormente esposte al rischio d'impresa *deve* essere sempre sottoposto a verifica
2607 reddituale.

2608
2609 III.1.29

2610 Il ricorso ad un procedimento di tipo patrimoniale è talora il mezzo tecnico per concludere una valutazione*
2611 per somma di parti ("Sum Of the Parts - SOP"). L'Esperto di valutazione* *può* ritenere utile una
2612 riconciliazione di tipo reddituale del valore* complessivo ottenuto.

2613
2614 III.1.30

2615 Nelle valutazioni patrimoniali occorre tenere conto dei futuri effetti fiscali delle rivalutazioni o
2616 svalutazioni di attività* e passività rispetto ai valori fiscalmente rilevanti (c.d. fiscalità latente). I
2617 criteri di stima della fiscalità latente sono funzione dell'oggetto della valutazione*, della
2618 Configurazione di valore* e dell'approccio valutativo* (mercato o costo*). L'Esperto di valutazione*
2619 *deve* esplicitare come ha stimato la fiscalità latente.

2620 **Le valutazioni reddituali**

2621 III.1.31

2622 Le valutazioni reddituali sono basate, in relazione al fatto che si segua una prospettiva *equity side* o *asset side*,
2623 sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo (o del risultato operativo disponibile al netto
2624 delle imposte che pagherebbe l'azienda se non fosse indebitata) dell'azienda o del ramo di azienda oggetto di
2625 stima, ad un tasso espressivo del costo*-opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale o
2626 del costo* dei mezzi propri unlevered con separata valutazione* dei benefici fiscali dell'indebitamento). Le
2627 modalità di calcolo del reddito oggetto di capitalizzazione devono essere spiegate e giustificate. Nelle situazioni
2628 non ancora stabilizzate, è necessario tenere conto della prevedibile variabilità dei risultati, sino al raggiungimento
2629 dell'assetto di regime.

2630
2631 III.1.32

2632 Le stime di tipo reddituale sono di elezione nelle situazioni aziendali stabilizzate. In questi casi i flussi di
2633 reddito coincidono con i flussi di cassa. L'Esperto di valutazione* *deve* illustrare le ragioni per cui ritiene la
2634 situazione aziendale stabilizzata. Nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da
2635 preferire la più analitica costruzione dei flussi di cassa propria dei metodi finanziari. Spesso ai fini della
2636 stima del valore* terminale nell'applicazione dei metodi finanziari si fa uso di una valutazione* reddituale,
2637 sulla base dell'assunzione che alla fine del periodo di previsione esplicita la situazione aziendale sia
2638 stabilizzata.

Le valutazioni che esplicitano la creazione di valore*

III.1.33

I metodi che esplicitano la creazione di valore* includono il metodo misto patrimoniale reddituale (UEC), il *Residual Income Method* (conosciuto anche come EVATM). Si tratta di metodi che permettono di misurare separatamente il valore* creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o nel ramo di azienda considerato e, sotto talune condizioni, di ridurre il peso attribuito al valore* terminale rispetto a valutazioni di tipo reddituale.

III.1.34

I metodi che esplicitano la creazione di valore* sono di elezione nei casi in cui si è in presenza di condizioni di extra reddito positivo o negativo rilevanti che possono modificarsi nel tempo. In questi casi l'Esperto di valutazione* *deve* approfondire in particolare le ragioni della presenza di differenziali (positivi o negativi) di reddito rispetto al reddito normale e della evoluzione e sostenibilità nel tempo di questi ultimi. In conseguenza di ciò *deve* selezionare in modo appropriato i parametri di valutazione* motivando le scelte compiute.

Le valutazioni di tipo finanziario

III.1.35

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi di cassa residui disponibili dall'azienda (o dal ramo aziendale) oggetto di stima comprendono il *Dividend Discount Model* (DDM) e il metodo *Discounted Cash Flow* (DCF); quest'ultimo nelle varianti *asset side* (riferita ai *free cash flow to firm*) o *equity side* (riferita ai *free cash flow to equity*). L'Esperto di valutazione* *deve* considerare i flussi di cassa sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo.

III.1.36

Le valutazioni di tipo finanziario sono di elezione nei casi in cui l'azienda ha adottato un piano pluriennale in vista del raggiungimento di specifici obiettivi in termini di risultato.

III.1.37

L'individuazione dei flussi da trattare con il metodo DCF richiede la disponibilità di un piano aziendale. L'Esperto di valutazione* *deve* porre attenzione al fatto che il valore* d'azienda non *può* essere funzione del numero di anni di previsione coperti dal piano aziendale elaborato dal management, come normalmente accadrebbe se si adottasse una applicazione meccanica della formula di attualizzazione a flussi previsti in crescita. Pertanto, l'Esperto di valutazione* *deve* svolgere delle considerazioni in merito alla ciclicità del business, alla circostanza se il periodo di previsione coperta dal piano identifica a fine periodo un livello stabilizzato di reddito di lungo periodo o ad altri fatti e circostanze che potrebbero far cadere l'Esperto di valutazione* nell'errore di far dipendere il valore* dell'azienda dall'estensione del periodo di previsione esplicita da parte dell'entità oggetto di valutazione*.

III.1.38

In sede di applicazione del metodo DCF, l'Esperto di valutazione* *deve* prestare grande attenzione alla stima del valore* terminale, essendo consapevole del peso elevato che questo *può* avere sul valore* finale, specie quando il flusso di risultato a regime risulta significativamente superiore a quello corrente. La stima più appropriata *dovrebbe* basarsi sull'individuazione di un flusso di risultato sostenibile di lungo periodo, tenendo conto della ciclicità del business, di un tasso di crescita coerente con i fondamentali, degli investimenti necessari a sostenere il tasso di crescita stimato, della eventuale erosione delle fonti di vantaggio competitivo, del profilo di rischio del reddito sostenibile di lungo periodo. Il confronto con una stima basata sui moltiplicatori di mercato di società confrontabili, opportunamente scelti, *può* consentire un utile controllo. L'Esperto di valutazione* *deve* evitare applicazioni meccaniche della formula del DCF nella stima del valore* terminale quali ad esempio la stima del flusso di risultato di lungo periodo come prodotto

2689 del flusso di risultato dell'ultimo anno di piano e del tasso di crescita annuo previsto a far tempo dal periodo
2690 successivo a quello di previsione esplicita.

2691 **Le valutazioni comparative di mercato**

2692 III.1.39

2693 Le valutazioni comparative comportano l'applicazione a misure di stock (patrimonio netto o capitale investito)
2694 o di flusso (Ricavi, Ebitda, Ebit, reddito netto, free cash flow) della specifica azienda di multipli ricavati dalle
2695 capitalizzazioni di Borsa di società quotate comparabili o dai prezzi riconosciuti in transazioni aventi ad oggetto
2696 quote di capitale di società comparabili. Rappresentano stime di valori relativi finalizzate all'individuazione
2697 del probabile valore* di mercato* dell'azienda, o del ramo di azienda, oggetto di esame, muovendo dai prezzi
2698 registrati sul mercato per aziende quotate simili o per pacchetti azionari di società quotate e non quotate.
2699 L'Esperto di valutazione* *deve* essere consapevole che non esistendo aziende sosia dell'azienda da valutare,
2700 l'apparente semplicità di tali valutazioni nasconde numerose insidie, per effetto delle quali il metodo *può*
2701 condurre a risultati forvianti in quanto estenda all'azienda oggetto di valutazione* profili (di redditività, di
2702 crescita, di rischio) che essa non ha.

2704 III.1.40

2705 L'Esperto di valutazione* *deve* motivare le proprie scelte in merito alla formazione del campione di società
2706 comparabili (o delle transazioni comparabili), alla selezione dei multipli selezionati, alle modalità di
2707 misurazione dei medesimi e delle assunzioni implicite. L'Esperto di valutazione* *deve* motivare la dispersione
2708 dei multipli rilevati ed illustrare le condizioni di omogeneità delle società o delle transazioni comparabili con
2709 l'azienda da valutare.

2711 III.1.41

2712 L'Esperto di valutazione* *deve* essere consapevole della diversa valenza informativa dei multipli desunti da
2713 società quotate comparabili o da transazioni comparabili. Ad esempio, occorre tenere presente la liquidità
2714 dei titoli nel caso di multipli di società quotate e i premi di controllo o gli sconti per mancanza di liquidità
2715 nel caso di multipli di transazioni comparabili. Se le transazioni comparabili sono state effettuate fra parti
2716 correlate il loro valore* segnaletico *può* essere significativamente ridotto. Se le transazioni comparabili sono
2717 state effettuate in contesti economici e di mercato di riferimento diversi da quelli presenti alla Data della
2718 valutazione*, potrebbero non essere adeguate ad esprimere il valore* dell'azienda alla Data della
2719 valutazione*, senza adeguati correttivi. Una valutazione* comparativa che assume a riferimento società
2720 quotate comparabili potrebbe non essere adeguata a valutare un'azienda non quotata senza adeguati
2721 correttivi.

2723 III.1.42

2724 L'Esperto di valutazione* *deve* dedicare la dovuta attenzione al corretto posizionamento dell'azienda
2725 considerata rispetto al campione di società o di transazioni comparabili. A tale scopo* *può* rivelarsi
2726 opportuna un'analisi di regressione, per analizzare la relazione che lega il multiplo (variabile dipendente) ad
2727 uno o più driver significativi (variabile/i indipendente/i). L'Esperto di valutazione* *deve* analizzare
2728 attentamente le indicazioni di valore* derivanti dall'utilizzo di multipli diversi. Anche in questo caso sono
2729 da evitare soluzioni semplicistiche composte in modo meccanico (quali ad esempio medie semplici di
2730 multipli molto dispersi, oppure medie semplici di multipli poco dispersi ma riferiti a società molto diverse
2731 rispetto a quella oggetto di valutazione*).

2732 **La sintesi valutativa**

2733 III.1.43

2734 La sintesi valutativa richiede, in primo luogo, l'aggiunta degli elementi attivi e passivi eventualmente non
2735 inclusi nelle stime già svolte, quando sono utilizzati metodi basati sui flussi di risultati o su analisi
2736 comparative; in secondo luogo, la formulazione di una sintesi razionale delle diverse indicazioni di valore*

2737 ottenute dai diversi metodi eventualmente considerati. Sono da evitare gli aggiustamenti non razionali (ad
2738 esempio la semplice applicazione di medie a valori molto dispersi) e la presentazione di “range” di valori di
2739 ampiezza tale da lasciare eccessivi margini di discrezionalità alla decisione per la quale la stima è stata
2740 richiesta all’Esperto di valutazione*. Devono infine essere ricordati ai destinatari della relazione di stima gli
2741 aspetti critici del processo valutativo svolto.

2742 **La scelta dei tassi di attualizzazione nelle valutazioni di aziende o di rami di azienda**

2743 III.1.44

2744 L’Esperto di valutazione* *deve* precisare i percorsi di metodo seguiti e le fonti di cui si è avvalso per la
2745 determinazione dei tassi di sconto utilizzati nelle valutazioni, indicando le ragioni delle proprie scelte.
2746 L’Esperto di valutazione* *può* stimare il tasso di sconto* sulla base di criteri diversi, ma qualunque sia il
2747 criterio prescelto è necessario che il tasso di sconto* sia coerente con i flussi di risultato che è chiamato a
2748 scontare e con i saggi di crescita previsti dei flussi di risultato nel periodo di previsione esplicita e oltre tale
2749 periodo. L’Esperto di valutazione* *deve* fornire una indicazione della ragionevolezza del tasso di sconto*
2750 utilizzato.

2751 2752 III.1.45

2753 I tassi di sconto sono spesso ottenuti sulla base dei seguenti criteri:

- 2754 a) Capital Asset Pricing Model (CAPM) per il calcolo del costo* di mezzi propri (*levered e*
2755 *unlevered*);
- 2756 b) Modigliani Miller Model per il calcolo del costo medio ponderato del capitale (wacc);
- 2757 c) metodi misti che considerano oltre ai criteri precedenti premi per il rischio specifici (*size,*
2758 *industry, ecc.*)

2759 Questi criteri forniscono misure di costo del capitale che possono essere applicate solo a flussi medi
2760 attesi (non condizionati al verificarsi di uno specifico scenario). L’Esperto di valutazione* *deve*
2761 verificare che i flussi di risultato ai quali applica i tassi di sconto desunti da questi criteri siano flussi
2762 medi attesi. L’Esperto di valutazione* *deve* considerare che i flussi di piano fanno riferimento di
2763 norma allo scenario ritenuto più probabile dal management. I flussi previsti nello scenario più
2764 probabile coincidono con i flussi medi attesi, solo se la distribuzione dei flussi attesi negli scenari
2765 alternativi è simmetrica ed equiprobabile. Quando ad esempio lo scenario più probabile (alla base
2766 delle previsioni di piano) coincide con lo scenario più favorevole i flussi medi attesi sono
2767 necessariamente più contenuti dei flussi di piano.

2768 2769 III.1.46

2770 Nei casi di aziende in fase di start-up o di rapida crescita, così come nei casi di aziende in crisi o in
2771 fase di turnaround, le previsioni dei flussi di piano si fondano normalmente su uno scenario di
2772 successo (dell’azienda e del prodotto o del turnaround). In questi casi i flussi di piano non possono
2773 essere scontati al costo del capitale ed il tasso *deve* essere corretto in aumento per considerare il
2774 rischio di insuccesso. A questi fini un utile riferimento *può* essere rappresentato dai tassi interni di
2775 rendimento realizzati o richiesti da investitori specializzati (fondi di venture capital, di private *equity,*
2776 *vulture funds*).

2777 2778 III.1.47

2779 Ai fini della ragionevolezza delle stime del costo del capitale, l’Esperto di valutazione* *dovrebbe*
2780 considerare evidenze esterne, se significative.

2781 2782 III.1.48

2783 Ai fini della determinazione del costo* dei mezzi propri, è normalmente utilizzato il Capital Asset Pricing
2784 Model (CAPM), il quale è basato su ipotesi la cui plausibilità nel caso oggetto di esame *deve* essere vagliata
2785 dall’Esperto di valutazione*. L’utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure ad altri modelli, *deve* essere

segnalato.

III.1.49

In sede di applicazione del CAPM, l'Esperto di valutazione* *deve* prestare grande attenzione alle tre principali variabili fondamentali: il tasso esente da rischio (il cosiddetto risk free rate), il premio per il rischio di mercato, il coefficiente β appropriato (come indicatore del rischio sistematico) all'azienda o al ramo di azienda da valutare. L'individuazione di queste grandezze *deve* essere coerente con il contesto, con il mercato, e con le particolari caratteristiche dell'entità oggetto di stima.

III.1.50

Ai fini della determinazione del costo medio ponderato del capitale, *deve* essere individuata la struttura finanziaria prospetticamente sostenibile. La struttura finanziaria *deve* essere espressa a valori di mercato non a valori contabili. Un utile riferimento *può* essere rappresentato dalla struttura finanziaria media di società quotate comparabili. Il riferimento ad una struttura finanziaria media "normale" si fonda sul principio che il valore* dell'attivo di un'azienda *dovrebbe* prescindere dalla specifica modalità con cui è finanziata. Questo principio, tuttavia, trova diversa applicazione in relazione alla specifica Configurazione di valore* ricercata. Quando tale struttura è destinata a variare in misura rilevante* per effetto di scelte programmate, è necessario tenerne conto con soluzioni tecniche appropriate.

Quando l'evoluzione della struttura finanziaria della specifica entità è destinata a mutare per esempio per effetto di clausole sul debito finanziario di *change of control* occorre tenerne conto con soluzioni tecniche appropriate.

Quando oggetto di valutazione* sono titoli di minoranza o partecipazioni di minoranza la struttura finanziaria da considerare è quella effettiva. Ciò *può* comportare problemi di circolarità nella stima del costo medio ponderato del capitale, perché la struttura finanziaria effettiva a valori di mercato presuppone già la conoscenza del valore* dell'azienda.

III.1.51

Nell'eventuale riconciliazione fra valutazioni *equity side* ed *asset side*, l'Esperto di valutazione* *deve* considerare la circostanza che le valutazioni *equity side* si fondano su flussi di risultato disponibili agli azionisti sulla base della specifica struttura finanziaria, mentre le valutazioni *asset side* si fondano su flussi di risultato *unlevered* che prescindono dalla specifica struttura finanziaria, scontati in genere ad un costo medio ponderato del capitale che considera una struttura finanziaria media di riferimento. Pertanto, il requisito di coerenza fra flussi di risultato e tassi di sconto presuppone che il tasso di sconto* di flussi *equity side* faccia riferimento alla struttura finanziaria effettiva, mentre il tasso di sconto* dei flussi di risultato *unlevered* possa fare riferimento anche ad una struttura finanziaria obiettivo.

III.1.52

Quando si fa uso del modello di Modigliani Miller per calcolare il costo del capitale medio ponderato occorre considerare che il modello è valido solo in assenza di costi di dissesto, in quanto presuppone che il rischio del debito sia nullo.

Attività* accessorie (*Redundant o Surplus asset*)

III.1.53

Frequentemente nel capitale investito di un'impresa, accanto all'insieme di attività* e di passività che formano "capitale investito operativo" (o "capitale investito core"), sono presenti anche attività*/passività che non sono strumentali rispetto all'attività* tipica dell'impresa; in genere si tratta di attività* finanziarie o immobiliari o fiscali e di passività non afferenti la gestione tipica (es. passività potenziali). Tali beni dovrebbero essere sottoposti ad autonoma valutazione*.

III.1.54

Il valore* dei surplus o *redundant asset* va determinato al netto dei carichi fiscali che dovrebbero essere

2836 effettivamente sostenuti nel caso della loro alienazione.

2837 **Valore* del debito ai fini della stima del valore* dell'*equity***

2838 III.1.55

2839 Nelle imprese non finanziarie l'adozione del procedimento di valutazione* del capitale investito operativo
2840 (altrimenti detto procedimento "asset side") richiede che dal valore* delle attività* venga successivamente
2841 sottratto il valore* di mercato* delle passività di natura finanziaria per giungere alla stima del valore*
2842 dell'*equity*.

2844 III.1.56

2845 Le assunzioni adottate nella stima del valore* dell'attivo operativo, in particolare con riferimento ai
2846 possibili scenari futuri, devono essere coerenti con quelle utilizzate nella stima del valore* dei debiti aventi
2847 natura finanziaria. Se il valore* di mercato* del debito è inferiore al suo valore* nominale a causa del
2848 rischio di insolvenza, la stima del valore* dell'attivo *deve* riflettere tale rischio.

2849 **Valore* dell'*equity pre-money***

2850 III.1.57

2851 Nei casi in cui l'azienda necessiti nel futuro di aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione,
2852 la valutazione* dell'*equity* alla Data della valutazione* rappresenta un valore* *pre-money*. Nella
2853 stima del valore* *pre-money* l'Esperto di valutazione*, oltre a dover valutare la ragionevolezza della
2854 sottoscrizione di futuri aumenti di capitale da parte di nuovi soci, *deve* anche considerare le condizioni
2855 alle quali i futuri aumenti di capitale potranno essere sottoscritti e il modificato profilo di rischio
2856 dell'*equity* a seguito degli aumenti di capitale. Tali condizioni - in relazione sia al contributo dei nuovi
2857 soci ai risultati prospettici dell'azienda sia allo stato di necessità dell'azienda stessa – potrebbero
2858 diluire i soci esistenti alla Data della valutazione*. In questi casi il valore* dell'*equity pre-money* non
2859 corrisponde al valore* attuale dei flussi di cassa di piano (con aumento di capitale) al netto
2860 dell'aumento di capitale, ma ad un valore* più contenuto per via dell'effetto diluitivo. Quando poi
2861 gli aumenti di capitale riguardassero titoli azionari caratterizzati da diritti economici speciali (nella
2862 distribuzione di dividendi o dei proventi nella successiva cessione dell'azienda o di parti di essa), si
2863 *dovrebbe* considerare anche che il payoff delle azioni ante aumento di capitale non sarebbe più
2864 lineare.
2865

2866 **III.2 La valutazione* di aziende in particolari contesti**

2867

2868 **La valutazione* di società quotate**

2869 III.2.1

2870 In presenza di un mercato di borsa efficiente, privo di costi di transazione rilevanti e di perturbazioni, ed in
2871 assenza di competizione per acquisire il controllo di una società, la capitalizzazione di borsa (= quotazione
2872 del titolo azionario x numero di titoli in circolazione) *dovrebbe* di norma costituire la migliore
2873 approssimazione del valore* dell'azienda "*as is*". Pertanto, l'Esperto di valutazione* *deve* sempre motivare
2874 le ragioni per le quali, ricorrendo tali condizioni, i prezzi di borsa non vengano assunti quale fondamentale
2875 indicazione del valore* che esso è chiamato a stimare ed effettuare una riconciliazione fra il valore* stimato
2876 ed il valore* di borsa.
2877

2878 III.2.2

2879 Le ragioni che possono giustificare l'adozione di altri metodi che di valutazione*, ovvero la rettifica dei
2880 prezzi correnti di borsa, sono principalmente le seguenti:

- a) asimmetria informativa (ad esempio la valutazione* fa uso di un piano non ancora comunicato al mercato finanziario);
- b) ridotta copertura del titolo quotato da parte di *equity analysts*;
- c) ridotti scambi sul titolo a causa della dimensione dell'azienda o del flottante;
- d) la mancanza di coerenza tra la Configurazione di valore* ed il valore* espresso dal mercato;
- e) la presenza di condizioni che possano limitare il livello di significatività dei prezzi espressi dal mercato;
- f) il diverso profilo di rischio-rendimento delle due unità di valutazione* cui si riferiscono la capitalizzazione di borsa e la specifica valutazione*. Mentre la capitalizzazione di borsa si fonda sulla quotazione del singolo titolo di minoranza, la specifica valutazione* potrebbe riferirsi al 100% dell'*equity*.

La valutazione* di società non quotate

III.2.3

Le valutazioni che riguardano società non quotate possono presentare alcune criticità nell'utilizzo dell'approccio di mercato e dei parametri di valutazione* (tassi, premi e sconti) desumibili dal mercato azionario.

In presenza di società comparabili quotate in borsa e qualora sussistano le condizioni che consentono di giudicare coerente il valore* espresso dal mercato di borsa con la definizione di valore* adottata dall'Esperto di valutazione* tali valori forniscono indicazioni utili anche alla valutazione* delle società non quotate.

La valutazione* di imprese di differenti dimensioni

III.2.4

L'aspetto dimensionale in genere costituisce un fattore rilevante* nel contesto della stima del valore* di un'azienda, sia essa quotata o non quotata. Intatti, il fattore dimensionale *può* influenzare il profilo di rischio:

- a) l'esposizione al rischio sistematico;
- b) l'esposizione al rischio specifico. Ciò con riferimento, ad esempio, alla qualità della struttura organizzativa, alla concentrazione della clientela o alla concentrazione in una o poche persone dei fattori di successo dell'azienda;
- c) la disponibilità di piani formalizzati e di strutture manageriali o organizzative adeguate.

L'Esperto di valutazione* *deve* tenere in considerazione questi aspetti e motivare le scelte compiute.

La valutazione* di imprese in crisi

III.2.5

Un'impresa in crisi è un'impresa per la quale esiste un concreto rischio di non sopravvivenza. In relazione alla rilevanza del rischio di non sopravvivenza, la stima del valore* di mercato* di un'impresa in crisi *può* riflettere nei flussi di risultato attesi due scenari alternativi che fanno riferimento a due diversi presupposti di valutazione*: uno scenario di continuità (*going concern*) ed uno scenario di liquidazione (*gone concern*). In altri casi il rischio di non sopravvivenza è catturato dal tasso di sconto* ed i flussi di risultato sono riferiti al solo scenario di continuità. Le principali peculiarità della valutazione* delle aziende in crisi sono riconducibili a: (i) il valore* dell'attivo dell'azienda non è indipendente dalla struttura finanziaria dell'impresa stessa; (ii) il piano di ristrutturazione è condizionato al verificarsi dello specifico scenario; (iii) l'azienda spesso non è in grado di recuperare stand alone i benefici fiscali di perdite pregresse, che invece potrebbero essere recuperati da un potenziale acquirente*.

III.2.6

Nel caso delle aziende in crisi all'Esperto di valutazione* *può* essere richiesto di compiere stime ad

2928 una data futura.
2929 Ad esempio, all'Esperto di valutazione* *può* essere richiesto di stimare il valore* di dismissione di
2930 alcune attività* ad una data futura al fine di riflettere nel piano di ristrutturazione i flussi di cassa
2931 attesi dalle dismissioni di quelle specifiche attività*. In questi casi l'Esperto di valutazione* *dovrebbe*
2932 innanzitutto considerare se la Configurazione di valore* più adatta è la liquidazione ordinaria o la
2933 liquidazione accelerata. Secondariamente dovendo esprimere una valutazione* prudente riferita ad
2934 una data futura, ma facendo riferimento all'informazione corrente *dovrebbe* dapprima stimare il
2935 valore* corrente dell'attività* e poi considerando la volatilità di prezzo* esprimere una stima prudente
2936 ad una data futura.
2937 In altri casi all'Esperto di valutazione* *può* essere richiesto di stimare il valore* dell'azienda
2938 ristrutturata (*reorganization value*). L'Esperto di valutazione* è chiamato a stimare il valore* che
2939 potrebbe essere riconosciuto sul mercato all'azienda sulla base del piano di ristrutturazione.

2940 III.3 Interessenze partecipative

2941

2942 III.3.1

2943 Con il termine interessenza partecipativa si intende un pacchetto di azioni o di quote di un'azienda inferiore
2944 al 100% e maggiore di una singola azione o quota. Il termine definisce quindi uno spettro molto ampio di
2945 pacchetti azionari o di quote rappresentative del patrimonio aziendale.

2946

2947 III.3.2

2948 La valutazione* di una interessenza partecipativa presuppone che l'Esperto di valutazione* raccolga le
2949 informazioni necessarie a consentirgli di:

- 2950 a) qualificare il tipo di interessenza partecipativa oggetto di valutazione* e stabilire se il pacchetto
2951 trasferisce alcuni (o tutti) i poteri del controllo;
2952 b) analizzare le interessenze partecipative detenute da altri azionisti e verificarne il potenziale effetto
2953 sul valore* della interessenza partecipativa oggetto di valutazione*;
2954 c) comprendere le caratteristiche del titolo azionario ed i relativi diritti;
2955 d) comprendere tutti gli elementi che possono influenzare il valore* dell'interessenza partecipativa
2956 quali:
2957 • statuto;
2958 • accordi fra azionisti;
2959 • maggiorazioni di voto (nel caso di società quotate) o voto plurimo (nel caso di società non
2960 quotate);
2961 • patti di sindacato;
2962 • accordi buy and sell;
2963 • accordi operativi;
2964 • accordi di co-vendita (*Drag along* e *Tag along*);
2965 • covenants sul debito (ad esempio legati al cambio di controllo);
2966 • restrizioni o altre obbligazioni che riguardano il detentore della partecipazione (attuale e/o
2967 potenziale, ad esempio obbligo di dismissione entro un periodo di investimento determinato,
2968 OPA obbligatoria);
2969 • il mercato di riferimento in cui la partecipazione *può* essere negoziata;
2970 e) verificare le informazioni (relative alla società emittente) alle quali è possibile avere accesso.

2971

2972 III.3.3

2973 La valutazione* di una interessenza partecipativa si riferisce ad una unità di valutazione* diversa sia dal
2974 complesso delle attività* nette (= attività* – passività) dell'azienda sia dal singolo titolo azionario. Ciò
2975 comporta che il valore* di una interessenza partecipativa *può* risultare diverso dalla somma dei valori dei
2976 singoli titoli che lo compongono e che il valore* dell'azienda nel suo complesso *può* risultare diverso dalla
2977 somma dei valori delle singole interessenze partecipative. Ciò per via del fatto che, in relazione alla

partecipazione detenuta: (a) i benefici generati dall'impresa non sono necessariamente divisibili su base proporzionale; (b) i rischi non sono necessariamente i medesimi per le diverse categorie di azionisti; (c) le informazioni cui le diverse categorie di azionisti hanno accesso non sono necessariamente eguali e simmetriche.

III.3.4

Il valore* di una partecipazione pari al 100% delle azioni o delle quote di un'azienda equivale alla stima del valore* dei mezzi propri dell'azienda. Il valore* di un singolo titolo equivale alla stima del valore* di un singolo strumento finanziario. Le principali differenze fra la stima del valore* di una azienda e la stima del valore* di un singolo titolo sono:

- a) la stima del valore* del singolo titolo non richiede necessariamente la stima del valore* dell'azienda, in quanto la stima del valore* del singolo titolo *può* essere compiuta considerando i flussi di risultato attesi di pertinenza del singolo titolo e stimando un valore* terminale di realizzo;
- b) la stima del valore* del singolo titolo considera i risultati attesi dall'impresa come essa è (*as is*) e, solo nel caso in cui la proprietà sia contendibile, *può* includere anche i benefici attesi dal ricambio di proprietà ponderati per la probabilità di ricambio, quando appropriato in relazione alla specifica Configurazione di valore*.

III.3.5

Normalmente il valore* di una partecipazione viene stimato muovendo da un appropriato livello di valore* (*level of value*) riferito al 100% dell'azienda, stimato sulla base dei benefici, dei rischi e delle informazioni disponibili al detentore della partecipazione oggetto di valutazione* ed applicando a tale livello di valore* la percentuale di possesso definita dalla partecipazione (valore* pro-rata) ed eventuali sconti.

III.3.6

Ci possono essere casi in cui è più opportuno calcolare direttamente il valore* della partecipazione senza stimare il livello di valore* riferito all'intera azienda (questo *può* essere il caso di talune partecipazioni di minoranza con caratteristiche di mero investimento finanziario per le quali la stima del valore* di mercato* *può* fondarsi sulla stima dei dividendi attesi e sul prezzo* di cessione a termine dell'investimento). In questi casi è necessario comunque chiarire la prospettiva adottata (ed i benefici, rischi ed informazione assunta ai fini della stima).

III.3.7

Esistono cinque principali livelli di valore*, caratterizzati da differenti set di benefici, rischi e informazioni disponibili:

- 1) valore* di controllo strategico (il valore* riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista strategico che detiene il controllo);
- 2) valore* di controllo finanziario (il valore* riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista finanziario che detiene il controllo);
- 3) valore* di minoranza di una società a proprietà contendibile con titoli scambiati su un mercato attivo (il valore* riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista di minoranza di una società con titoli scambiati su un mercato attivo che *può* subire un ricambio di proprietà);
- 4) valore* di minoranza di una società a proprietà bloccata con titoli scambiati su un mercato attivo (il valore* riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un azionista di minoranza di una società con titoli scambiati su un mercato attivo che non *può* subire un ricambio di proprietà se non per volontà dell'attuale azionista di controllo);
- 5) valore* di minoranza di una società per la quale non esiste un mercato attivo di titoli azionari (il valore* riflette i benefici, i rischi e l'informazione a disposizione di un'azionista di minoranza di una società non quotata o comunque priva di mercato attivo).

III.3.8

I livelli di valore* si riferiscono al/i soggetto/i di riferimento per la specifica partecipazione (azionista di maggioranza strategico, azionista di maggioranza finanziario, azionista di minoranza in società quotata a proprietà contendibile, azionista di minoranza in società quotata a proprietà bloccata, azionista di minoranza in società non quotata priva di titoli diffusi fra il pubblico) e non invece alla Configurazione di valore* ricercata. Ciascun livello di valore* *può* assumere una qualsiasi delle configurazioni di valore* definite dai PIV.

III.3.9

I principi contabili possono imporre come unità contabile di riferimento il valore* del singolo titolo anche per la valutazione* di una interessenza partecipativa (per cui il valore* dell'interessenza partecipativa è pari al valore* del singolo titolo moltiplicato per il numero di titoli che compongono la partecipazione, $P \times Q$). In questi casi l'Esperto di valutazione* *deve* esplicitare la finalità della valutazione* ed i vincoli posti a tale valutazione*, esplicitando che si tratta di un valore* convenzionale.

III.3.10

Quando l'unità di valutazione* è una interessenza partecipativa l'Esperto di valutazione* dopo aver identificato il livello di valore* (*level of value*) più appropriato, *deve* identificare i benefici ed i rischi che caratterizzano la partecipazione sulla base delle migliori informazioni disponibili. Se ad esempio oggetto di valutazione* è un pacchetto azionario che conferisce il controllo dell'azienda, il livello di valore* *deve* considerare i benefici, i rischi e le informazioni a disposizione del soggetto che detiene il controllo (ad esempio i piani aziendali). Se invece il pacchetto azionario non conferisce alcuno specifico beneficio, ma espone a rischi (di una struttura finanziaria non ottimizzata, di una composizione delle attività* egualmente non ottimizzata, di mancanza di liquidità) e consente l'accesso solo ad informazione pubblica (ad esempio i soli dati di bilancio pubblicati), la stima del livello di valore* *deve* riflettere quei rischi e quelle minori informazioni.

III.3.11

La relazione fra i diversi livelli di valore* *può* essere descritta sulla base della seguente gerarchia (decrescente) di valori:

- a) la partecipazione di controllo strategico incorpora il valore* delle sinergie che un acquirente strategico che acquisisce o che detiene il controllo dell'azienda *può* estrarre e/o riconoscere in un acquisto. Il valore* di tali sinergie non necessariamente ha natura divisibile, nel senso che l'azionista di controllo potrebbe beneficiare (in tutto o in parte) di tali sinergie in capo ad un'altra entità o business sotto il suo controllo diversa da quella cui la partecipazione si riferisce;
- b) la partecipazione di controllo finanziario incorpora il valore* che un investitore finanziario che acquisisce o che detiene il controllo dell'azienda *può* estrarre e/o riconoscere in un acquisto per via di sinergie finanziarie (ad esempio la possibilità di finanziare progetti di crescita) e/o legate alla possibilità di disporre delle attività* (ad esempio quando il valore* di break-up è superiore al valore* dell'azienda per la presenza di costi di holding). Anche se più raro, anche le sinergie di natura finanziaria potrebbero (in tutto o in parte) manifestarsi in capo ad una entità diversa da quella cui la partecipazione si riferisce;
- c) la partecipazione di minoranza in una società a proprietà contendibile esprime il valore* ricavabile dall'azienda efficientemente gestita e finanziariamente ottimizzata (impresa stand alone), a prescindere dalle effettive condizioni correnti della società;
- d) la partecipazione di minoranza in una società a proprietà bloccata dotata di mercato attivo incorpora i benefici ricavabili dall'impresa così come è governata (*as is*) alla Data della valutazione*, sulla base della struttura finanziaria effettiva;
- e) la partecipazione di minoranza in una società a proprietà bloccata e priva di mercato attivo incorpora anche uno sconto per la mancanza di liquidità, in quanto qualsiasi investitore razionale richiede ad un investimento illiquido un maggiore rendimento rispetto ad un investimento liquido.

III.3.12

La sostanza economica della partecipazione *deve* essere qualificata rispetto allo specifico contesto di corporate governance. L'Esperto di valutazione* *deve* definire il livello di valore* più appropriato considerati i benefici ed i rischi che derivano dalla specifica partecipazione nello specifico contesto. Così, ad esempio, una partecipazione pari al 20% del capitale di una società quando il rimanente 80% del capitale è detenuto da un unico soggetto è “nella sostanza” diversa da una partecipazione dove il rimanente 80% del capitale è frazionato fra molti soggetti nessuno dei quali detiene più del 10% del capitale, pur assumendo la stessa “forma”.

III.3.13

La valutazione* di un'interessenza partecipativa richiede attenzione a quattro principali profili:

- a) i diritti e le obbligazioni applicabili alla partecipazione;
- b) l'informazione disponibile al soggetto che detiene la partecipazione;
- c) le attività* accessorie (*redundant* o *surplus assets*);
- d) la struttura finanziaria di riferimento.

III.3.14

L'analisi dei diritti e delle obbligazioni associate all'interessenza partecipativa, richiede l'analisi di documenti quali statuti e/o patti parasociali che possono contenere restrizioni al trasferimento dell'interessenza o altre disposizioni afferenti alla ripartizione dei risultati aziendali, alla distribuzione di proventi a seguito di un *liquidity event*, o ad altre disposizioni che hanno impatto sul valore* (ad esempio il diritto di conversione in azioni di altra categoria). È necessario distinguere i diritti e le obbligazioni relativi alla partecipazione da quelli afferenti allo specifico azionista, in quanto questi ultimi, nel caso di cessione della partecipazione, non si estendono al nuovo acquirente.

III.3.15

Nel caso di valutazione* di partecipazioni di minoranza l'informazione disponibile *può* essere limitata all'ultimo bilancio disponibile. L'Esperto di valutazione* *deve* indicare le limitazioni oggettive alla base informativa*, in quanto non solo la stessa partecipazione avrebbe potuto esprimere un valore* diverso se si avesse avuto accesso ad una base informativa* più ampia e completa, ma soprattutto perché una stessa informazione *può* essere nota all'azionista di minoranza con ritardo rispetto a quando i singoli fatti o circostanze sono avvenuti. Trattandosi di una limitazione oggettiva della base informativa*, la valutazione* è comunque coerente con i PIV, ma *deve* essere chiaramente esplicitata nella relazione dell'Esperto di valutazione*.

III.3.16

Nella valutazione* di una partecipazione di minoranza il valore* attribuito alle attività* accessorie *può* essere anche significativamente diverso dal valore* attribuito alle stesse nella valutazione* di un pacchetto di controllo. Infatti, mentre l'azionista di controllo *può* disporre liberamente delle attività* accessorie, l'azionista di minoranza ne gode solo nella misura in cui esse contribuiscano alla formazione del reddito dell'azienda.

III.3.17

Nella valutazione* di una partecipazione di minoranza, la struttura finanziaria dell'impresa corrisponde alla struttura finanziaria effettiva (corrente e/o di prossima evoluzione), mentre nella valutazione* di una partecipazione di controllo la struttura finanziaria *dovrebbe* corrispondere ad una struttura finanziaria target, in quanto l'azionista di controllo *può* modificare a proprio piacimento la struttura finanziaria d'impresa.

III.4 Premi e sconti nella valutazione* di azienda e di interessenze partecipative

III.4.1

I premi e gli sconti identificano delle rettifiche (normalmente espresse nella forma di scarti percentuali, rispettivamente positivi e negativi) da applicare ad uno specifico livello di valore* per giungere ad un diverso livello di valore*. Esistendo una gerarchia di livelli di valore* (PIV III.3,7) quando da un livello di valore* più in basso nella gerarchia si vuole giungere ad un livello più in alto nella gerarchia si applicano dei premi, nel caso contrario si applicano degli sconti. I premi e gli sconti servono normalmente per trasformare un livello di valore* in altro livello di valore*. Ad esempio, applicando uno sconto per mancanza di liquidità si può trasformare il livello di valore* di una partecipazione di minoranza in una società con titoli diffusi fra il pubblico in livello di valore* di una partecipazione di minoranza in una società con titoli privi di mercato attivo. I premi e gli sconti possono essere anche utilizzati per trasformare una Configurazione di valore* in un'altra Configurazione di valore* (ad esempio un valore* intrinseco in valore* di mercato*).

III.4.2

Le principali tipologie di premi e sconti sono le seguenti:

- a) sconti per la mancanza di liquidità, che possono essere applicati nei casi in cui i titoli delle società comparabili presentino una maggiore liquidità rispetto a quelli dell'entità oggetto di valutazione*;
- b) sconti per mancanza di liquidabilità (o trasferibilità), che possono essere applicati quando oggetto di valutazione* sono titoli che hanno restrizioni (legali, regolamentari o anche solo economiche) alla vendita. Lo sconto per la mancanza di trasferibilità è diverso dallo sconto per la mancanza di liquidità, ma spesso è stimato congiuntamente. Occorre distinguere tuttavia i casi in cui i vincoli alla trasferibilità riguardino l'oggetto della valutazione* (l'interessenza partecipativa) o viceversa riguardino il proprietario dell'interessenza partecipativa.
- c) premi di controllo (o sconti per la mancanza di controllo), i quali riflettono le differenze fra partecipazioni di controllo e partecipazioni che non consentono di esercitare il controllo. A parità di ogni altra condizione il controllo permette di ridurre i rischi dell'investimento ed in taluni casi di godere di benefici che altrimenti non sarebbero realizzabili. I premi di controllo possono essere riconosciuti anche su pacchetti azionari di minoranza che permettono di raggiungere il controllo. In una società composta da tre azionisti, due dei quali con partecipazioni pari al 49% ed uno con partecipazione pari al 2%, l'eventuale trasferimento della partecipazione del 2% ad uno degli altri soci presumibilmente incorporerebbe un premio per il controllo. In presenza di benefici indivisibili (PIV IV.1.5) ritraibili dal controllo, i premi di controllo espressi in percentuale del valore* senza controllo sono decrescenti all'aumentare dell'interessenza partecipativa che permette di acquisire il controllo (in quanto si diluiscono su un investimento maggiore) e viceversa. Per questo motivo nell'analisi dei premi di controllo di transazioni comparabili i premi debbono essere sempre relativizzati al 100% dell'*equity*. Nei casi in cui i premi di controllo di transazioni comparabili incorporino anche premi di acquisizione (sinergie divisibili attese dall'acquirente), l'Esperto di valutazione* deve valutare se simili sinergie sarebbero realizzabili anche nel caso di vendita del pacchetto di controllo dell'entità oggetto di valutazione*. Occorre anche considerare nel caso di transazioni riferite a società con strutture finanziarie molto diverse, se sia opportuno tradurre i premi di controllo in percentuali sul valore* dell'attivo aziendale piuttosto che sul valore* del 100% dell'*equity*. Ciò in quanto se le sinergie sono di natura prevalentemente operativa, due società con strutture finanziarie diverse, ma medesime sinergie operative mentre mostrano eguali premi sul valore* dell'attivo, mostrano premi molto diversi sul valore* dell'*equity*.

- d) Sconti per blocchi di titoli, che potrebbero essere applicati a blocchi di azioni quotate su mercati regolamentati per via del fatto che una loro vendita in blocco genererebbe una flessione di prezzo* dei titoli.

III.4.3

Sconti e premi non hanno alcun significato se non è definita la base di valore* rispetto alla quale sono calcolati e dalla quale debbono essere applicati. Ad esempio, uno sconto per la mancanza di controllo *deve* essere applicato ad una base di valore* che comprende il valore* di controllo. Un premio per il controllo *deve* essere applicato ad una base di valore* che esclude il premio di controllo. Uno sconto per la mancanza di liquidità *deve* essere applicato alla base di valore* calcolata sulla base del profilo di un titolo liquido (ad esempio valore* ottenuto applicando multipli di società quotate comparabili ad una società non quotata, i cui titoli sono illiquidi)

III.4.4

Sconti e premi sono normalmente desunti da evidenze di mercato. L'Esperto di valutazione* *deve* specificare le fonti di tali evidenze, i criteri di selezione dei premi o sconti che ritiene opportuno applicare nella specifica valutazione*, il livello di valore* cui si riferiscono.

III.4.5

Poiché i premi di controllo hanno natura per lo più *entity specific* (non universale) in linea di principio è sconsigliabile fare uso di medie di premi desunte da evidenze di mercato, quando il coefficiente di variazione di tali medie è molto elevato.

III.4.6

L'applicazione di premi *dovrebbe* essere evitata ogniqualvolta sia possibile stimare direttamente il corretto livello di valore*, in quanto i premi altro non esprimono che differenze nei benefici, rischi e informazioni disponibili che qualificano ciascun livello di valore* e che l'Esperto di valutazione* *dovrebbe* essere in grado di verificare autonomamente.

III.4.7

L'applicazione di sconti è più frequente in quanto evita l'applicazione di aggiustamenti discrezionali in aumento nel tasso di attualizzazione da parte dell'Esperto di valutazione* al fine di stimare il livello di valore* appropriato.

III.4.8

L'Esperto di valutazione* *deve* sempre chiarire le ragioni per cui preferisce applicare premi o sconti desunti dal mercato piuttosto che calcolare direttamente l'appropriato livello di valore*. Quando l'Esperto di valutazione* applica premi o sconti desunti dal mercato *deve* comunque esplicitare quali diversi parametri della valutazione* avrebbe dovuto applicare per raggiungere in via diretta lo stesso risultato.

III.4.9

Sconti e premi desunti da evidenze di mercato sono funzione normalmente della dimensione relativa della partecipazione, del controvalore* assoluto della partecipazione stessa, del livello di indebitamento dell'entità, delle specificità della transazione. Normalmente è opportuno riesprimere i premi e gli sconti relativamente al 100% del capitale, riferendosi al capitale investito operativo anziché al patrimonio netto (prospettiva asset side anziché *equity side*) quando le transazioni caratterizzano aziende con strutture finanziarie molto diverse fra loro.

III.4.10

L'Esperto di valutazione* per verificare la ragionevolezza dei risultati cui perviene *può* calcolare i premi o gli sconti impliciti nella propria valutazione* rispetto ad evidenze di valori o di prezzi riferite ad altre unità di

valutazione*. Ad esempio, l'Esperto di valutazione* *può* calcolare il premio implicito nella propria stima del valore* del pacchetto di controllo di una società quotata rispetto alla capitalizzazione di borsa pro-quota della società e poi confrontare tale premio con analoghi premi impliciti in transazioni aventi per oggetto pacchetti di controllo di società quotate. Anche questi confronti debbono essere svolti con molta cautela, essendo per lo più funzione di fattori specifici riferiti all'entità.

III.4.11

Occorre molta cautela nell'applicare i premi o gli sconti ai multipli o desumere i premi e gli sconti dai multipli. Occorre verificare che non ci sia già omogeneità fra numeratore e denominatore del multiplo prima dell'applicazione di premi o sconti.

III.4.12

Ai fini della verifica di ragionevolezza del risultato di stima raggiunto, l'Esperto di valutazione* di valutazione*, qualunque metodologia di stima abbia utilizzato, *può* trovare opportuno calcolare, anche in relazione alla natura della partecipazione:

- a) il tasso di rendimento interno implicito nella stima del valore* della partecipazione lungo un orizzonte di investimento ritenuto appropriato;
- b) il tasso di rendimento corrente (*dividend yield* o *distribution yield*) implicito nella stima del valore* della partecipazione;

e confrontarli poi con omologhi tassi offerti da investimenti comparabili, se disponibili.

III.5 L'allocazione del valore* dell'*equity* a titoli azionari di diversa specie.

III.5.1

Quando l'Esperto di valutazione* è incaricato di valutare una particolare tipologia di titolo azionario, la valutazione* *può* avvenire in via diretta, ma è frequente il caso in cui occorre stimare il valore* del 100% dell'*equity* ed allocarlo poi alle diverse categorie di titoli azionari. Quando l'Esperto di valutazione* alloca il valore* dell'*equity* ai diversi strumenti *deve* considerare i diversi diritti che caratterizzano gli strumenti di *equity*. I diritti sono normalmente ripartiti in diritti economici (dividendi privilegiati e/o *liquidation preference* fra i più frequenti) e diritti di controllo (ad esempio diritti di voto o diritti di conversione). Normalmente in presenza di diritti economici speciali il payoff dei singoli titoli azionari non è lineare rispetto al valore* dell'*equity* (option-like payoff). Ciò comporta che i singoli titoli possano essere concepiti come un bundle di posizioni lunghe e corte di opzioni e conseguentemente il loro valore* sia funzione della volatilità del valore* dell'*equity*.

III.5.2

I metodi più diffusi per allocare il valore* dell'*equity* a titoli azionari di diversa specie sono:

- a) il metodo del valore* corrente (CVM: *current value method*);
- b) il metodo delle opzioni (OPM: *option pricing method*);
- c) il metodo degli scenari (PWERM: *probability-weighted expected return method*).

Il CVM si fonda sul valore* corrente dell'*equity* e trascura quindi gli effetti della volatilità dell'*equity*. Per questa ragione è un metodo che non considera il *time value* delle opzioni implicite nelle classi azionarie particolari. Gli altri criteri considerano la possibile evoluzione futura del valore* dell'*equity*. L'OPM stima la distribuzione dei valori futuri sulla base di una distribuzione lognormale dei valori dell'*equity* intorno al suo valore* corrente. Il PWERM stima analiticamente il valore* dell'*equity* in differenti scenari futuri attribuendo loro una probabilità di manifestazione.

III.5.3

3278 L'Esperto di valutazione* *dovrebbe* considerare se vi sono state transazioni recenti aventi per oggetto
3279 una o più classi di titoli azionari. In questo caso l'Esperto di valutazione* *può* risalire dal prezzo*
3280 negoziato di uno specifico titolo azionario al valore* dell'*equity* complessivo coerente con quel
3281 prezzo* determinare così il valore* delle altre classi di titoli azionari.

3282

3283

3284

3285

III.5.4

3286 Il CVM alloca il valore* dell'*equity* sulla base dei diritti economici di ciascuna classe di titoli. Il
3287 valore* residuo è allocato alle azioni ordinarie. Il limite del CVM consiste nel fatto che non considera
3288 l'evoluzione futura del valore* dell'*equity*. Per questa ragione il criterio *dovrebbe* essere utilizzato
3289 solo quando: 1) è imminente una vendita dell'azienda o di parti di essa (liquidity event); 2) l'azienda
3290 è in uno stadio così iniziale della sua vita che non è possibile stimare una ragionevole evoluzione
3291 futura del valore* dell'*equity*; 3) non ricorrono le condizioni per ipotizzare una crescita o una
3292 decrescita significativa del valore* dell'*equity* nel futuro.

3293

III.5.5

3295 L'OPM alloca il valore* dell'*equity* sulla base del valore* delle posizioni lunghe e corte in opzioni
3296 implicite nei diritti di ciascuna categoria di azioni. Di ciascuna opzione è necessario identificare il
3297 prezzo* di esercizio in relazione ai privilegi di ciascuna classe di azioni. Il valore* delle opzioni è
3298 calcolato normalmente sulla base di un modello alla Black-Scholes e richiede dunque oltre alla stima
3299 del valore* corrente dell'*equity* anche la stima di una ragionevole durata delle opzioni (che *dovrebbe*
3300 coincidere con la data attesa del *liquidity event*), della volatilità del sottostante, degli eventuali
3301 dividendi distribuibili prima del *liquidity event*. La volatilità del sottostante è in genere stimata
3302 facendo riferimento alla volatilità dei rendimenti delle azioni di società quotate comparabili, tenuto
3303 conto del loro stadio di vita e del relativo leverage.

3304

III.5.6

3306 Il PWERM alloca il valore* dell'*equity* sulla base del valore* attuale dei benefici futuri attesi per le
3307 singole classi di titoli azionari in relazione ai futuri valori dell'*equity* in una pluralità di scenari
3308 possibili ed alla probabilità assegnata a quegli scenari. Il valore* attuale è calcolato sulla base di tassi
3309 di sconto differenziati per le differenti categorie di titoli azionari, in ordine decrescente rispetto al
3310 loro grado di privilegio (maggiore il privilegio, minore è il tasso di sconto*). La media ponderata dei
3311 tassi di sconto *dovrebbe* corrispondere al costo* dell'*equity* dell'azienda.

3312

III.5.7

3314 L'Esperto di valutazione* per allocare il valore* dell'*equity* alle differenti classi di titoli azionari *può*
3315 usare metodi ibridi che combinano il metodo delle opzioni (OPM) ed il metodo degli scenari
3316 (PWERM).

III.6 Beni immateriali

3318

III.6.1

3320 I beni immateriali sono attività* non tangibili in grado di generare benefici a favore di chi li possiede. I beni
3321 immateriali si dividono in due categorie: i beni immateriali identificabili (o beni immateriali specifici) e i
3322 beni immateriali non identificabili (o beni immateriali generici). Questi ultimi contribuiscono a formare il
3323 valore* dell'avviamento dell'azienda, ma non possono essere oggetto di valutazione* separata, in quanto
3324 non è possibile stimarne un valore* di scambio o un valore* ricavabile dal loro uso separato rispetto
3325 all'azienda cui appartengono (*hold value*).

3326

III.6.2

Con il termine bene immateriale identificabile (o specifico) si identifica qualunque bene immateriale che può essere ceduto, trasferito o locato o concesso in licenza o scambiato in forma separata rispetto all'entità che lo possiede o che nasce da diritti contrattuali o da altri diritti legali in grado di generare benefici per il titolare, a prescindere dal fatto che tali diritti siano trasferibili o separabili. Si tratta di beni per i quali è possibile stimare un valore* di scambio o un valore* ricavabile dal loro uso separato (*hold value*).

III.6.3

Il valore* di risorse immateriali non identificabili (ad esempio il capitale intellettuale, la forza lavoro, il capitale reputazionale) è normalmente ricompreso nel valore* di avviamento. L'avviamento non costituisce un'attività* separabile dall'azienda e quindi la valutazione* lo cattura attraverso la stima del valore* dell'azienda.

III.6.4

Ai fini della valutazione* di un bene immateriale specifico l'Esperto di valutazione* deve raccogliere le informazioni necessarie a consentirgli di:

- a) identificare il bene immateriale oggetto di valutazione*;
- b) verificare le caratteristiche specifiche del bene immateriale oggetto di valutazione* (in termini di funzione, tipologia di benefici generati, tipologia di rischi associati, vita utile o contrattuale, ecc.);
- c) analizzare l'insieme di diritti legali, le protezioni e le limitazioni che pertengono ai beni immateriali oggetto di valutazione*;
- d) identificare accordi di licenza, di sub-licenza, diritti di confidenzialità, di sviluppo di commercializzazione e di sfruttamento e ogni altra obbligazione afferente il bene immateriale oggetto di valutazione*;
- e) conoscere la storia del bene immateriale;
- f) stimare la vita utile residua e la vita legale del bene intangibile;
- g) apprezzare i benefici economici diretti e/o indiretti che il bene immateriale ci si attende produrrà in capo al proprietario o al titolare durante la sua vita economica;
- h) conoscere eventuali controversie (passate e correnti) relative al bene immateriale;
- i) valutare le potenzialità in termini di sfruttamento ancora inespresso del bene immateriale;
- j) identificare se il massimo e migliore uso del bene immateriale è il suo uso corrente;
- k) identificare se il massimo e migliore uso del bene immateriale lo si realizza isolatamente o in un gruppo di attività*.

III.6.5

La valutazione* di un bene immateriale può essere compiuta facendo riferimento a ciascuno dei tre approcci di valutazione* conosciuti (di mercato, del reddito e del costo*). Ai fini della selezione dell'approccio o degli approcci più appropriati l'Esperto di valutazione* dovrebbe considerare:

- a) le caratteristiche del bene immateriale ed in particolare la sua riproducibilità, la natura dei benefici che esso è in grado di generare in capo al proprietario (attuale o potenziale) e/o all'utilizzatore e l'esistenza o meno di un mercato di riferimento;
- b) le informazioni disponibili per l'applicazione di ciascun approccio.

III.6.6

Tutti i metodi di valutazione* dei beni immateriali richiedono una stima della loro vita utile (o economica) residua. La vita utile residua del bene immateriale definisce la durata residua dei benefici futuri attesi dal bene immateriale e la loro distribuzione nel tempo. La vita residua può essere ottenuta per differenza fra la vita economica complessiva del bene da nuovo e l'età del bene intangibile. La stima della vita utile residua richiede un'analisi dei fattori legali, tecnologici, funzionali ed economici. Nella stima della vita utile questi fattori devono essere considerati individualmente e complessivamente. Ad esempio, una tecnologia farmaceutica protetta da un brevetto può godere di protezione legale ancora per cinque anni, ma se si presume che la concorrenza sia in grado di introdurre sul mercato una nuova tecnologia entro tre anni, la vita

economica residua della tecnologia è di tre anni. Per converso, se ci sono fondate ragioni per ritenere che il know-how tecnologico consentirà la produzione di medicinali generici, comunque richiesti dal mercato anche oltre la scadenza del brevetto, si potrà stimare una vita economica più estesa dei cinque anni di durata del brevetto. Nella stima della vita economica di un bene immateriale, l'Esperto di valutazione* *deve* pertanto considerare le sue modalità di utilizzo o di sostituzione.

III.6.7

Alcuni beni immateriali possono avere vita indefinita. Nessun bene immateriale *può* avere vita infinita, ossia una vita indefinita senza adeguati costi di manutenzione. Affinché sia conveniente mantenere indefinitamente in vita un bene immateriale è necessario che il costo* di manutenzione sia inferiore alla perdita di valore* che il bene patirebbe senza il sostenimento di costi. Ciò si verifica quando il costo* di manutenzione del bene è inferiore all'ammortamento economico del bene (= la perdita di valore* del bene in ipotesi di assenza di costi manutenzione).

Approccio del costo*

III.6.8

Con l'approccio del costo*, il valore* di un bene immateriale è determinato in base al costo* di sostituzione (o di rimpiazzo) di un bene simile o di un bene che fornisce una utilità equivalente. L'approccio del costo* è usato normalmente per beni immateriali, che non forniscono speciali vantaggi competitivi all'impresa (come taluni software o la forza lavoro - *assembled workorce*).

L'approccio del costo* *può* essere impiegato per valutare beni immateriali che forniscono speciali vantaggi competitivi quando non è possibile applicare gli altri approcci valutativi. L'Esperto di valutazione* *deve* dimostrare di non aver potuto applicare altri approcci, per limitazioni oggettive.

I metodi di valutazione* riconducibili all'approccio del costo* sono:

- a) il metodo del costo* di sostituzione;
- b) il metodo del costo* di riproduzione.

III.6.9

L'applicazione dei due metodi di valutazione* normalmente si fonda su:

- a) costo* storico aggiustato: è un criterio indiretto, in quanto muove dalla stima del costo* di riproduzione per giungere al costo* di sostituzione dopo aver detratto i costi curabili e i costi in eccesso;
- b) costo* unitario corrente: è un criterio diretto di stima del costo* di sostituzione sulla base del costo* marginale unitario del/dei fattori di produzione necessari a ricreare il bene sulla base del livello di conoscenze ed esperienze correnti (non quelle del passato);
- c) costo* unitario di produzione: è un criterio diretto di stima del costo* di sostituzione, fondato su costi standard (ad esempio i costi per contatto per l'investimento necessario a rimpiazzare un brand).

Tutti i criteri riconducibili all'approccio del costo* dapprima stimano il valore* del bene immateriale a nuovo e poi sulla base dell'obsolescenza economica, funzionale e tecnologica, determinano il valore* del bene nel suo stato d'uso corrente.

Approccio del reddito

III.6.10

Secondo l'approccio del reddito, il valore* di un'attività* immateriale è pari al valore* attuale dei redditi o dei flussi di cassa o dei risparmi sui costi, attribuibili all'attività* immateriale durante la sua vita economica residua.

L'approccio reddituale è l'approccio più comunemente applicato per la valutazione* dei beni immateriali in grado di generare un vantaggio competitivo o che nascono da diritti legali o contrattuali e, in particolare, per la valutazione* di:

- a) tecnologie;
- b) intangibili relativi ai clienti ed ai rapporti commerciali (ad es. backlog, contratti con clienti, relazioni di clientela);
- c) marchi e brand;
- d) diritti contrattuali e licenze per l'esercizio dell'attività* (ad es. contratti di franchising, licenze per l'esercizio di attività* specifiche, frequenze per la trasmissione di segnali radio televisivi, traffico vocale e di dati);
- e) accordi di non concorrenza.

III.6.11

I principali criteri di valutazione* riconducibili all'approccio del reddito sono:

- a) Criteri fondati sulle stime dirette dei benefici economici futuri:
 - criterio dei benefici futuri attualizzati (o DCF): determina il valore* del bene sulla base del valore* attuale dei benefici diretti attesi (ad esempio i risparmi di costi) che si prevede verranno generati lungo la vita utile residua dell'intangibile. Il tasso di attualizzazione considera i rischi dello specifico bene;
 - criterio delle opzioni reali: concepisce l'intangibile come un'opzione reale il cui valore* è funzione dell'evoluzione di contesto (si pensi al caso di una tecnologia che alle condizioni correnti non è economicamente conveniente, ma modificandosi i prezzi delle materie prime, potrebbe diventarlo). Come per le opzioni finanziarie l'approccio di valutazione* è *risk neutral* e quindi il saggio di attualizzazione è il saggio privo di rischio;
 - criterio del reddito in ipotesi di avvio dell'attività* (Build-up o Greenfield Method): determina il valore* del bene sulla base dell'ipotesi di detenere solo il bene oggetto di valutazione* e dover acquisire tutte le altre attività* (complementari) necessarie a garantire lo sfruttamento dal bene, partendo da zero. Il saggio di attualizzazione utilizzato è il costo medio ponderato del capitale (wacc) dell'impresa cui il bene immateriale appartiene.
- b) Criteri fondati sulle stime indirette dei benefici economici futuri:
 - criterio dei flussi differenziali (o *with and without* o scenario method o *premium profit method*): determina il valore* del bene per differenza fra il valore* dell'azienda "con" e il valore* dell'azienda "senza" il bene immateriale. La caratteristica di questo metodo è che i flussi dell'azienda nei due scenari sono scontati al costo medio ponderato del capitale dell'impresa cui il bene immateriale appartiene;
 - criterio del reddito attribuito (*profit split method*): determina il valore* del bene sulla base di un reddito attribuito al bene intangibile identificato facendo uso di un criterio di allocazione ricavato dall'analisi dei rischi assunti e delle funzioni svolte dalla società che detiene l'intangibile e da società comparabili, da parametri soggettivi o da parametri oggettivi. Il tasso di attualizzazione riflette i rischi dello specifico bene intangibile;
 - criterio degli extra-redditi (o *Multi-period excess earnings method*-MPEEM o *Single-period excess earnings method* – SPEEM): determina il valore* del bene sulla base del valore* attuale del reddito aziendale che residua dopo aver detratto dal reddito corrente o prospettico il costo* d'uso (consumo + remunerazione del capitale = *return of* + *return on* = *contributory asset charge*) degli altri beni (materiali ed immateriali) di cui l'entità è dotata. Il reddito di pertinenza del bene immateriale è attualizzato ad un tasso che considera il rischio dello specifico bene.

Approccio di mercato

III.6.12

Secondo l'approccio di mercato, il valore* di un bene immateriale è determinato sulla base dei prezzi ai quali si sono concluse nel mercato operazioni che coinvolgono beni comparabili identici o simili.

Le transazioni che coinvolgono i beni immateriali spesso includono anche altre attività*, come avviene nel caso delle aggregazioni aziendali (*business combination*).

All'approccio di mercato *dovrebbe* essere attribuito un peso significativo*, nei casi in cui:

- a) il bene immateriale o un bene simile è stato recentemente oggetto di una transazione idonea ad essere considerata per la valutazione*, alla luce della Configurazione di valore* di riferimento;
- b) il bene in oggetto o un bene sostanzialmente simile è attivamente e pubblicamente negoziato (circostanza non frequente per i beni immateriali);
- c) vi sono transazioni osservabili frequenti e/o recenti che riguardano beni sostanzialmente simili.

III.6.13.

I metodi di valutazione* riconducibili all'approccio di mercato sono:

- a) criterio delle transazioni comparabili: determina il valore* del bene intangibile sulla base di multipli desunti da transazioni aventi per oggetto beni simili. A causa della eterogeneità dei beni immateriali *può* essere difficile identificare beni immateriali comparabili. È spesso necessario in questi casi procedere a rettificare i multipli per considerare quegli aspetti che appartengono al bene oggetto di transazione e non al bene oggetto di valutazione* e viceversa;
- b) criterio delle royalty di mercato di beni comparabili: determina il valore* del bene immateriale sulla base delle royalties (normalmente espresse in percentuale dei ricavi) riconosciute su beni comparabili. Occorre tuttavia molta attenzione alle caratteristiche dei contratti di royalty, che possono prevedere minimi contrattuali, limiti geografici o di prodotto, durate diverse, ecc. In questi casi oltre alla comparabilità dei beni intangibili oggetto di locazione occorre considerare anche le limitazioni dei contratti e i loro effetti sui tassi di royalty.

Tassi di sconto

III.6.14

La scelta dei tassi di sconto per i beni immateriali *può* essere difficile a causa della limitata disponibilità di parametri di mercato specifici e comparabili. La scelta di un tasso di sconto* per un bene immateriale poggia significativamente sul giudizio professionale* dell'Esperto di valutazione*.

Nella scelta di un tasso di sconto* per un bene immateriale, l'Esperto di valutazione* *deve* effettuare una analisi dei rischi associati al bene immateriale oggetto di stima e considerare eventuali benchmark (tassi di sconto di mercato comparabili).

Nel valutare i rischi associati a un bene immateriale, l'Esperto di valutazione* *deve* considerare, tra gli altri, almeno i seguenti aspetti:

- a) i beni immateriali presentano spesso un rischio maggiore rispetto ai beni materiali;
- b) se un bene immateriale ha un ambito applicativo fortemente specifico e limitato al suo attuale utilizzo, normalmente presenta un rischio più elevato rispetto ai beni immateriali che presentano molteplici usi potenziali;
- c) i singoli beni immateriali spesso presentano un rischio maggiore rispetto a insiemi di beni organizzati (o di intere aziende);
- d) i beni immateriali impiegati per attività* non routinarie o innovative possono presentare un rischio più elevato rispetto ai beni immateriali utilizzati in attività* di routine o a basso rischio;
- e) i beni immateriali i cui benefici sono più agevolmente stimabili si caratterizzano per un rischio inferiore rispetto a beni immateriali i cui benefici sono più difficilmente stimabili.

I benchmark dei tassi di sconto sono ricavabili da evidenze di mercato o di transazioni similari. Di seguito si riportano alcuni tassi che dovrebbero essere considerati dall'Esperto di valutazione*:

- a) costo medio ponderato del capitale (WACC) riferibile al bene immateriale, sulla base della finanziabilità a debito del bene (*Loan-to-value*), o all'azienda proprietaria/utilizzatrice del bene immateriale stesso (quando il rischio del bene *può* essere considerato simile a quello dell'azienda);
- b) in contesti che comportano una valutazione* di tutte le attività* aziendali, l'Esperto di valutazione* *dovrebbe* eseguire un'analisi del rendimento medio ponderato delle attività* (WARA) per confermare la ragionevolezza dei tassi di sconto selezionati.

Benefici fiscali legati all'ammortamento

III.6.15

L'acquisto separato di beni immateriali genera per l'acquirente un costo* fiscalmente riconosciuto che *può* essere ammortizzato lungo un periodo convenzionale definito dal fisco riducendo il carico fiscale dell'acquirente con conseguenti maggiori flussi di cassa netti di imposta generati dal bene immateriale stesso. Il venditore del bene *può* vedere riconosciuto nel prezzo* di vendita il beneficio fiscale che si genera in capo all'acquirente.

Per questa ragione se oggetto di stima è il valore* di mercato* del bene immateriale *può* essere opportuno considerare anche il valore* del beneficio fiscale derivante dall'ammortamento del bene (*Tax Amortization Benefit – TAB*).

Se per valutare un bene immateriale si utilizza l'approccio di mercato o del costo*, il prezzo* pagato per acquistare il bene o il costo* per creare il bene potrebbero già riflettere il beneficio fiscale. Nell'approccio reddituale, invece, il TAB *dovrebbe* essere incluso, ove appropriato.

Alcune finalità valutative, come le valutazioni a fini di bilancio, si riferiscono a configurazioni di valore* (*fair value**) che si riferiscono all'ipotetico prezzo* di vendita del bene immateriale ad un partecipante al mercato*. A tali fini, il TAB *dovrebbe* essere incluso se la stima si basa sull'approccio reddituale, in quanto un tipico partecipante al mercato* considererebbe i benefici fiscali derivanti dall'ammortamento del bene immateriale acquisito in una ipotetica operazione di compravendita.

Esistono due diverse prassi in merito al tasso di sconto* da utilizzare nel calcolo del TAB:

- a) il costo del capitale dell'azienda che utilizza il bene. Questo criterio si fonda sull'assunto che il beneficio fiscale dell'ammortamento presuppone un reddito capiente e quindi il rischio del TAB coincide con quello dell'azienda. Per questa ragione l'Esperto di valutazione* potrebbe utilizzare un tasso di sconto* riferito all'azienda complessivamente intesa,
- b) un tasso di sconto* appropriato per il bene oggetto di stima (cioè, lo stesso tasso di sconto* utilizzato nella valutazione* del bene sulla base dell'approccio del reddito). Questa impostazione si fonda sul presupposto che il rischio TAB *dovrebbe* riferirsi ad un'ipotetica azienda dotata solo del bene immateriale e dei beni strettamente complementari. Per questa ragione l'Esperto di valutazione* potrebbe utilizzare lo stesso tasso di sconto* utilizzato per la valutazione* del bene immateriale oggetto di stima.

Vita utile delle relazioni di clientela

III.6.16

Le aziende dispongono di portafogli di clienti, più o meno vasti. La vita economica dei portafogli di clienti è funzione del tasso di *attrition* (abbandono). Il tasso di abbandono esprime la percentuale di clienti (a numero o a volume di ricavi o di margine) che ci si attende verranno persi lungo la vita utile residua delle relazioni di clientela. Sebbene si tratti di una stima prospettica, il tasso di abbandono è spesso desunto da serie storiche.

Esistono diversi criteri per determinare e applicare il tasso di abbandono:

- a) si *può* adottare un tasso costante di perdita, come percentuale calcolata sul saldo del numero dei clienti (o dei ricavi o del margine) dell'anno precedente, se la perdita dei clienti non

sembra dipendere dall'anzianità della relazione con la clientela;

- b) si *può* adottare un tasso costante di perdita di clienti a numero (o ad ammontare fisso di ricavi o di margine), quando l'esperienza più recente della società mostra che questa dinamica è la più probabile anche nel futuro;
- c) si *può* adottare un tasso variabile di perdita dei clienti in relazione all'età della relazione di clientela. In questi casi, generalmente, i clienti acquisiti più di recente hanno maggiori probabilità di essere persi rispetto ai clienti con una relazione consolidata da più tempo.

Il criterio sulla base del quale è identificato quando un cliente è "perso" ai fini della stima del tasso di abbandono *deve* essere individuato facendo riferimento a specifici fatti e circostanze. Ad esempio, un'azienda di servizi, venduti attraverso abbonamenti mensili, potrebbe giudicare perso un cliente che non rinnova l'abbonamento per un mese; al contrario, un'azienda che vende beni in forma non ricorrente potrebbe considerare "perso" il cliente che non acquista da un anno o più.

È consigliabile che l'Esperto di valutazione* testi la bontà del modello di stima del tasso di abbandono sulla base di backtesting.

III.7 Impianti, macchinari e infrastrutture

Premessa

Questa sezione contiene i principi di valutazione* di macchinari, impianti e infrastrutture, definendo la terminologia e fornendo una metodologia coerente con la migliore prassi.

In particolare, sono:

- definiti i termini e la terminologia tecnico-valutativa più comunemente utilizzata ed accettata;
- illustrate le metodologie più utilizzate nella prassi di valutazione*;
- analizzati i principali fattori di obsolescenza, fisica, funzionale ed economica, che influiscono sul valore* corrente delle attività*.

L'obiettivo è fornire un riferimento strutturato e applicabile a valutazioni tecnicamente supportate, chiare e in linea con le best practice professionali comunemente riconosciute.

Raggruppamenti di beni

III.7.1

I macchinari, gli impianti e le infrastrutture sono beni di uso durevole, impiegati come strumenti di produzione di un prodotto o servizio, o per essere affittati a terzi o detenuti, quindi non destinati alla vendita e/o alla trasformazione.

A fini valutativi, essi vengono suddivisi in raggruppamenti di beni con caratteristiche simili (impianti, macchinari, attrezzature, infrastrutture, ecc.) che, a loro volta, possono essere suddivisi in classi o gruppi merceologici di livello più specifico: ad esempio, gli impianti possono essere suddivisi in fissi (strettamente connessi al fabbricato) o specifici (direttamente legati al ciclo produttivo – aria compressa, distribuzione gas tecnici, distribuzione vapore, impianti di sollevamento, ecc.). Tale distinzione è particolarmente importante, sia dal punto di vista valutativo – dal momento che beni diversi hanno vite utili diverse – sia dal punto di vista fiscale, dal momento che le norme tributarie assoggettano tali beni a diverse aliquote di ammortamento. Inclusioni ed esclusioni dal raggruppamento di beni devono quindi essere chiaramente indicate. Quando – per la valutazione* dell'immobile, da un lato, e per la valutazione* degli impianti e macchinari ubicati nello stesso immobile – vengono assegnati incarichi differenti, si *deve* prestare la massima cura per evitare:

- Omissioni: beni che, per natura o funzione, rischiano di non essere considerati né nella stima immobiliare né in quella degli impianti/macchinari/infrastrutture (come, ad esempio, impianti fissi integrati nella struttura immobiliare)
- Duplicazioni: beni che vengono considerati ed inclusi impropriamente in entrambe le valutazioni, con conseguente sovrastima del valore* complessivo.

È necessaria la coordinazione tra le valutazioni delle due tipologie di beni per garantire completezza e coerenza dell'analisi.

III.7.2

La valutazione* di un impianto o macchinario o infrastruttura può essere condotta secondo diversi approcci, a seconda della natura dell'attività*, della Configurazione di valore*, dello Scopo* della valutazione* e delle informazioni disponibili. La valutazione* di tali beni può fondarsi su:

a) approccio del costo*, attraverso la stima:

- i. del costo* di produzione di un bene nuovo, con la stessa funzionalità e caratteristiche tecniche;
- ii. del costo* di sostituzione o di rimpiazzo (*Replacement Cost*) a nuovo, ovvero il costo* per acquistare o costruire un bene con funzionalità equivalenti ma tecnologie aggiornate;
- iii. del costo* di riproduzione (*Reproduction Cost*) a nuovo, ovvero il costo* per riprodurre un bene identico, anche se superato tecnologicamente.

Il costo* a nuovo è poi aggiustato per considerare le caratteristiche del bene ed i benefici non monetari che contribuiscono a definire il bene nel suo stato attuale, tra cui:

- iv. Età cronologica e vita utile residua;
- v. Condizioni d'uso e stato di manutenzione;
- vi. Qualità costruttiva ed affidabilità tecnica.

b) approccio di mercato, attraverso:

- i. l'analisi dei prezzi praticati in transazioni recenti per beni simili, comparabili quanto a caratteristiche tecniche, funzionali e di stato d'uso;
- ii. l'utilizzo di quotazioni di mercato, listini o banche dati specialistiche, opportunamente rettificata per riflettere differenze tra i beni a confronto.

c) approccio reddituale, attraverso la stima:

- i. dei benefici economici futuri, per via diretta (per esempio attraverso il noleggio o risparmi operativi) o indiretta (per esempio attraverso il contributo a un processo produttivo).

È responsabilità dell'Esperto di valutazione* motivare adeguatamente l'approccio valutativo* prescelto e supportare le assunzioni adottate con dati verificabili, in coerenza con i principi di trasparenza che devono presidiare qualunque valutazione* fondata su evidenze.

Definizioni di costo*

III.7.3

Nella stima di impianti, macchinari e attrezzature e infrastrutture, le misure di costo* più comunemente utilizzate come punto di partenza per il metodo del costo* sono le seguenti:

- Valore* a nuovo – Costo* di riproduzione (*Reproduction Cost New*)

Rappresenta il costo* che si sosterebbe, alla data di valutazione*, per realizzare una replica esatta del bene oggetto di stima, utilizzando materiali, tecnologie e processi identici o equivalenti. Questo valore* è rilevante* soprattutto in presenza di beni storici, personalizzati o tecnicamente unici, per i quali è necessario stimare un costo* che rifletta le caratteristiche originarie.

- Valore* a nuovo – Costo* di rimpiazzo (*Replacement Cost New*)

Rappresenta il costo* che si sosterebbe, alla data di riferimento, per sostituire il bene oggetto di valutazione* con un bene nuovo di pari utilità (*modern equivalent*), progettato secondo tecnologie, materiali e standard attuali, ma in grado di svolgere la stessa funzione. Questo approccio è generalmente utilizzato nelle pratiche comuni di valutazione*.

Il costo* di riproduzione e il costo* di rimpiazzo a nuovo costituiscono il punto di partenza per le valutazioni che adottano il metodo del costo*, il quale prevede successivamente la deduzione di eventuali deprezzamenti fisici, funzionali ed economici per determinare il valore* corrente del bene.

Quando il costo* di riproduzione è significativamente più elevato del costo* di rimpiazzo, la differenza

3669 rappresenta un eccesso di investimento non più economicamente giustificabile ed esprime una forma di
3670 obsolescenza funzionale in quanto riflette un impiego di risorse superiori a quelle necessarie a realizzare un
3671 bene in grado di svolgere la medesima funzione con tecnologie moderne equivalenti.
3672 In alcuni casi, *può* risultare utile confrontare il costo* a nuovo con valori rivalutati mediante indici specifici
3673 o settoriali (per esempio indici ISTAT o Eurostat), per allineare il valore* stimato a grandezze equivalenti e
3674 aggiornate, soprattutto in contesti inflattivi o di alta volatilità dei costi industriali.
3675

3676 Valore* di mercato*

3677 III.7.4

3678 Il valore* di mercato* di impianti, macchinari e infrastrutture viene determinato con due diverse finalità:

- 3680 • Cessione del bene con trasferimento fisico: trasferimento della proprietà del bene con dismissione
3681 dello stesso dal sito attuale, con un possibile riutilizzo da parte dell'acquirente per un uso equivalente
3682 o differente rispetto a quello originario;
- 3683 • Cessione del bene con continuità d'uso: trasferimento della proprietà del bene con continuità di
3684 utilizzo presso il sito d'origine, ipotizzando che l'acquirente prosegua l'uso del bene in coerenza con
3685 la destinazione per cui esso è stato progettato, installato e impiegato.

3686 Nel caso di “cessione del bene – con trasferimento fisico” il valore* di mercato* si fonda sul presupposto
3687 che il bene sia destinato ad essere rimosso dal sito attuale e ricollocato in una sede diversa, dove sarà
3688 impiegato per uno scopo* simile o alternativo. In questo caso si considerano i costi di smontaggio, trasporto
3689 e reinstallazione normalmente inclusi nella valutazione* (salvo diversa indicazione). Questa impostazione
3690 considera il bene come unità separata dall'impresa e non presuppone che sia attualmente utilizzato, né che
3691 l'azienda proprietaria ne tragga benefici operativi.

3692 Nel caso di “Cessione del bene – con continuità d'uso” il valore* di mercato* si fonda sul presupposto che il
3693 bene sia/possa essere utilizzato nella sua attuale ubicazione nella prospettiva di utilizzo continuato (*in-situ*
3694 *continued use basis*), assumendo che il bene:

- 3695 • sia funzionante, o funzionabile con costi ragionevoli;
- 3696 • contribuisca alla capacità di reddito del business in cui è integrato in misura superiore al suo costo di
3697 esercizio;
- 3698 • possa essere ceduto con continuità di funzionamento, senza necessità di disinstallazione.

3699 In questa ipotesi, il bene è considerato parte integrante del sistema aziendale, e la valutazione* *deve*
3700 esplicitare se la redditività d'impresa sia stata analizzata direttamente dall'Esperto di valutazione* oppure
3701 presunta sulla base di assunzioni fornite dal committente* o coerenti con le condizioni di mercato.
3702

3703 Il valore* di mercato*:

- 3704 • non considera le specifiche capacità della proprietà dove il bene è o sarà installato di estrarre reddito
3705 dal bene stesso
- 3706 • ed include:
 - 3707 ○ i costi diretti (trasporto, materiali, lavorazioni, connessioni);
 - 3708 ○ i costi indiretti necessari per rendere il bene operativo nel suo stato attuale.

3709 Liquidazione

3710 III.7.5

3711 Generalmente, nelle valutazioni si distinguono due configurazioni di liquidazione: ordinaria e forzata. Il
3712 fattore tempo rappresenta la discriminante principale tra le due: nel caso di liquidazione ordinaria si
3713 considera un periodo ragionevole per la vendita, mentre nella liquidazione forzata la cessione *deve* avvenire
3714 nell'immediato, con inevitabili effetti penalizzanti sul prezzo* realizzabile. Entrambe si differenziano dal
3715 valore* di mercato*, che presuppone invece condizioni ordinarie di equilibrio tra domanda e offerta.

3716 Il valore* di liquidazione* ordinaria è una stima del valore* lordo che si potrebbe realizzare dalla vendita

per liquidazione di un bene, avendo a disposizione un ragionevole periodo di tempo per trovare uno o più acquirenti, nelle condizioni e nel luogo in cui si trova [*“as-is, where-is”*], al di fuori di uno stato di necessità, ma in un ambito di cessione ordinaria (dismissione volontaria, cessazione dell'attività*, ecc.). Questa base di valore* presuppone condizioni sub-ottimali rispetto al mercato ideale, ma non estreme. L'assunzione principale è che sia possibile realizzare un prezzo* intermedio tra il valore* di mercato* e quello forzato, in funzione delle dinamiche operative della liquidazione.

Il valore* di liquidazione* forzata è una stima del valore* lordo che si potrebbe realizzare dalla vendita di un bene mediante asta pubblica adeguatamente pubblicizzata, in cui il venditore è costretto a vendere il bene nell'immediato, nelle condizioni e nel luogo in cui il bene si trova. In questo caso il contesto di vendita riflette una significativa riduzione di prezzo*, dovuta all'urgenza della transazione e all'assenza di libertà contrattuale.

Entrambe le configurazioni di valore* differiscono dal valore* di mercato* in quanto non presuppongono una transazione in condizioni ordinarie di equilibrio tra domanda e offerta.

III.7.6

Il valore* di liquidazione* “in place” è una stima del valore* lordo ottenibile dalla vendita in blocco di un complesso impiantistico o produttivo non operativo, che generalmente si trova nell'impossibilità di generare reddito o di generare flussi di cassa adeguati ai finanziamenti posti in essere per il loro acquisto.

Tale valore* è determinato in base alle seguenti ipotesi:

- il bene (o l'intero sistema produttivo) viene offerto sul mercato senza smontaggio, nella sua configurazione attuale e con tutti i componenti integri e interconnessi;
- la vendita è forzata, cioè il venditore è costretto a dismettere il complesso per ragioni economiche o finanziarie (per esempio insolvenza, fallimento, cessazione attività*);
- la commercializzazione avviene in forma adeguatamente pubblicizzata, per favorire l'individuazione di potenziali acquirenti in tempi ragionevoli, ma non secondo dinamiche ordinarie di mercato libero;
- i costi di smontaggio, trasporto o rimozione sono a carico dell'acquirente, il quale dovrà eventualmente farsi carico della disinstallazione o dell'adattamento al nuovo sito operativo.

Questa Configurazione di valore* è spesso utilizzata per la valutazione* di impianti industriali dismessi, di strutture impiantistiche in fase di chiusura, oppure in procedimenti concorsuali in cui si cerca di massimizzare il ricavato della cessione senza frammentare il complesso in singole componenti.

Rispetto ad altre basi di liquidazione (ordinaria o forzata), il Valore* di liquidazione* "In Place" assume che l'unità impiantistica sia venduta come sistema funzionale, seppur non attivo, ma potenzialmente riattivabile dal nuovo proprietario.

Altre configurazioni di valore*

III.7.7

Altre importanti definizioni di valore* di impianti e macchinari includono:

- a) Valore* di recupero (o di riuso) [*Salvage Value*]: è una stima del valore* che si potrebbe realizzare dalla vendita del bene o da una sua parte al termine della sua vita economica nell'attuale destinazione d'uso, qualora questo venga reimpiegato altrove, possibilmente in un contesto operativo o produttivo differente. Il valore* di recupero tiene conto della possibilità di un ulteriore utilizzo economico del bene, anche al di fuori della sua funzione originaria.
- b) Valore* di rottamazione [*Scrap Value*]: è una stima dell'importo ricavabile, a una data determinata, dalla vendita del bene esclusivamente per il valore* dei materiali che lo compongono, prescindendo da qualsiasi ulteriore impiego funzionale o produttivo. Tipicamente, si riferisce al valore* come rottame o materia prima secondaria (ad esempio metallo, rame, ecc.).

Approcci di valutazione*

III.7.8

3765 Per determinare il valore* di macchinari, impianti e infrastrutture si possono utilizzare tutti e tre gli approcci
3766 di valutazione*:
3767 a) l'approccio del costo*: si basa sulla determinazione del costo* di riproduzione o rimpiazzo a nuovo
3768 del bene, a cui vengono sottratti gli eventuali deprezzamenti per obsolescenza fisica, funzionale ed
3769 economica. È particolarmente indicato in assenza di un mercato attivo o per beni specializzati e
3770 infrastrutture.
3771 b) l'approccio di mercato: consiste nella comparazione diretta con transazioni recenti di beni simili (o
3772 comparabili) per caratteristiche tecniche, età, capacità e condizioni. Richiede la disponibilità di dati
3773 affidabili e omogenei. È il metodo preferito quando esiste un mercato attivo/liquido e trasparente.
3774 c) l'approccio dei flussi di risultato attesi: si fonda sull'attualizzazione dei benefici economici futuri attesi
3775 derivanti dall'uso del bene, come risparmi di costo*, redditività operativa o ricavi da noleggio. È adatto
3776 a beni utilizzati come generatori di reddito autonomo o parte di un processo integrato.
3777 Quando possibile, un utilizzo integrato degli approcci con analisi incrociata dei risultati favorisce la
3778 validazione delle assunzioni e riduce il rischio di errori valutativi.

3779 **Approccio del costo***

3780 III.7.9

3781 L'approccio del costo* si basa sul principio della sostituzione, secondo il quale un investitore prudente ed
3782 informato non pagherebbe per un bene più di quanto costerebbe acquisirne uno alternativo con pari utilità,
3783 funzione e capacità operativa. Questo principio costituisce la base logica per la determinazione del valore*
3784 di beni tecnici tramite l'approccio del costo*.
3785 Poiché il bene oggetto di stima, nella maggior parte dei casi, non è nuovo ed è disponibile solo per la vita
3786 utile residua, è necessario ridurre il costo* a nuovo per tenere conto del deperimento fisico e
3787 dell'obsolescenza funzionale ed economica accumulati fino alla data di valutazione*.

3788 **Approccio di mercato**

3789 III.7.10

3790 L'approccio di mercato si fonda sull'analisi di transazioni recenti o offerte di beni comparabili presenti sul
3791 mercato, con l'obiettivo di stimare il valore* di mercato* del bene oggetto di valutazione*.

3792 Il presupposto fondamentale di questo metodo è che il prezzo* osservabile del mercato rappresenti il miglior
3793 indicatore del valore*, se riferito a beni simili/comparabili a quello oggetto di stima.

3794 Qualora non siano disponibili beni perfettamente comparabili, l'Esperto di valutazione* *deve* effettuare
3795 opportuni aggiustamenti ai prezzi osservati, per tenere conto delle differenze materiali tra i beni oggetto di
3796 transazione ed il bene da valutare. Gli aggiustamenti possono riguardare, ad esempio:

- 3797 • caratteristiche tecniche (marca, modello, capacità, configurazione);
- 3798 • anno di fabbricazione e livello di utilizzo;
- 3799 • condizioni d'uso e manutenzione;
- 3800 • localizzazione geografica e condizioni di trasporto;
- 3801 • contesto contrattuale (vendite forzate, aste, lease-back, ecc.);
- 3802 • se il prezzo* riguarda transazioni avvenute (e quando) o se sia un prezzo* richiesto (*asking*
3803 *price*);
- 3804 • eventuali accessori, upgrade tecnologici o modifiche funzionali.

3805 Le rettifiche devono basarsi su dati osservabili e razionali, e devono riflettere ciò che il mercato
3806 effettivamente considera rilevante* per la determinazione del prezzo*.

3807 **Approccio del reddito**

3808 III.7.11

3809 La seconda il metodo del reddito si basa sulla determinazione del valore* attuale dei futuri benefici
3810 economici derivanti dal possesso o dall'uso del bene.

3811 Il metodo del reddito è particolarmente indicato quando:

- il bene è parte di un sistema produttivo integrato;
- i flussi di cassa possono essere attribuiti con sufficiente certezza al bene o al gruppo di beni;
- esiste un orizzonte temporale definito per la produzione di benefici (vita utile economica residua).

Al di fuori di questi casi l'approccio del reddito è applicato con una certa cautela, per la difficoltà di stimare i benefici economici attesi, con sufficiente attendibilità.

L'applicazione dell'approccio è caratterizzata dai seguenti passaggi:

a. Stima dei benefici economici attesi. I benefici economici possono includere:

- flussi di cassa diretti generati dall'uso del bene;
- risparmi di costo* risparmi sui costi operativi (approccio al valore* d'uso);
- profitti aggiuntivi confrontando uno scenario "con il bene" rispetto a uno "senza";
- ricavi da affitto, noleggio o concessione d'uso (tipico nel caso di infrastrutture).

b. Stima dell'orizzonte temporale: vita utile economica. La stima della vita utile residua è essenziale per proiettare i benefici nel tempo. Essa tiene conto di:

- fattori fisici (usura, obsolescenza);
- tecnologici (innovazioni);
- economici e regolatori (licenze, concessioni, vincoli ambientali o altri fattori regolamentati).

c. Tasso di Attualizzazione. La scelta del discount rate è critica: *deve* riflettere il rischio associato ai flussi di cassa generati dal bene. Per beni non autonomi, si *può* usare un tasso derivato dal wacc dell'azienda, rettificato per rischio specifico.

d. Metodi di Valutazione*. I metodi comunemente utilizzati comprendono:

- DCF (*Discounted Cash Flow*): proiezione esplicita di flussi di cassa;
- *Relief-from-Rent*: simulazione dei canoni che si evitano possedendo il bene;
- *Excess Earnings* (per asset contributivi in sistemi complessi).

Nel caso di infrastrutture (es. reti idriche, impianti energetici, reti di telecomunicazione), il metodo del reddito viene spesso applicato in un contesto regolato, conseguentemente:

- i flussi di cassa sono influenzati da tariffe autorizzate;
- l'orizzonte temporale *può* coincidere con la durata della concessione;
- il valore* *può* essere influenzato da diritti di rinnovo, obblighi di manutenzione, condizioni contrattuali.

Deprezzamento

III.7.12

Il deprezzamento rappresenta la perdita di valore* che un bene subisce rispetto al suo costo* di riproduzione o sostituzione nuovo.

Si tratta di un elemento fondamentale nell'applicazione del metodo del costo*, in particolare nell'ambito della metodologia nota come *Depreciated Replacement Cost* (DRC).

Il deprezzamento *può* derivare da numerose cause e si manifesta sotto forme diverse, che la prassi valutativa classifica in tre categorie principali: deterioramento fisico, obsolescenza funzionale (intrinseca) e obsolescenza economica (estrinseca).

Si definisce curabile un deprezzamento che *può* essere rimosso o corretto attraverso un intervento tecnico o economico, e il cui costo* di rimozione è giustificato dal beneficio economico che ne deriva. In questo caso, il deprezzamento è espresso come equivalente monetario, pari al costo* per ripristinare le condizioni ideali del bene, viceversa, il deprezzamento incurabile rappresenta una perdita di valore* che non *può* essere eliminata senza un intervento economicamente significativo*, ingiustificato o tecnicamente impossibile. Esso viene espresso in percentuale, in quanto incide direttamente sul valore* dell'asset in modo permanente o non economicamente reversibile.

Le tre componenti del deprezzamento sono le seguenti:

- Deterioramento fisico

È la perdita di valore* dovuta all'uso, al passare del tempo o a fattori ambientali. Include fattori

quali l'usura meccanica, la corrosione, il danneggiamento strutturale. *Può* essere curabile (ad esempio con una manutenzione straordinaria) o incurabile (in caso di invecchiamento irreversibile della struttura). Generalmente forme di obsolescenza curabili riguardano messe a norma per normative ambientali o di sicurezza.

- Obsolescenza funzionale (intrinseca)

Si verifica quando il bene non è più in grado di adempiere efficacemente alla funzione per cui è stato progettato, spesso a causa di innovazioni tecnologiche, layout inefficiente o sovradimensionamento rispetto all'attività* corrente. Alcune forme sono curabili, ad esempio modificando il layout; altre, come l'inefficienza strutturale o assets tecnologicamente superati, sono considerate incurabili.

- Obsolescenza economica (estrinseca)

Questa forma di deprezzamento non è legata alle caratteristiche intrinseche del bene, ma a fattori esterni: cambiamenti normativi, calo della domanda, variazioni nei costi dell'energia o nel contesto competitivo. È tipicamente incurabile, in quanto fuori dal controllo del proprietario/gestore del bene.

In un modello di valutazione* basato sul costo*, il valore* finale dell'attività* è dato dalla differenza fra il costo* di sostituzione a nuovo ed i deprezzamenti stimati. La corretta identificazione, classificazione e quantificazione delle forme di deprezzamento è quindi fondamentale per l'affidabilità del risultato.

III.7.13

Il deterioramento fisico, detto anche deprezzamento fisico, rappresenta la perdita di valore* che un bene subisce a causa del suo logoramento fisico nel tempo. Questa forma di deprezzamento è legata all'effettivo utilizzo del bene e alle condizioni operative a cui è stato sottoposto, piuttosto che alla sua semplice età cronologica.

Le cause principali del deterioramento fisico includono ad esempio:

- l'utilizzo passato del bene e la quantità e qualità della manutenzione effettuata nel corso della sua vita utile;
- l'esposizione all'ambiente operativo, inclusi agenti atmosferici, umidità, sostanze corrosive o condizioni climatiche;
- possibili guasti (per esempio dovuti a vibrazioni, sollecitazioni meccaniche e stress strutturali);
- eventuali effetti di eventi accidentali.

Sebbene il deterioramento sia generalmente influenzato dall'età di un bene, non è strettamente e solamente proporzionale ad essa. Un macchinario, infatti, potrebbe essere relativamente recente ma mal mantenuto o sovrautilizzato, e quindi più degradato rispetto a un bene più datato ma ben mantenuto.

Per questo motivo, la valutazione* del deterioramento fisico *dovrebbe* basarsi, ove possibile, su dati relativi alla sua specifica condizione, su una ispezione diretta e sull'analisi delle informazioni storiche sulla sua operatività e manutenzione.

In assenza di dati specifici, il deterioramento fisico *può* essere stimato e approssimato in modo aritmetico, attraverso un confronto tra la vita economica totale del bene (stimata in condizioni standard di utilizzo e manutenzione) e la vita residua attuale, derivata dalla sua età cronologica.

III.7.14

L'obsolescenza funzionale è la perdita di valore* di un bene causata da inefficienze intrinseche o inadeguatezze progettuali o operative, che lo rendono meno efficiente, più costo*so o tecnicamente superato rispetto a beni alternativi più moderni, performanti o economici.

L'obsolescenza funzionale riflette il grado in cui un bene non risponde più in modo ottimale alla funzione per cui è stato progettato, pur essendo fisicamente ancor operativo.

Presunzioni di obsolescenza funzionale possono essere caratterizzati da:

- eccesso di costi operativi rispetto a tecnologie più recenti (per esempio consumi energetici, manodopera necessaria, tempi di lavorazione, cambio pezzo o flessibilità di utilizzo, etc.);
- sovradimensionamento o sottoutilizzo di componenti rispetto all'equilibrio produttivo complessivo (*superadequacy*), con conseguente inefficienza di capitale investito;

- inadeguatezza tecnica o incapacità del bene a svolgere le funzioni richieste secondo gli standard attuali di produzione, sicurezza o ambientali;
- avanzamenti tecnologici nel settore di riferimento che rendono il bene rimpiazzabile con soluzioni più economiche, veloci o automatizzate.

L'Esperto di valutazione* ha il compito di identificare e quantificare l'obsolescenza funzionale attraverso l'analisi comparativa con beni sostitutivi attuali e valutazioni ingegneristiche, sempre tenendo conto del massimo e miglior uso* (*Highest and best use**) del bene.

La valutazione* deve essere basata su dati oggettivi e osservabili, in conformità con il principio della valutazione* supportata da evidenza.

III.7.15

L'obsolescenza economica, talvolta definita anche come obsolescenza esterna, rappresenta una perdita di valore* del bene dovuta a fattori esterni rispetto alla sua condizione fisica o funzionalità tecnica o tecnologica.

L'obsolescenza economica si manifesta generalmente quando fattori ambientali, di mercato o normativi riducono l'utilità o la redditività di un bene, indipendentemente dalla sua condizione operativa e di funzionamento.

Alcuni fattori che possono causare obsolescenza economica sono:

- l'andamento negativo del settore economico di riferimento;
- la perdita di accesso a fonti di approvvigionamento o manodopera;
- l'introduzione di nuove normative amministrative, ambientali o fiscali che limitano l'uso del bene;
- l'aumento del costo* di input essenziali (materie prime, energia, lavoro), senza una corrispondente crescita del prezzo* del prodotto;
- il calo strutturale della domanda del prodotto o servizio realizzato tramite il bene;
- l'intensificarsi della concorrenza o l'arrivo di tecnologie sostitutive e migliorative;
- l'effetto negativo di variabili macroeconomiche, come alta inflazione o tassi d'interesse elevati, che riducono l'accessibilità al capitale o i margini operativi.

L'Esperto di valutazione* è responsabile della corretta stima dell'obsolescenza economica, stimandone l'impatto sul valore* corrente del bene, e motivando tale valutazione* con analisi di mercato e dati contestuali oggettivi, coerenti con il principio della valutazione* supportata da evidenza.

III.8 Immobili

Premessa

Questo capitolo illustra i principi generali di valutazione* degli immobili.

I principi generali si ispirano alle linee-guida internazionali in tema di *real property valuation* ed in particolare agli standard della *Royal Institution of Chartered Surveyors* (RICS) e di *The European Group of Valuers' Associations* (TEGoVA), coerenti anche con gli *IVS- International Valuation Standard*.

Secondo quanto definito dal *RICS Valuation – Global Standards (Red Book Global)*, un mercato può essere considerato attivo quando è possibile reperire un numero sufficiente di informazioni su transazioni recenti e comparabili, idonee a fornire evidenze di mercato attendibili per la determinazione del valore* di mercato* (Market Value). Qualora, invece, non siano disponibili dati di compravendita relativi a beni simili per tipologia, ubicazione, dimensione o caratteristiche tecniche, il mercato si definisce limitato (*thin market*). In tali contesti, l'Esperto di valutazione* deve ricorrere a metodologie alternative o complementari, come l'approccio a costo* o il reddito capitalizzato, tenendo conto dell'affidabilità e della verificabilità delle fonti. Il RICS Red Book (*Specialised Property*) definisce proprietà specializzate quelle il cui utilizzo è strettamente legato a una specifica funzione produttiva, tecnica o di servizio, e che difficilmente trovano impiego alternativo senza modifiche sostanziali. Tali immobili, per la loro unicità, forma, configurazione, dimensione o ubicazione, sono raramente oggetto di transazioni individuali sul mercato libero, se non come parte integrante dell'impresa o dell'entità giuridica cui appartengono. Per questi immobili, non essendo

normalmente reperibili dati di confronto affidabili, la prassi valutativa raccomanda l'applicazione di approcci alternativi, come il *Depreciated Replacement Cost Method* (DRC), possibilmente supportati da analisi di sensitività e test di coerenza rispetto a eventuali parametri di mercato disponibili.

In periodi caratterizzati da rapidi mutamenti delle condizioni economiche o da fluttuazioni anomale dei prezzi (*market disequilibrium*), l'Esperto di valutazione* è tenuto a prestare particolare attenzione alla qualità, omogeneità e tempistica dei dati utilizzati per evitare che dati non rappresentativi influenzino la stima.

Il mercato immobiliare è articolato in segmenti (*market segments*), definiti in base a caratteristiche comuni degli asset (uso, ubicazione, tipologia costruttiva, target di domanda).

Ai fini della stima è necessario svolgere un'analisi del mercato immobiliare per individuare il segmento di mercato cui appartiene l'immobile oggetto di valutazione*. L'individuazione del segmento di mercato è necessaria per svolgere la comparazione diretta (*comparative method*), tra l'immobile da valutare e gli immobili simili di prezzo* noto. Il segmento di mercato rappresenta l'unità elementare del mercato immobiliare, non ulteriormente scindibile nell'analisi economico-estimativa del mercato stesso in quanto consente di selezionare immobili simili (*comparables*) e prezzi noti, riducendo il rischio di distorsione dei risultati.

In assenza di comparabili nel segmento specifico, è necessario motivare e documentare eventuali adattamenti o ricorso a metodologie alternative.

Identificazione dell'attività*

III.8.1

L'Esperto di valutazione* *deve* sempre:

- c) descrivere il bene oggetto di valutazione*;
- d) identificare i diritti a valere sul bene.

III.8.2

Il grado di approfondimento delle indagini e delle analisi documentali, così come le modalità di esecuzione dei sopralluoghi (o l'esenzione dalla loro effettuazione) devono essere definite dal mandato.

L'Esperto di valutazione* *deve* riportare con chiarezza nel rapporto quali attività* di indagine, analisi e sopralluogo ha svolto direttamente e da quali, eventualmente, è stato totalmente o parzialmente esonerato in base alle specifiche istruzioni ricevute dal committente*.

III.8.3.

Le assunzioni speciali più frequentemente utilizzate nella valutazione* dei beni immobiliari sono:

- a) una modifica fisica dell'immobile, ad esempio l'immobile è valutato come se fosse già stato completato alla Data della valutazione*;
- b) una modifica alle condizioni di sfruttamento del bene, ad esempio un bene sfitto è valutato come se fosse affittato o un bene affittato come se fosse libero da contratti di affitto;
- c) il bene è valutato senza considerare i rischi ambientali e di contaminazione.

III.8.4

Le valutazioni di beni immobiliari possono essere richieste per molti svariati scopi. Le valutazioni più frequenti sono a fini di garanzia per il finanziatore, per acquisti o vendite, a fini fiscali, a fini di contenziosi, di bilancio, di insolvenza.

Configurazioni di valore*

III.8.5

Nelle valutazioni immobiliari le principali configurazioni di valore* sono tre e si differenziano sostanzialmente per la prospettiva di riferimento:

1. l'intero mercato per il valore* di mercato* ("*market value*"): esprime l'ammontare stimato al quale un bene *può* essere scambiato alla data di valutazione* tra un acquirente e un venditore

consenzienti, operanti in condizioni di libera concorrenza e con ragionevole esposizione al mercato;

2. le parti (due o più) coinvolte in una determinata transazione per il valore* negoziale equitativo* (o “*equitable value*”): rappresenta l’ammontare che riflette un accordo equo tra due o più parti specifiche, tenendo conto degli interessi, motivazioni e posizioni negoziali di ciascuna;
3. uno specifico soggetto per il valore* d’investimento* (o “*investment value*”): indica il valore* di un bene per un determinato soggetto o gruppo di soggetti, in funzione delle loro specifiche esigenze, strategie o obiettivi di rendimento.

La scelta della corretta Configurazione di valore* da utilizzare in una valutazione* immobiliare dipende esclusivamente dalla finalità della stima. Le altre configurazioni di valore* previste dai PIV (valore* convenzionale e valore* di smobilizzo) sono applicabili alla valutazione* degli immobili solamente in forma limitata ed in casi particolari, come di seguito meglio specificato.

III.8.6

Il valore* convenzionale rappresentato dal *fair value** IFRS (IFRS 13 – *Fair value* Measurement*) nella maggior parte dei casi è coerente con il valore* di mercato* dell’immobile.

Qualora emergano elementi di disallineamento, ad esempio per ipotesi operative, condizioni di mercato o vincoli specifici non coerenti con quelle richieste per il valore* di mercato*, l’Esperto di valutazione* deve evidenziarli in modo chiaro nella relazione di stima, fornendo una spiegazione delle cause e delle eventuali implicazioni sul risultato finale.

Approcci di valutazione*

III.8.7

Ai fini delle valutazioni immobiliari sono applicabili i tre approcci valutativi: del costo*, di mercato e del reddito. La scelta del/degli approcci/o di valutazione* da utilizzare in una stima immobiliare dipende oltre che dalla natura e dalle caratteristiche specifiche dell’immobile, anche dalla finalità per la quale la stima viene effettuata. È responsabilità dell’Esperto di valutazione* motivare la selezione dell’approccio, illustrandone la coerenza con le condizioni del bene e con il contesto di mercato.

Approccio di mercato

III.8.8

L’approccio di mercato si basa sul principio che il mercato formerà il prezzo* dell’immobile oggetto di stima allo stesso modo in cui ha determinato il prezzo* di immobili simili, appartenenti allo stesso segmento di mercato (principio di comparazione). Questo approccio si basa sulla comparazione diretta dell’immobile da valutare con gli immobili simili compravenduti con un prezzo* noto, rilevati ai fini della valutazione*. Il confronto richiede l’individuazione e la misurazione delle differenze tra i beni comparati, attraverso aggiustamenti che riflettano tali differenze (quali, ad esempio: ubicazione, superficie, stato manutentivo, caratteristiche costruttive, potenzialità d’uso, ecc.).

L’accuratezza degli aggiustamenti e l’affidabilità delle fonti dei dati costituiscono elementi essenziali per la robustezza della stima.

Approccio del reddito

III.8.9

L’approccio del reddito fonda la stima del valore* sui ricavi futuri generati da un asset immobiliare (tipicamente rappresentati da canoni di locazione).

In particolare, la valutazione* può essere effettuata:

- 1) mediante la capitalizzazione di un canone normalizzato (canone di mercato), che rappresenta il reddito annuo stabilizzato e coerente con le condizioni correnti di mercato; oppure

- 2) attraverso l'attualizzazione di flussi di canoni che, nel tempo, tendono a convergere verso il canone di mercato, utilizzando un tasso di attualizzazione appropriato e coerente con il profilo di rischio dell'immobile.

Questo approccio richiede un'attenta analisi dei contratti di locazione, delle condizioni di mercato e delle prospettive economiche, al fine di produrre una stima affidabile e sostenibile.

III.8.10

L'approccio del reddito può essere sviluppato attraverso tre procedimenti principali:

1. capitalizzazione diretta: stima il valore* dell'immobile rapportando il reddito netto annuo atteso ad un saggio di capitalizzazione di mercato, assumendo una rendita costante e indefinita.;
2. capitalizzazione finanziaria (DCF – *Discounted cash-flow* di un immobile da reddito): valuta il bene attualizzando i flussi di cassa futuri generati da un immobile locato, considerando l'orizzonte temporale di investimento e il valore* di realizzo finale.;
3. analisi del flusso di cassa scontato, o "metodo della trasformazione" (DCF – *Discounted cash-flow* di una operazione di sviluppo immobiliare): determina il valore* attuale netto di un progetto di sviluppo o ristrutturazione, attualizzando i ricavi e i costi previsti lungo la durata dell'operazione.

III.8.11

La capitalizzazione diretta converte il canone di mercato annuo dell'immobile da valutare nel valore* di mercato*, dividendo il canone per il tasso di capitalizzazione.

Il criterio presuppone:

- reddito costante nel tempo;
- orizzonte temporale indefinito;
- stabilità delle condizioni di mercato.

III.8.12

La capitalizzazione finanziaria (DCF) determina il valore* dell'immobile attualizzando il flusso dei benefici futuri (cash-flow, lordo o netto) che si prevede verrà generato dall'immobile, lungo un determinato orizzonte temporale di analisi, più il valore* di realizzo finale (valore* residuo) stimato alla fine del periodo considerato.

Il criterio presuppone:

- previsioni realistiche e documentabili dei flussi futuri;
- coerenza tra tipologia di flusso (lordo o netto) e tasso di attualizzazione;
- stima attendibile del valore* residuo.

III.8.13

L'analisi del flusso di cassa scontato, o "metodo della trasformazione" (DCF – *Discounted cash-flow* di una operazione di sviluppo immobiliare) dal punto di vista della matematica finanziaria, è assolutamente analogo a quello descritto in precedenza (capitalizzazione finanziaria).

Anche in questo caso, quindi, il valore* dell'immobile viene determinato attualizzando il flusso futuro dei benefici che si prevede verranno generati dall'operazione di sviluppo; la differenza risiede nella diversa natura del bene oggetto di stima, e quindi nelle diverse caratteristiche dei ricavi e dei costi che compongono il cash flow. La differenza sostanziale rispetto al DCF di un immobile a reddito risiede nella natura del bene e nella tipologia dei flussi:

- Ricavi: derivano dalla vendita o locazione degli immobili sviluppati, una volta completati.
- Costi: includono spese di costruzione, progettazione, oneri finanziari, costi di commercializzazione e oneri fiscali legati all'operazione.

Il criterio presuppone:

- piano economico-finanziario realistico e documentabile;
- stima attendibile dei tempi e dei costi di realizzazione;
- corretta valutazione* del rischio di mercato e del rischio operativo.

4106

4107 III.8.14

4108 La scelta del tasso di capitalizzazione o di sconto per l'applicazione dell'approccio del reddito
4109 *dovrebbe* considerare l'obiettivo della valutazione*. Per esempio:

- 4110 a) se l'obiettivo consiste nello stabilire il valore* per un particolare soggetto (il proprietario
4111 corrente o un potenziale acquirente*), il tasso *può* riflettere il costo medio ponderato del
4112 capitale dello specifico soggetto;
- 4113 b) se l'obiettivo consiste nella stima del valore* di mercato* il tasso *può* essere ricavato
4114 dall'osservazione dei tassi impliciti nei prezzi di compravendita di immobili comparabili o
4115 dalla stima del costo* medio ponderato di capitali di ipotetici partecipanti al mercato*.
4116

4117 **Approccio del costo***

4118 III.8.15

4119 La metodica del costo* si basa sulla stima dei costi di ricostruzione a nuovo (o di sostituzione) dell'immobile
4120 ed è utilizzata nella valutazione* di "*specialized property*" (generalmente siti strumentali a produzioni
4121 industriali, infrastrutture, beni speciali che non abbiano mercato "ordinario", ecc.), che raramente vengono
4122 comprate o vendute separatamente dal business al quale sono funzionali e per il quale esse sono state
4123 specificamente progettate e realizzate.

4124 Generalmente si tratta di beni immobili:

- 4125 • di carattere speciale o unico;
- 4126 • progettati e realizzati per uno specifico utilizzo;
- 4127 • raramente oggetto di compravendita autonoma sul mercato;
- 4128 • strettamente funzionali al business cui appartengono (es. siti produttivi industriali, impianti
4129 infrastrutturali, beni speciali).

4130 In questi casi, l'assenza di un mercato comparabile attivo rende poco applicabili i metodi reddituali o di
4131 mercato, e la stima si concentra sui costi necessari per riprodurre o sostituire l'immobile, opportunamente
4132 attualizzati e corretti.
4133

4134 III.8.16

4135 Il criterio del costo* richiede dapprima la stima del costo* a nuovo necessario per sostituire il bene
4136 oggetto di valutazione* con un equivalente bene moderno alla Data della valutazione*. Una eccezione
4137 a questo criterio è rappresentata dai casi in cui la proprietà debba essere sostituita con una replica
4138 esatta di quella oggetto di valutazione* per poter offrire la stessa utilità. In questi casi il costo* di
4139 riferimento è il costo* di ricostruzione e non il costo* di rimpiazzo.
4140

4141 III.8.17

4142 Il costo* a nuovo di un bene moderno equivalente *deve* poi essere ridotto per considerare
4143 l'obsolescenza fisica, funzionale, tecnologia ed economica del bene. L'obiettivo dell'aggiustamento
4144 per l'obsolescenza consiste nello stimare quale riduzione di valore, un potenziale acquirente*
4145 praticerebbe al bene oggetto di valutazione* rispetto ad un equivalente bene moderno e nuovo.
4146 Infatti, l'obsolescenza considera le condizioni fisiche, la funzionalità e l'utilità economica del bene
4147 confrontata con un equivalente bene moderno.

4148 **La valutazione* degli immobili destinati a specifiche attività* commerciali** 4149 **(*"trade related property"*)**

4150 III.8.18

4151 Alcune proprietà sono normalmente acquistate e vendute sulla base del loro potenziale commerciale.

4152 La caratteristica fondamentale di questo tipo di proprietà consiste nel fatto di essere state progettate o adattate
4153 per un uso specifico, e di contribuire direttamente al risultato economico dell'attività* a cui esse sono

4154 destinate.

4155 Esempi tipici:

4156 • alberghi e strutture ricettive;

4157 • centri commerciali e retail park;

4158 • cinema, teatri e sale spettacolo;

4159 • impianti e strutture per il tempo libero (palazzetti, centri sportivi, parchi a tema, ecc.).

4160 Caratteristiche specifiche:

4161 • progettazione o adattamento per un uso specifico;

4162 • contributo diretto e significativo* ai ricavi e alla redditività dell'attività* esercitata;

4163 • stretta integrazione tra immobile e business operativo.

4164 L'approccio normalmente utilizzato per la stima del valore* di questi immobili è l'approccio del reddito che

4165 stima il valore* dell'immobile capitalizzando o attualizzando i profitti operativi generati dall'attività* a cui

4166 esso è destinato, dopo aver dedotto i costi operativi pertinenti e aver escluso quelli non immobiliari.

4167 **Sopralluoghi ed indagini**

4168 III.8.19

4169 Il grado di approfondimento delle indagini e delle analisi documentali, così come le modalità di esecuzione

4170 dei sopralluoghi (o l'esenzione dalla loro effettuazione) devono essere definite dal mandato.

4171 L'Esperto di valutazione* *deve* riportare con chiarezza nel rapporto quali attività* di indagine, analisi e

4172 sopralluogo ha svolto direttamente e da quali, eventualmente, è stato totalmente o parzialmente esonerato in

4173 base alle specifiche istruzioni ricevute dal committente*.

4174 In particolare, l'Esperto di valutazione* *deve*:

- 4175 • stabilire, in fase di definizione dell'incarico, l'estensione delle attività* di verifica e le fonti di
- 4176 informazione da utilizzare;
- 4177 • valutare la sufficienza e l'appropriatezza dei dati e delle informazioni disponibili per sviluppare una
- 4178 stima conforme ai PIV;
- 4179 • documentare nel rapporto di valutazione*, le attività* di indagine, analisi e sopralluogo
- 4180 effettivamente svolte;
- 4181 • specificare eventuali attività* da cui è stato totalmente o parzialmente esonerato, riportando che ciò
- 4182 è avvenuto in conformità alle istruzioni ricevute dal committente*;
- 4183 • dichiarare eventuali assunzioni straordinarie o limitazioni, in quanto tali elementi possono
- 4184 influenzare l'affidabilità e l'uso della valutazione*.

4185 **Portafogli o gruppi di immobili**

4186 III.8.20

4187 Se non diversamente indicato nel mandato, in conformità a quanto previsto dagli IVS , in presenza di

4188 portafogli o gruppi di proprietà il valutatore si limita a determinare separatamente il valore* di ogni singolo

4189 immobile, senza formulare considerazioni sul valore* dell'intero portafoglio.

4190 Qualora venga richiesto di stimare il valore* dell'intero portafoglio, è necessario:

- 4191 • considerare che l'ipotetica immissione contemporanea sul mercato di un numero rilevante* di
- 4192 immobili potrebbe determinare una riduzione delle quotazioni unitarie o difficoltà di assorbimento;
- 4193 • valutare le potenziali economie di scala o sinergie commerciali derivanti dalla cessione in blocco,
- 4194 che in alcuni casi (es. trasferimento di un'intera catena di punti vendita) possono comportare un
- 4195 valore* complessivo superiore alla somma dei singoli valori stimati;
- 4196 • esplicitare nel rapporto le ipotesi e le assunzioni adottate per la stima del portafoglio, evidenziando
- 4197 se siano state considerate dinamiche di mercato legate alla vendita in blocco (portfolio premium) o
- 4198 alla vendita frazionata (portfolio discount).

4199 **Altre configurazioni di valore***

4200 III.8.21

4201 Nel campo specifico delle valutazioni immobiliari, le altre configurazioni di valore* previste dai PIV sono
 4202 applicabili solamente in casi e situazioni particolari:
 4203 • un valore* convenzionale diverso dal *fair value** IFRS 13 si applica ai casi di immobili realizzati
 4204 sulla base di specifici accordi stipulati con l'Amministrazione locale (convenzioni urbanistiche),
 4205 che fissano, a beneficio e tutela dell'interesse collettivo, le condizioni economiche quali:
 4206 • prezzi massimi di vendita;
 4207 • canoni di locazione calmierati.
 4208 cui gli immobili devono obbligatoriamente essere offerti sul mercato. In tali casi, il valore*
 4209 stimato riflette le restrizioni normative derivanti dalla convenzione e *può* essere
 4210 significativamente diverso dal valore* di mercato*.
 4211 • il valore* di smobilizzo viene di norma trattato, in campo immobiliare, come un valore* di
 4212 mercato* subordinato ad una o più ipotesi speciali (*special assumption*), relative alla esigenza di
 4213 procedere alla vendita in tempi ristretti e in condizioni sfavorevoli per il venditore. Dal punto di
 4214 vista concettuale, quindi, il valore* di smobilizzo descrive semplicemente la situazione in cui
 4215 avviene la vendita e non costituisce una Configurazione di valore* vera e propria.
 4216 Tale situazione richiede che l'Esperto di valutazione* si esprima riguardo all'impatto sul valore*
 4217 di mercato* derivante dalla necessità per il proprietario di vendere in tempi inferiori a quelli
 4218 ordinari e/o in condizioni di debolezza negoziale; si tratta quindi di una situazione che si scosta
 4219 dal concetto ordinario di valore* di mercato*. Nella prassi valutativa tale valore* viene definito
 4220 anche "valore* per vendita in tempi brevi", "valore* di vendita forzata", "valore* di pronto
 4221 realizzo", "valore* di liquidazione*".
 4222 L'Esperto di valutazione* *deve* esprimere nel rapporto l'impatto quantitativo sul valore* di
 4223 mercato* derivante dalle condizioni restrittive di vendita, evidenziando le ipotesi straordinarie
 4224 utilizzate e la natura eccezionale della stima.

4225 **Casi particolari**

4226 III.8.22

4227 Nelle valutazioni degli investimenti di fondi immobiliari quando si applica il criterio finanziario occorre:

- 4228 a) considerare gli eventuali plus o minus valori rappresentati dalla differenza fra il valore* nominale
 4229 dei debiti (finanziari o di altra natura che gravano sull'immobile) ed il loro valore* corrente di
 4230 mercato; Tali differenze possono riflettere condizioni contrattuali favorevoli/sfavorevoli rispetto ai
 4231 tassi di mercato o altre clausole specifiche (ad esempio opzioni di rimborso anticipato).
 4232 b) escludere i benefici fiscali sul debito, in quanto i fondi sono soggetti fiscalmente esenti. L'esclusione
 4233 si applica sia ai flussi periodici (ad esempio risparmio d'imposta sugli interessi) sia ad eventuali
 4234 benefici fiscali sul rimborso del debito.
 4235

4236 **III.9 Strumenti finanziari**

4237

4238 **Aspetti generali**

4239 III.9.1

4240 Uno strumento finanziario è un contratto che genera, per le parti che lo hanno sottoscritto, diritti e
 4241 obblighi a ricevere o pagare somme di denaro o altri strumenti finanziari. Tali strumenti includono -
 4242 ma non sono limitati a - strumenti derivati, strumenti di debito, strumenti ibridi, strumenti strutturati,
 4243 strumenti condizionati (*contingent*). Uno strumento finanziario *può* essere generato sinteticamente
 4244 attraverso la combinazione di altri strumenti finanziari. In presenza di contratti che prevedano risultati
 4245 condizionati gli strumenti finanziari possono essere impliciti nel contratto stesso (derivati embedded).
 4246 Fanno parte degli strumenti finanziari anche i titoli azionari.
 4247

4248 III.9.2.
 4249 La valutazione* di strumenti finanziari *può* essere richiesta per molti diversi scopi. Un elenco non
 4250 esaustivo è il seguente:
 4251 a) acquisto o vendita;
 4252 b) bilancio;
 4253 c) requisiti regolamentari (vigilanza prudenziale);
 4254 d) procedure di compliance di rischi interni;
 4255 e) fiscali;
 4256 f) contenziosi legali.
 4257
 4258 III.9.3
 4259 L'Esperto di valutazione* *deve* formarsi un'accurata comprensione dello strumento finanziario
 4260 oggetto di valutazione* al fine di identificare e di valutare quale sia l'informazione di mercato
 4261 rilevante* ai fini della valutazione*. L'informazione rilevante* riguarda la individuazione di quali
 4262 siano gli strumenti finanziari simili o comparabili, quale sia il mercato rilevante*, quali siano le
 4263 caratteristiche dell'eventuale sottostante, quali siano i parametri valutativi rilevanti espressi dal
 4264 mercato (prezzi, tassi, rating, volatilità, o altri parametri).
 4265
 4266 III.9.4
 4267 Quando è chiamato a valutare più strumenti finanziari, l'Esperto di valutazione* *deve* esplicitare:
 4268 a) la classe o le classi di strumenti da valutare e;
 4269 b) se la valutazione* riguarda il singolo strumento o il portafoglio;
 4270 c) l'unità di valutazione*.
 4271
 4272 III.9.5
 4273 Affinché la valutazione* risponda all'obiettivo di essere affidabile e credibile per il committente* e
 4274 gli utilizzatori finali*, devono essere rispettati i seguenti aspetti:
 4275 a) tutti i dati di mercato utilizzati nel processo valutativo devono essere compresi ed eventualmente
 4276 validati dall'Esperto di valutazione*;
 4277 b) qualsiasi modello usato per stimare il valore* di uno strumento finanziario *deve* essere selezionato
 4278 sulla base della sua capacità di catturare i termini economici e contrattuali dello strumento stesso;
 4279 c) in presenza di prezzi o di input di mercato relativi a strumenti simili o comparabili i prezzi o gli
 4280 input devono essere aggiustati per riflettere i termini economici e contrattuali dello strumento da
 4281 valutare;
 4282 d) quando possibile l'uso di più metodi di valutazione* è preferito. Se si rilevano differenze di
 4283 valore* l'Esperto di valutazione* *deve* spiegare le ragioni delle differenze e documentarle.
 4284
 4285 III.9.6
 4286 L'Esperto di valutazione* *deve* comprendere le capacità ed i limiti del modello valutativo* adottato,
 4287 date le sue semplificazioni e le assunzioni necessarie. Le limitazioni di un modello derivano da
 4288 carenze e/o da approssimazioni. Le limitazioni possono essere anche le conseguenze di specifiche
 4289 assunzioni che possono restringere la funzionalità del modello a specifiche circostanze e situazioni.
 4290
 4291 III.9.7.
 4292 L'Esperto di valutazione* *deve* testare i modelli valutativi per verificare se forniscono risultati
 4293 inaccurati o instabili. Se questo è il caso l'Esperto di valutazione* *deve* modificare, rimpiazzare o
 4294 abbandonare il modello valutativo*.
 4295
 4296 III.9.8.
 4297 Occorre considerare le informazioni qualitative e il giudizio professionale* usati nell'uso di un
 4298 modello valutativo* (in particolare la logica, le assunzioni alla base del modello, il tipo di input

4299 utilizzati) per stabilire la correttezza del modello e le condizioni appropriate per il suo uso. Il processo
4300 di validazione *deve* assicurare che le informazioni qualitative sono usate e il giudizio professionale*
4301 è esercitato in maniera appropriata, con adeguati supporti e adeguata documentazione.

4302
4303 III.9.9.

4304 Un modello di valutazione* appropriato *deve* disporre della seguente documentazione:

- 4305 (a) selezione della metodologia valutativa (e relativo approccio teorico) e eventuali alternative
- 4306 (b) design del modello e formule
- 4307 (c) assunzioni e condizioni limitatrici del modello di valutazione*
- 4308 (d) processo di selezione degli input
- 4309 (e) natura e razionale delle assunzioni discrezionali;
- 4310 (f) procedure di testing del modello e risultati;
- 4311 (g) procedure di validazione del modello e dei risultati (se applicabile)
- 4312 (h) limitazioni del modello valutativo* e mitigazioni delle limitazioni (se esistono)
- 4313 (i) conclusioni

4314
4315 III.9.10

4316 L'Esperto di valutazione* *deve* rispettare il principio della trasparenza nella propria relazione di
4317 valutazione*. In particolare, la relazione *deve* contenere l'informazione sufficiente a permettere
4318 all'utilizzatore di comprendere la natura di ciascuna classe di strumento finanziario oggetto di
4319 valutazione* ed i fattori che primariamente hanno influenza sul valore* dello strumento. Nel
4320 determinare se l'informazione è appropriata l'Esperto di valutazione* *deve* considerare i seguenti
4321 aspetti:

- 4322 a. significatività: il valore* dello strumento o della classe di strumenti finanziari in
4323 relazione al totale delle attività* e delle passività detenute dall'entità e/o del
4324 portafoglio oggetto di valutazione*;
- 4325 b. affidabilità della valutazione*, con riguardo all'incertezza: il valore* di uno strumento
4326 finanziario *può* essere soggetto ad una significativa incertezza alla Data della
4327 valutazione* a causa della natura dello strumento, del modello valutativo* o degli
4328 input utilizzati o di anomalie di mercato. L'Esperto di valutazione* *deve* dar evidenza
4329 nella propria valutazione* delle cause e della natura di qualsiasi incertezza
4330 significativa.
- 4331 c. complessità: maggiore è la complessità degli strumenti finanziari, maggiore è il livello
4332 di dettaglio necessario ad assicurare che tutti gli input e le assunzioni che influenzano
4333 la stima siano stati identificati e spiegati. L'Esperto di valutazione* *dovrebbe*
4334 comunque attribuire maggiore peso ai modelli prevalenti nella prassi di mercato ed
4335 illustrare gli input e le assunzioni implicite in quei modelli;
- 4336 d. comparabilità: quando le valutazioni sono ripetute nel tempo, l'Esperto di
4337 valutazione* *dovrebbe* permettere il confronto con le valutazioni precedenti;
- 4338 e. strumenti sottostanti: se i flussi di cassa (payoff) prodotti dallo strumento finanziario
4339 sono generati o garantiti da un'attività* sottostante, la relazione *deve* illustrare i fattori
4340 rilevanti che influenzano il valore* del sottostante per permettere all'utilizzatore di
4341 comprenderne l'impatto sulla valutazione* dello strumento finanziario.

4342
4343 III.9.11

4344 Quando la valutazione* di strumenti finanziari fa riferimento a configurazioni di valore* definite da
4345 Autorità o Organizzazioni diverse da OIV, l'Esperto di valutazione* *deve* comprendere e rispettare
4346 la specifica regolamentazione e dichiarare la Configurazione di valore* di riferimento ed eventuali
4347 guide interpretative di riferimento.

4348
4349 III.9.12

Qualunque modello valutativo*, l'Esperto di valutazione* scelga di adottare, è importante che esso sia calibrato sulla base di informazione di mercato osservabile, così da garantire che la valutazione* rifletta le condizioni di mercato correnti. Quando le condizioni di mercato mutano, *può* essere necessario modificare il modello di valutazione* o scegliere un modello più adatto al nuovo contesto. Le modifiche al modello usato in precedenza o il nuovo modello debbono essere calibrati sulle condizioni correnti di mercato.

Input

III.9.13

Gli input della valutazione* possono provenire da una varietà di fonti diverse. Gli input normalmente utilizzati nella valutazione* di strumenti finanziari sono: quotazioni di broker, prezzi di consenso, prezzi di strumenti comparabili forniti da terze parti e provider di dati di mercato. Dai prezzi possono poi essere ricavati altri input impliciti come tassi e volatilità. L'Esperto di valutazione* *deve* sempre comprendere come i prezzi sono stati ricavati.

III.9.14

Nel valutare se le quotazioni dei broker effettivamente esprimono come i partecipanti al mercato* prezzerebbero lo strumento finanziario, l'Esperto di valutazione* *dovrebbe* considerare che:

- a) i broker normalmente fanno mercato e forniscono offerte di prezzo* relativamente agli strumenti finanziari più diffusi, ma possono non coprire gli strumenti meno liquidi. In particolare, poiché la liquidità di uno strumento finanziario si riduce con il trascorrere del tempo, *può* essere difficile ottenere quotazioni significative per strumenti più vecchi (emessi da più tempo);
- b) i broker sono interessati al trading, non a supportare la valutazione* di strumenti finanziari, ed hanno quindi un ridotto incentivo a ricercare quotazioni indicative con la stessa attenzione che dedicherebbero per strumenti per i quali quotano prezzi di scambio effettivo. L'Esperto di valutazione* *deve* accertarsi se la quotazione del broker è vincolante e se la transazione è effettivamente eseguibile, o se si tratta solo di una quotazione non vincolante. In caso di quotazioni non vincolanti, l'Esperto di valutazione* *deve* raccogliere informazioni aggiuntive per comprendere se la quotazione del broker debba essere aggiustata o addirittura omessa dalla valutazione*;
- c) esiste un interesse contrapposto del broker quando questi è controparte per la transazione avente per oggetto lo strumento finanziario oggetto di valutazione*;
- d) i broker hanno incentivo ad incoraggiare il trading.

III.9.15

Prezzi di consenso o input di valutazione* sono resi disponibili da data provider specializzati che raccolgono le informazioni su uno specifico strumento da una pluralità di partecipanti al mercato*. Essi raccolgono informazioni da diverse fonti, talvolta compiendo aggiustamenti per compensare eventuali distorsioni. Ciò permette di superare il rischio di conflitto di interesse con un singolo broker. Tuttavia, anche in questo caso le informazioni coprono in genere solo gli strumenti più diffusi. Inoltre, nonostante siano definiti di consenso, spesso i prezzi non sono effettivamente tali, quanto piuttosto una stima dei prezzi delle transazioni e delle quotazioni più recenti. Per questa ragione l'Esperto di valutazione* *deve* comprendere come le stime di consenso sono ottenute e se tali stime sono ragionevoli per la valutazione* dello specifico strumento finanziario oggetto di valutazione*. Spesso le quotazioni di consenso di strumenti finanziari illiquidi sono ricavate da transazioni comparabili.

Rischio di credito e di controparte

III.9.16

La comprensione del rischio di credito è spesso un aspetto importante della valutazione* di uno strumento finanziario. Alcuni dei fattori da considerare nel valutare il rischio di credito includono:

- a. rischio dell'emittente e rischio di controparte. Nello stabilire la solidità finanziaria dell'emittente è necessario non limitarsi all'analisi storica o prospettica dell'emittente, ma occorre considerare anche le prospettive del settore in cui quest'opera opera. Oltre all'esposizione verso l'emittente l'Esperto di valutazione* *deve* considerare anche l'esposizione verso qualunque altra controparte dell'attività* oggetto di valutazione*. Ad esempio, nel caso di un meccanismo di formazione dei prezzi attraverso clearing house, in alcuni ordinamenti è imposta la negoziazione di alcuni derivati verso una controparte centrale che mitiga i rischi, ma non li elimina. I rischi residuali di controparte debbono essere considerati;
- b. rischio di credito dello strumento: l'Esperto di valutazione* *deve* distinguere fra il rischio di credito specifico dello strumento in sé ed il rischio di credito dell'emittente e/o della controparte. In linea generale il rischio di credito dell'emittente o della controparte non include specifici collaterali (garanzie) legati allo strumento;
- c. subordinazione: lo stabilire la priorità creditizia di uno strumento in caso di insolvenza dell'emittente è un fattore critico per comprendere il rischio di default. Altri strumenti dello stesso emittente potrebbero godere di una priorità creditizia superiore a quella delle attività* o dei cash flow che supportano lo strumento finanziario oggetto di valutazione*;
- d. leverage: l'ammontare di debito usato per finanziare l'attività* da cui deriva il reddito dello strumento finanziario *può* influenzare la volatilità dei redditi dell'emittente e quindi il rischio di credito;
- e. accordi di compensazione (accordi di netting): nei casi in cui strumenti derivati sono detenuti da controparti, il rischio di credito *può* essere ridotto dall'accordo di compensazione che limita le obbligazioni delle parti al valore* netto delle transazioni. Pertanto, se una parte diviene insolvente, l'altra parte ha il diritto a compensare crediti e debiti verso la controparte in default che abbiano per oggetto altri strumenti finanziari;
- f. protezioni dall'insolvenza (*default protection*): molti strumenti finanziari contengono alcune forme di protezione a favore del detentore dello strumento finanziario per ridurre il rischio di non pagamento. Le protezioni possono assumere la forma di garanzie di terze parti, di contratti assicurativi, di credit default swap (CDS) o altro. Quando la protezione è nella forma di garanzia di terza parte, di contratto assicurativo o di CDS, è necessario identificare la parte che fornisce la garanzia e valutarne il merito di credito. A tal fine è necessario considerare oltre alla posizione corrente, anche le altre garanzie che la terza parte ha rilasciato.

III.9.17

Per controparti per le quali sono disponibili limitate informazioni dirette, se esiste un mercato secondario dello strumento finanziario, possono esserci sufficienti evidenze del rischio di controparte ricavabili dai dati di mercato. Altrimenti è necessario valutare il rischio di credito della controparte utilizzando l'informazione finanziaria disponibile e considerando le garanzie come farebbe un partecipante al mercato* nella valutazione* dello strumento finanziario.

Liquidità

III.9.18

La liquidità di uno strumento finanziario *può* essere ricompresa fra due estremi: quella degli strumenti altamente standardizzati e con elevati volumi di scambi, ad un estremo, e quella degli strumenti che

nascono da accordi fra controparti che non possono essere trasferiti a terzi, all'altro estremo. L'Esperto di valutazione* deve considerare la liquidità e il volume di scambi sul mercato dello strumento finanziario nella scelta del modello di valutazione* più appropriato.

III.9.19

La liquidità e l'attività* di mercato sono due aspetti distinti e non vanno confusi. La liquidità di un'attività* è una misura di quanto facilmente e velocemente un'attività* può essere trasferita in cambio di cash o di liquidità equivalente. L'attività* di mercato è una misura del volume di scambi ad una data ed è una misura relativa più che assoluta. Un ridotto volume di scambi non implica necessariamente che lo strumento finanziario sia illiquido.

III.9.20

Ancorché separati concettualmente, l'illiquidità e il ridotto livello di scambi sul mercato pongono all'Esperto di valutazione* problematiche simili a causa della mancanza di dati di mercato rilevanti. Maggiore è l'illiquidità e più ridotti sono i volumi di scambi, maggiore peso dovrà essere attribuito a metodi di valutazione* che fanno riferimento ad altre transazioni comparabili e ne aggiustano i prezzi per riflettere i cambiamenti di mercato o le differenti caratteristiche dello strumento finanziario oggetto di valutazione*.

Titoli azionari in presenza di strutture finanziarie semplici

III.9.21

Per "impresa con struttura finanziaria semplice" si intende un'impresa il cui capitale azionario sia composto da titoli di una singola classe, tipicamente azioni ordinarie.

III.9.22

Per un'impresa con struttura finanziaria semplice, composta solo da titoli azionari ordinari e da titoli obbligazionari (o più in generale da debito finanziario), il valore* complessivo dei titoli azionari (*equity value*) si può ottenere sottraendo dal valore* d'impresa il valore* di mercato* del debito finanziario e il valore* di mercato* del patrimonio di terzi (*minority interest*). Il valore* della singola azione ordinaria è ottenuto allocando pro-rata l'*equity value* complessivo ai singoli titoli. Se la struttura finanziaria include anche derivati scritti sui titoli azionari dell'impresa, l'*equity value* si ottiene sottraendo anche il valore* di mercato* di questi derivati, calcolato tenendo conto degli effetti di diluizione conseguenti al loro esercizio. Se i derivati sono impliciti in strumenti di debito (per esempio obbligazioni convertibili), è necessario separare il valore* della componente di debito, rispetto al valore* della componente opzionale.

Titoli azionari in presenza di strutture finanziarie complesse

III.9.23.

Per impresa con "struttura finanziaria complessa" si intende un'impresa il cui capitale azionario è costituito anche da titoli azionari che prevedono una liquidazione non proporzionale del patrimonio per effetto di speciali diritti patrimoniali (c.d. meccanismi di *liquidation preference*) di classe diversa.

III.9.24

Per un'impresa con struttura finanziaria complessa, composta da titoli azionari ordinari e da titoli partecipativi con diritti patrimoniali speciali (azioni con privilegio), il valore* del patrimonio netto aziendale, in caso di vendita della azienda (o del pacchetto di controllo, o delle attività* aziendali) o

4492 di quotazione, si ripartisce fra le azioni ordinarie e le azioni con privilegio in relazione al valore*
4493 stimato del privilegio e alla ripartizione di diritti condivisi.

4494 Contratti derivati

4495 I contratti derivati sono prodotti finanziari il cui valore* a una o più date future fissate dipende, secondo una
4496 regola prefissata, dal valore* di una ben identificata attività*, detta “sottostante” (*underlying*). La regola che
4497 specifica il “payoff” del derivato, che determina, cioè, il valore* del derivato a partire dal valore* del
4498 sottostante, è di solito espressa tramite una funzione matematica (“funzione di payoff”), o comunque secondo
4499 un algoritmo calcolabile con esattezza. La corretta valutazione* di un contratto derivato pone un problema
4500 fondamentale di coerenza, dato che si tratta di “stimare il prezzo* del derivato dato il prezzo* del sottostante”
4501 (*contingent pricing*). Il punto chiave del problema di valutazione* consiste nel riconoscere (in certe
4502 situazioni, nell’assumere) che il payoff del derivato è *hedgeable*, è cioè replicabile con un ben definito
4503 portafoglio di attività* quotate, tra le quali è inclusa, naturalmente, l’attività* sottostante. Per evitare
4504 arbitraggi, il prezzo* del derivato dovrà coincidere col prezzo* del portafoglio replicante. Un contratto
4505 derivato si ambienta in condizioni di incertezza, nel senso che un derivato ha interesse pratico solo se il
4506 prezzo* futuro del sottostante non è perfettamente prevedibile. In genere la funzione di payoff può avere
4507 forma complessa e per individuare la struttura del portafoglio replicante sarà necessario l’uso di un modello
4508 stocastico, che descriva adeguatamente, in modo probabilistico, l’evoluzione del prezzo* del sottostante.

4509 Nella valutazione* di derivati è particolarmente rilevante* distinguere tra:

- 4510 • rischio intrinseco: incertezza (o rischio) caratteristico del payoff, dovuta, tramite la forma del
4511 payoff, all’incertezza specifica del sottostante;
- 4512 • rischio di insolvenza: incertezza (o rischio) dovuto alla possibile insolvenza della contro parte
4513 (anche rischio di controparte, *counterparty default risk*, *nonperformance risk*).

4514 Un’ulteriore distinzione da considerare è quella tra:

- 4515 • valutazione* di cash-flow ricevuti (asset),
- 4516 • valutazione* di cash-flow pagati (liability);

4517 si tratta, ovviamente, di una distinzione rilevante* per tutti i tipi di contratto, che assume valenza tecnica e
4518 normativa particolare per i derivati di tipo asset-liability, come gli *Interest Rate Swap IRS*.

4519 Contratti a termine

4520 III.9.25

4521 In un contratto a termine per consegna in T di un dato bene (il sottostante del contratto), il prezzo* a termine
4522 (*forward price*) alla data corrente è il prezzo* di consegna che rende nullo il valore* corrente del contratto.
4523 In assenza di rischio di insolvenza il prezzo* a termine si ottiene capitalizzando al tasso risk-free, osservato
4524 sul mercato per la scadenza T, il prezzo* corrente del sottostante al netto del valore* corrente di tutti i
4525 dividendi pagati dal sottostante entro la data di consegna T. Il valore* alla data corrente per il compratore di
4526 un contratto a termine si ottiene attualizzando tra la data di consegna e la data corrente la differenza tra il
4527 prezzo* a termine calcolato alla data corrente e il prezzo* a termine calcolato alla data iniziale. In assenza di
4528 rischio di insolvenza l’attualizzazione va effettuata al tasso risk-free osservato sul mercato per la scadenza
4529 T.

4530 Interest Rate Swap (IRS)

4531 III.9.25

Il valore* di un IRS per il compratore si ottiene come differenza tra il valore* della gamba (payoff) variabile e il valore* della gamba (payoff) fissa. Il valore* per il venditore si ottiene come differenza tra il valore* della gamba fissa e il valore* della gamba variabile.

In assenza di rischio di insolvenza, il valore* della gamba fissa di un IRS si ottiene calcolando il valore* attuale dei payoff a tasso fisso sulla base della struttura per scadenza dei tassi risk-free correnti alla data di valutazione*.

In assenza di rischio di insolvenza, il valore* della componente variabile di un IRS si ottiene col metodo DCE/(F)RN. In caso di indicizzazione perfetta, il valore* delle cedole a tasso variabile si ottiene calcolando le cedole *forward*, implicite nella struttura per scadenza dei tassi risk-free, e calcolandone il valore* attuale sulla base della stessa struttura di tassi.

III.9.26

In un IRS (*Interest Rate Swap*) esposto a rischio di insolvenza delle controparti, il valore* per il compratore della gamba variabile e il valore* per il venditore della gamba fissa (il valore* del lato asset per l'Esperto di valutazione*) si ottiene correggendo verso il basso il corrispondente valore* default-free per tener conto del rischio di controparte. La correzione si ottiene sottraendo il *Credit Valuation Adjustment* (CVA).

In un IRS esposto a rischio di insolvenza delle controparti, il valore* per il compratore della gamba fissa e il valore* per il venditore della gamba variabile (il valore* del lato liability per l'Esperto di valutazione*) è dato dal corrispondente valore* default-free, eventualmente corretto verso il basso per tener conto del non-performance risk. L'eventuale correzione si ottiene sottraendo il *Debit Valuation Adjustment* (DVA).

L'applicazione del DVA nella determinazione di valore* può dipendere dalla particolare finalità della valutazione* (ad esempio principi contabili o vigilanza prudenziale). La scelta relativa all'applicazione del DVA va comunque esplicitamente dichiarata e documentata.

Contratti di opzione

Nella versione più semplice, le opzioni finanziarie (*financial options*) sono contratti che danno al detentore il diritto, e non l'obbligo, a comprare (opzione call), o a vendere (opzione put), un fissato portafoglio di asset, o beni, quotati (il "sottostante", *underlying asset*) a un prezzo* prefissato (prezzo* di esercizio, *exercise price*, *strike price*). Le opzioni sono contratti derivati per antonomasia, e si possono presentare in una grande molteplicità di varianti. In particolare, il diritto di opzione può essere esercitato a una data prefissata (opzione europea), entro una data prefissata (opzione americana) o a più date prefissate (opzione Bermuda). Il sottostante può avere struttura anche complessa; può essere rappresentato, per esempio, da uno specificato paniere (basket) di titoli quotati.

Dal punto di vista tecnico, la struttura dell'opzione è determinata specificando la funzione, o l'algoritmo numerico, che ne lega il payoff al prezzo* del sottostante; possono aversi opzioni "esotiche" di tipo *path-dependent*, in cui il valore* dell'opzione all'esercizio dipende secondo una regola fissata dal prezzo* assunto dal derivato "lungo la traiettoria", cioè in più date precedenti la scadenza.

Le opzioni hanno significatività economica e pratica solo in condizioni di incertezza, cioè solo se il prezzo* del sottostante non è prevedibile. Il loro valore* è fortemente dipendente dalla volatilità (cioè dalla deviazione standard del rendimento) del sottostante.

III.9.27

La valutazione* delle opzioni va sempre effettuata col metodo dell'equivalente certo scontato con probabilità (*forward*-)risk-neutral. In ipotesi di assenza di rischio di tasso di interesse è sufficiente l'approccio con probabilità risk-neutral. In presenza di rischio di tasso di interesse è richiesto l'approccio con probabilità *forward-risk-neutral*.

III.9.28

Per la valutazione* delle opzioni è necessario utilizzare un adeguato modello stocastico (option pricing model), opportunamente calibrato sui dati di mercato. La scelta del modello *deve* sempre essere esplicitamente dichiarata e motivata; *deve* essere anche dichiarata la metodologia di calcolo usata per “risolvere” il modello.

III.9.29

Deve essere sempre esplicitato e giustificato il valore* adottato della volatilità o dei parametri che la determinano (se il modello è a volatilità stocastica). Nel caso di opzioni su un paniere di attività* *deve* essere sempre esplicitata e giustificata anche la matrice di correlazione tra le componenti del sottostante. In molti casi *può* essere opportuno fornire analisi di sensibilità (sensitivity analysis) sulla scelta della volatilità e degli altri parametri caratteristici.

Stock option e warrant

III.9.30

I contratti di stock option (opzioni di incentivazione dei dipendenti) e i contratti warrant vanno valutati preferibilmente col metodo dell’attualizzazione dell’equivalente certo secondo le probabilità *risk-neutral* (DCE/RN), utilizzando lo stesso tipo di modelli utilizzati per la valutazione* delle opzioni finanziarie.

Nella valutazione* di stock option e warrant le metodologie di option pricing andranno adeguatamente corrette per tener conto delle clausole di non commerciabilità, dei vincoli all’esercizio e dei potenziali effetti di diluizione del patrimonio azionario.

III.10 Passività, passività non finanziarie e passività potenziali

Premessa

In questo capitolo si considera in modo diretto il problema della valutazione* separata di una passività (liability).

In generale una passività per un agente economico (il debitore) costituisce un impegno a fornire una specifica prestazione ad un altro agente economico (il creditore). La prestazione (item) oggetto della passività *può* assumere diverse forme, potendo consistere in generale nella consegna (delivery), a una o più date future, di uno specificato insieme di titoli (moneta inclusa), di beni o di servizi. La valutazione* delle passività assume livelli diversi di significato e di complessità a seconda:

- della finalità della valutazione* (Configurazione di valore*, prospettiva di valutazione*, ecc.);
- del tipo di contratto che regola l’impegno (diritto nominativo oppure “al portatore”, diritto cedibile o non cedibile, pro-soluto/pro-solvendo, ecc.);
- della natura della prestazione fornita (bene quotato sul mercato, servizio personalizzato, ecc.);
- del livello di affidabilità del debitore.

Il valore* di una passività *può* essere definito come un prezzo* di trasferimento (transfer price), cioè come l’importo pagato dal debitore (cedente), alla data di valutazione*, per trasferire a una terza parte (cessionario) l’impegno verso il creditore. Il valore* di mercato* di una passività (liability) è immediatamente identificato quando è osservabile in un mercato attivo il prezzo* di trasferimento di liability identiche o assimilabili a quella oggetto di valutazione*.

Qualora il diritto del creditore a ricevere la prestazione dia origine a un’attività* scambiata in un mercato attivo, il valore* della passività dovrà coincidere col valore* di mercato* della attività* corrispondente (*corresponding asset*). Questa corrispondenza poggia sul principio di esclusione di arbitraggi non rischiosi: infatti, poiché acquistando sul mercato il *corresponding asset* si annulla la passività, la strategia di trasferimento della passività e quella di sua neutralizzazione tramite

4626 riacquisto sono equivalenti e debbono quindi avere stesso costo*. Questa proprietà di arbitraggio è
4627 largamente usata nella valutazione* dei derivati, dove il valore* attribuito a una *short position* è per
4628 convenzione uguale ed opposto a quello attribuito alla corrispondente *long position*.
4629 Nel seguito, se non diversamente specificato, la prospettiva di valutazione* adottata sarà quella dei
4630 partecipanti al mercato*. Si considererà il caso di passività per le quali non sia osservabile un prezzo*
4631 di trasferimento in un mercato attivo e il problema della valutazione* non sia quindi ovvio.

4632 **Passività con attività* corrispondenti**

4633 III.10.1

4634 Se una passività avesse una attività* corrispondente, il valore* della passività *dovrebbe* essere uguale al
4635 valore* dell'attività*.

4636 Se l'attività* corrispondente è quotata in un mercato attivo, il valore* della passività va posto uguale al
4637 prezzo* di mercato dell'attività* corrispondente. Se non esiste un mercato attivo, il valore* della passività
4638 *dovrebbe* essere comunque determinato sulla base di dati di mercato ritenuti significativi, come quotazioni
4639 di attività* corrispondenti osservate su un mercato non attivo.

4640 Se non esistono prezzi di attività* corrispondenti osservabili né su un mercato attivo, né su uno non attivo, il
4641 valore* della passività verrà determinato come il valore* dell'attività* corrispondente, secondo i metodi di
4642 valutazione* più adeguati: attualizzazione aggiustata per il rischio (RAD), attualizzazione dell'equivalente
4643 certo (DCE) o metodi ibridi.

4644 Nel valore* della passività dovrà eventualmente essere incluso un aggiustamento per il rischio di
4645 inadempienza del debitore (non-performance risk, NPR). L'inclusione dell'aggiustamento per il rischio di
4646 inadempienza *può* dipendere dalla particolare finalità della valutazione* e dal particolare contesto; la scelta
4647 va comunque esplicitamente dichiarata e documentata.

4648 Nella quantificazione dell'aggiustamento per il non-performance risk vanno considerate tutte le clausole
4649 accessorie, caratteristiche della liability, che possono produrre una mitigazione, parziale o totale, del rischio
4650 di inadempienza (*credit enhancement*).

4651 Anche in una logica di trasferimento della passività, l'eventuale aggiustamento per il non performance risk
4652 dovrà comunque essere riferito al rischio di inadempienza del debitore originario. In altri termini, il rischio
4653 di inadempienza dovrà essere considerato inalterato anche dopo il trasferimento di una passività.

4654 **Passività senza attività* corrispondenti**

4655 III.10.2

4656 Fra le passività senza attività* corrispondente figurano le passività che in tutto o in parte richiedono
4657 un rimborso in forma non cash (attraverso, ad esempio, la corresponsione di beni o servizi). Esempi
4658 includono: ricavi differiti o passività contrattuali, garanzie, obblighi di ripristino ambientale, passività
4659 per prezzi condizionati, programmi di fedeltà, indennità, prestazioni assicurative danni e vita.

4660 III.10.3

4661 La simmetria "attività*-passività" non *può* esistere per le passività senza attività* corrispondenti e
4662 queste devono quindi essere valutate sulla base di un quadro concettuale adatto a valutare le passività. In
4663 particolare, occorre considerare che, per assumere una passività senza attività* corrispondente, la controparte
4664 richiede un margine per compensare il rischio che si accolla.

4666 III.10.4

4667 Le passività senza attività* corrispondente si caratterizzano per una o più delle seguenti caratteristiche:

- 4668 a) non esiste un'attività* riconosciuta dalla controparte (ad esempio passività legata all'obbligo
4669 di ripristino ambientale) o la passività *può* essere trasferita solo in congiunzione con un'altra
4670 attività* (ad esempio la garanzia su un'automobile è trasferita insieme all'automobile);

- b) l'attività* corrispondente della passività *può* essere detenuta da molte controparti rispetto alle quali è praticamente impossibile identificare e riconciliare tutti gli elementi che compongono la pluralità di attività* corrispondenti;
- c) il mercato delle attività* corrispondenti è illiquido o inesistente, e non se ne possono quindi ricavare elementi utili per valutare la passività;
- d) passività senza attività* corrispondenti possono sorgere da contenziosi legali, nei quali le attività* potenziali di parte attrice non corrispondono alle passività potenziali per il convenuto.

III.10.5

Se una passività non ha un prezzo* di trasferimento osservabile e se non esistono attività* corrispondenti, il valore* della passività verrà determinato come il valore* attuale del corrispondente cash flow. In queste situazioni il metodo di valutazione* più adeguato è, tipicamente, quello dell'equivalente certo scontato con risk loading esplicito (DCE/RL).

A meno che non sia possibile costruire operazioni di annullamento della passività tramite riacquisto sul mercato, il valore* della passività non *dovrebbe* includere aggiustamenti per il rischio di inadempienza del debitore. Possono aversi eccezioni, che l'Esperto di valutazione* *deve* adeguatamente esplicitare, per valutazioni con finalità particolari, per esempio a specifici fini contabili.

III.10.6

Il metodo da adottare per la valutazione* di una passività potenziale, in cui la prestazione sia dovuta dal debitore al verificarsi di un certo evento prestabilito (evento "trigger"), va determinato col metodo dell'equivalente certo scontato con risk loading esplicito, sulla base della probabilità attribuita all'evento trigger.

Il metodo da adottare per la valutazione* di una passività potenziale di tipo "opzione", in cui la prestazione sia dovuta dal debitore solo in seguito a esplicita richiesta del creditore – esercizio del diritto a ricevere –, va determinato adottando una specifica ipotesi sulla tipologia economica della parte creditrice (detentore del diritto).

Se il creditore, possessore dell'opzione, è un agente razionale che agisce in condizioni di informazione perfetta e senza vincoli di liquidità, il valore* della passività va determinato ipotizzando che il diritto a ricevere sia esercitato in modo ottimale, determinando il massimo costo* per il debitore. Questo costo* individua il valore* della passività per il debitore (e dell'attività* per il creditore) e *deve* essere determinato col metodo dell'equivalente certo scontato con probabilità *risk-neutral*, utilizzando un adeguato modello di option pricing.

Se il creditore, possessore dell'opzione, è un agente che agisce con vincoli di razionalità limitata e/o con informazione parziale e/o con liquidità limitata e sotto vincoli di consumo, la valutazione* *può* essere effettuata ipotizzando che il diritto a ricevere non sia esercitato in modo ottimale dal detentore. Il valore* della passività *può* essere determinato col metodo dell'equivalente certo scontato con risk loading esplicito, sulla base della probabilità attribuita al fatto che il diritto a ricevere sia esercitato.

Parte quarta APPLICAZIONI PARTICOLARI

IV.1 Valutazioni di acquisizione, di cessione e di fusione

Premessa

Le valutazioni finalizzate a operazioni di acquisizione, di cessione e di fusione presentano problematiche fra loro simili sul piano logico.

Nel caso del mercato del controllo (“market for corporate control”) l’interazione tra le valutazioni soggettive di acquirenti e venditori genera i prezzi effettivamente osservabili per le transazioni eseguite offrendo utili indicazioni ai fini della stima del valore* di mercato*.

Aspetti generali

IV.1.1

Le finalità della valutazione* per acquisizione, fusione cessione possono essere diverse. Un elenco non esaustivo è il seguente:

- a) Stima del valore* di mercato* dell’azienda *as is*;
- b) Stima del valore* di mercato* dell’azienda stand alone;
- c) Stima del valore* di investimento per l’ipotetico acquirente;
- d) Stima del valore* cui rinuncia il venditore;
- e) Stima del valore* della nuova entità integrata (*combined entity*);
- f) Stima del valore* negoziale equitativo* fra soggetti identificati
- g) Stima del valore* negoziale equitativo* fra parti correlate;
- h) Stima del rapporto di concambio fra parti indipendenti;
- i) Stima del rapporto di concambio fra parti correlate

IV.1.2

Le componenti di valore* di un’acquisizione sono le seguenti:

- 1) il valore* *as is* della *target-company*;
- 2) il valore* degli eventuali efficientamenti gestionali;
- 3) il valore* delle sinergie divisibili attese in seguito all’operazione;
- 4) il valore* dei “benefici privati” (sinergie indivisibili) attesi in seguito all’operazione.

La somma delle componenti sub 1 e sub 2) definisce il valore* stand alone della *target-company*, ossia il valore* dell’azienda considerata separatamente ed efficientata (gestita al meglio).

Le diverse configurazioni di valore* possono riflettere tutte o solo parte di tali componenti.

IV.1.3

Le cosiddette “sinergie” (“valore* sinergico*”) che misurano i benefici attesi dalla gestione integrata della società acquirente e della *target company*, possono riguardare le aree operativa, finanziaria, fiscale o il profilo di rischio aziendale.

IV.1.4

In considerazione del loro carattere potenziale, la valorizzazione delle sinergie *deve* basarsi su stime replicabili e ragionevoli, fondate su adeguate evidenze di supporto.

IV.1.5

I cosiddetti “benefici privati” individuano i flussi di risultato a favore dell’acquirente che si generano al di fuori della *target company*. Si definiscono “privati” dal momento che essi non si ripartiscono anche a favore

di eventuali altri azionisti (di minoranza) della target company (sono, cioè, benefici o sinergie indivisibili).

IV.1.6

Il valore* di investimento (“*investment value*”) rappresenta il valore* attuale dei benefici per uno specifico acquirente di una target company. Il valore* di investimento rappresenta normalmente il prezzo* massimo che l’acquirente *può* riconoscere senza pregiudizio della propria situazione patrimoniale di partenza.

Il “valore* di investimento” *può* essere differente per ogni specifico potenziale acquirente* dal momento che i flussi attesi sono funzione dei benefici relativi all’integrazione delle attività* dell’acquirente con quelle della target company.

IV.1.7

Le valutazioni finalizzate a operazioni di cessione, sul piano logico, pongono problemi analoghi, anche se di carattere speculare, a quelli discussi nel caso di acquisizione.

Il “valore* di disinvestimento” individua il prezzo* minimo che compensa l’utilità perduta del venditore.

Tale valore* è costituito da due parti ideali:

- 1) il valore* “*as is*” dell’azienda;
- 2) il valore* degli eventuali benefici privati in capo al venditore.

Il valore* di disinvestimento *può* anche essere negativo (cessione con dote).

IV.2 Le valutazioni legali

Premessa

Con il termine valutazioni legali si intende fare riferimento a quelle valutazioni disciplinate dal codice civile, per le quali i valori oggetto di stima sono in certa misura valori convenzionali. Poiché tuttavia in molti casi il legislatore usa il termine “valore*” in senso a-tecnico e l’Esperto di valutazione* è chiamato ad interpretare il disposto di legge sulla base di principi di razionalità economica, i PIV in questo campo hanno come obiettivo primario la riduzione delle diversità interpretative del disposto di legge, richiamando i principi di razionalità economica più coerenti con il disposto stesso e che possano offrire garanzie di correttezza e di equità.

In generale le valutazioni legali rispondono allo scopo* di “garanzia societaria” con particolare riferimento alla tutela dei soci minoritari e degli stakeholders estranei al controllo della società. Per questa ragione le valutazioni compiute devono essere controllabili (e talvolta *deve* esserne verificata la congruità) e ripercorribili nelle scelte compiute (in termini di assunzioni, di unità di valutazione*, di Configurazione di valore*, di criteri di valutazione* adottati) e nei loro limiti (in termini di supporti informativi o di evidenze esterne) da soggetti terzi (organi di governo e di controllo aziendale, società di revisione, Autorità).

Le peculiarità valutative

IV.2.1

È sempre necessario ai fini di una valutazione* legale identificare la sostanza economica dell’operazione, perché operazioni con diversa forma giuridica possono assumere eguale sostanza economica. L’Esperto di valutazione* *deve* sempre rappresentare e considerare – nel rispetto dei vincoli di legge legati alla forma giuridica – la sostanza economica dell’operazione.

IV.2.2

Le valutazioni legali presuppongono un’adeguata conoscenza da parte dell’Esperto di valutazione* della disciplina legislativa di riferimento.

IV.2.3

L'Esperto di valutazione* *deve* comprendere le responsabilità ed il ruolo che riveste nelle valutazioni per scopi di garanzia societaria. Tali valutazioni hanno infatti una funzione pubblica di tutela degli interessi dei terzi oltre che delle parti coinvolte.

IV.2.4

L'Esperto di valutazione* *deve* essere consapevole che gli organi amministrativi della società o soggetti terzi debbono essere in grado di seguire tutti gli sviluppi del processo valutativo e di riprodurre i calcoli effettuati nelle stime. La relazione di valutazione* *deve* fornire tutti gli elementi che consentano di apprezzare la base informativa* utilizzata, le scelte di modelli e metodi di valutazione*, il peso attribuito ai risultati di ciascun metodo, il risultato finale. Per motivi di riservatezza della informazione di natura privata usata nella valutazione*, l'Esperto di valutazione* *può* comporre la valutazione* in due parti, destinate ad una diversa diffusione: la prima che contiene le metodologie di stima ed i risultati e la seconda che riporta l'uso dell'informazione privata.

IV.2.5

Le valutazioni legali devono escludere assunzioni speciali (ipotesi che un partecipante al mercato* non formulerebbe).

IV.2.6

L'Esperto di valutazione* *deve* considerare tutta l'informazione rilevante* e normalmente disponibile ai fini dell'espletamento del proprio incarico, assegnando maggiore peso all'informazione di fonte esterna ed indipendente. La base informativa* e le assunzioni alla base della valutazione* devono essere ragionevolmente obiettive.

IV.2.7

L'Esperto di valutazione* *deve* sempre indicare le difficoltà incontrate nella valutazione*.

IV.2.8

Quando appropriato in relazione agli specifici fatti o circostanze e nel rispetto delle norme di legge, è opportuno che l'Esperto di valutazione* adotti metodi alternativi che si rifanno ad una pluralità di approcci di valutazione*. L'Esperto di valutazione* *deve* comprendere le cause delle differenze nei risultati dei diversi modelli e *deve* attribuire a ciascuno di essi un maggiore o minore peso in relazione alla affidabilità degli input o più semplicemente identificare quale risultato è più rappresentativo della peculiare Configurazione di valore* ricercata.

IV.2.9

Quando l'Esperto di valutazione* fa ricorso a più metodi di stima, *deve* motivare perché è giunto ad uno specifico risultato, pur avendo ottenuto valori diversi dalla applicazione di metodi diversi. Normalmente la media aritmetica semplice dei risultati dei diversi metodi non costituisce una spiegazione del risultato più ragionevole, in quanto i diversi metodi fanno uso di input caratterizzati da differente affidabilità e rilevanza economica. Spesso la diversità di risultati dei diversi metodi trae origine da una non coerente applicazione dei metodi stessi (scelta di modelli in contrasto fra loro).

IV.2.10

L'Esperto di valutazione*, nelle valutazioni legali, *deve* dedicare particolare attenzione ai fattori di rischio ed illustrare come ha trattato il rischio nella valutazione*.

4849 IV.3 Gli aumenti di capitale

4850 Premessa

4851 In questa sezione viene affrontato il tema della valutazione* delle azioni di nuova emissione nei casi
4852 in cui è escluso o limitato il diritto di opzione.

4853 L'art. 2441, comma 6, c.c. stabilisce che il prezzo* di emissione dei nuovi titoli *deve* essere fissato
4854 “in base al valore* del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati
4855 regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre”. Quando la limitazione
4856 riguarda il 10% del preesistente capitale di una società quotata, il prezzo* di emissione *deve*
4857 corrispondere “al valore* di mercato* delle azioni” risultante da un'apposita attestazione.

4858 Obiettivo della valutazione* è individuare il valore* di mercato* delle azioni, in quanto il prezzo*
4859 di emissione è un prezzo* di offerta e come tale un prezzo* proposto al mercato, sulla base non solo
4860 del contenuto intrinseco del titolo, ma anche dei fattori che possono generare un gap fra valore*
4861 intrinseco e valore* di mercato*. La Configurazione di valore* è sempre un congruo valore* di
4862 mercato*.

4863 Un caso particolare è rappresentato da aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione a seguito
4864 di conferimenti in natura. In questi casi la determinazione del prezzo* al quale è realizzato l'aumento
4865 di capitale sotto il profilo sostanziale equivale alla determinazione di un rapporto di cambio congruo
4866 in una operazione di fusione. Poiché la valutazione* di conferimento *deve* assolvere anche ad una
4867 finalità di garanzia nei confronti dei terzi, la valutazione* ai fini di aumento di capitale *dovrebbe*
4868 assumere la medesima Configurazione di valore* adottata nelle valutazioni a fini di conferimento
4869 (cui si rimanda).

4870 La stima del valore* di mercato* *deve* essere compiuta in una prospettiva pre-money, cioè in una
4871 prospettiva che consideri il valore* dell'emittente a prescindere dalla creazione di nuovo valore* che
4872 l'emissione di nuove azioni *può* comportare.

4873 Per le imprese in fase di crescita per le quali gli aumenti di capitale sono funzionali a sostenere i costi
4874 necessari al raggiungimento di specifici traguardi gestionali (l'ingresso in un nuovo mercato, il lancio
4875 di un nuovo prodotto, ecc.) e per le quali il valore* *pre-money può* risultare significativamente
4876 inferiore al valore* che considera anche i benefici degli investimenti necessari a realizzare quei
4877 traguardi gestionali, il prezzo* di emissione *può* incorporare anche parte dei futuri benefici attesi,
4878 ma spesso ciò si accompagna a meccanismi protettivi per l'azionista che sottoscrive l'aumento di
4879 capitale (ad esempio meccanismi di *liquidation preference*, o di riacquisto delle azioni emesse da
4880 parte di altri soci in caso di non raggiungimento di predefiniti obiettivi) che hanno effetto diluitivo
4881 sulle azioni preesistenti. Pertanto, nello stimare il prezzo* di mercato delle azioni di nuova emissione
4882 occorre considerare i profili delle azioni oggetto di emissione e gli eventuali accordi fra soci.

4883 Le peculiarità valutative

4884 IV.3.1

4885 La stima del prezzo* di offerta di titoli azionari di nuova emissione nei casi di aumento di capitale con
4886 esclusione o limitazione del diritto di opzione *deve* rispondere ad un giudizio di equità, cioè di corretto
4887 bilanciamento fra le posizioni dei vecchi soci e dei nuovi entranti. A tal fine *deve* essere considerata la
4888 sostanza economica dell'operazione (ad esempio attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale con
4889 esclusione del diritto di opzione il nuovo entrante *può* acquisire il controllo dell'entità).

4891 IV.3.2

4892 La stima del prezzo* di offerta *deve* assumere come Configurazione di valore* di riferimento il valore*
4893 normale di mercato* del titolo. L'unità di valutazione* è costituita dal patrimonio netto nella sua interezza
4894 (prospettiva *pre-money*). Il prezzo* per azione è ricavato sulla base del valore* del 100% del patrimonio
4895 diviso il numero di azioni.

Un particolare caso è rappresentato dalle aziende distressed che effettuano aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione, dove l'effetto diluitivo per i vecchi soci *può* essere molto rilevante* in quanto non esiste una prospettiva di continuità aziendale senza l'aumento di capitale stesso. L'alternativa all'assenza di aumento di capitale sarebbe in questi casi rappresentata dalla liquidazione dell'azienda (in funzionamento o atomistica) in relazione agli specifici casi.

IV.3.3

La stima del prezzo* *deve* considerare, quando appropriate, tutti e tre gli approcci valutativi (del reddito, del costo* e di mercato). Obiettivo della stima è ricercare il valore* normale di mercato* del titolo di nuova emissione alla data della stima, tenuto conto delle caratteristiche dello specifico mercato.

IV.3.4

Poiché le condizioni di mercato sono particolarmente volatili, l'emittente *può* limitarsi a stimare un prezzo* minimo al di sotto del quale non intende realizzare l'aumento di capitale, oppure *può* introdurre meccanismi di segmentazione dei quantitativi offerti per categorie di investitori (ad esempio investitori istituzionali o retail, domestici o esteri), oppure ancora *può* prevedere un adeguamento del numero di azioni emesse alla richiesta di mercato. Il prezzo* di emissione non è indipendente dal numero di azioni di nuova emissione rispetto al numero di azioni esistenti, specie quando il numero di azioni di nuova emissione è in grado di trasferire il controllo. In quanto stima di un prezzo* di offerta, quest'ultimo è – entro certi limiti – funzione anche della quantità dei titoli emessi.

IV.3.5

Nel caso di aumenti di capitale a seguito di conferimenti in natura il prezzo* di offerta determina il numero di nuove azioni da assegnare ai nuovi soci e quindi anche la partecipazione relativa dei vecchi e dei nuovi soci. Il bene conferito *deve* essere espresso nell'equivalente valore* di mercato*.

IV.4 Fusioni e scissioni

Premessa

Le valutazioni a fini di fusioni e le scissioni sono disciplinate dagli artt. 2501, 2501-bis, 2501-ter, 2501-sexies e 2506-ter c.c.

Le stime di fusione indicano per loro natura valori di scambio. Al riguardo le operazioni di fusione possono essere distinte in due principali categorie:

- a) fusioni fra soggetti indipendenti (scambio negoziato);
- b) fusioni fra soggetti non indipendenti (scambio non negoziato).

Nel primo caso la fusione equivale ad un'acquisizione per carta e quindi la valutazione* *deve* rispondere, nel rispetto del dettato di legge, ai principi relativi alle acquisizioni, cessioni e fusioni (fra soggetti indipendenti) del Cap. IV.1, in quanto il rapporto di cambio negoziato equivale ad un prezzo*. Nel secondo caso invece le valutazioni assolvono a funzioni di garanzia societaria ed il rapporto di concambio *deve* garantire alle minoranze di entrambe le entità, che non ci sia trasferimento di ricchezza.

Nelle operazioni di fusione fra soggetti non indipendenti si adotta un'ipotesi semplificatrice che consente di accrescere la dimostrabilità del risultato della valutazione* e che consiste nel valutare le due entità *stand alone*, senza considerare le sinergie che scaturiranno dalla fusione, sulla base del presupposto che alle sinergie parteciperanno i soci delle due entità sulla base del valore* cui rinunciano.

Nelle fusio fra soggetti indipendenti il rapporto di concambio frequentemente considera il riconoscimento di un premio di controllo. Egualmente ciò *può* accadere nell'ambito di operazioni in cui il prezzo* in parte è riconosciuto per cassa ed in parte con azioni (carta).

4943 Le valutazioni a fini di fusione devono determinare il congruo rapporto di concambio fra le azioni
4944 delle società oggetto di fusione. Tali valutazioni non si possono fondare su criteri meramente
4945 comparativi (o relativi), ma devono sempre giungere alla valutazione* (assoluta) separata delle due
4946 entità.

4947 L'Esperto di valutazione* non *dovrebbe* giungere a range di valori assoluti, ma ad un valore* ritenuto
4948 più espressivo della Configurazione di valore* ricercata. Quando la differenza fra i valori assoluti,
4949 ottenuti sulla base di una pluralità di criteri, è molto ampia, l'Esperto di valutazione* *deve* ridurla
4950 selezionando i criteri per importanza e verificando la coerenza degli input utilizzati nell'applicazione
4951 dei singoli criteri (la disparità di valori trae origine spesso da modelli di valutazioni non coerente fra
4952 loro). Se permane una grande differenza fra valori, l'Esperto di valutazione* *deve* fornire un'adeguata
4953 spiegazione dei risultati che ritiene più coerenti con la finalità della valutazione* stessa. La media
4954 semplice di rapporti di concambio desunti da criteri di valutazione* che portano a risultati molto
4955 dispersi fra loro non esprime una misura di rapporto di concambio che garantisce l'equità del risultato
4956 finale.

4957 È importante che le stime ai fini della determinazione del rapporto di concambio siano composte con
4958 criteri omogenei. Omogeneità non significa necessariamente eguali criteri di valutazione* (ad
4959 esempio quando le società appartengono a settori diversi), ma omogeneo apprezzamento delle fonti
4960 di reddito e di rischio.

4961 Nella stima dei valori assoluti delle due entità l'Esperto di valutazione* *deve* considerare i valori in
4962 atto e non i valori potenziali.

4963 Nel caso di fusione fra aziende con azioni di diverse categorie la valutazione* del rapporto di
4964 concambio *deve* fondarsi sulla valutazione* assoluta di ciascuna azione, sulla base dei criteri indicati
4965 nel Cap. III.9.

4966 Le stime dei valori di scambio nel caso di scissioni non proporzionali o di scissioni a favore di una
4967 beneficiaria preesistente seguono le stesse logiche delle stime a fini di fusione. Al riguardo è
4968 importante rilevare quando i valori di scambio sono negoziati e quando non lo sono.

4969 **Le peculiarità valutative**

4970 IV.4.1

4971 Nelle valutazioni a fini di determinazione del rapporto di concambio l'unità di valutazione* è rappresentata
4972 dai singoli titoli azionari delle società coinvolte nella fusione.

4973

4974 IV.4.2

4975 Nelle valutazioni a fini di fusione è necessario garantire omogeneità nelle configurazioni di valore* stimate.
4976 L'Esperto di valutazione* *può* adottare anche più di una Configurazione di valore*.

4977

4978 IV.4.3.

4979 L'omogeneità delle configurazioni di valore* non comporta necessariamente omogeneità nei metodi
4980 di valutazione*, se le entità oggetto di fusione presentano elementi di diversità che giustificano
4981 l'applicazione di metodi diversi.

4982

4983 IV.4.4

4984 Nei casi particolari di fusione per incorporazione che concludono operazioni di leverage buy-out occorre
4985 aver presente che non si tratta di valutare due business diversi, ma lo stesso business caratterizzato da
4986 strutture finanziarie diverse.

IV.5 Conferimenti e trasformazioni

Premessa

In questa sezione viene affrontato il tema della valutazione* dei conferimenti in natura disciplinato dagli artt. 2343, 2343-ter e 2465 c.c. Poiché l'art. 2500 c.c. relativo alle trasformazioni, espressamente rinvia agli artt. 2343 e 2465, gli stessi principi trovano applicazione nel campo delle trasformazioni.

Va ricordato che l'art. 2506-ter, comma 3, c.c. come novellato dalla Legge 30 ottobre 2014, n. 161, prevede una valutazione* di conferimento anche nel caso di scissione. Infatti, il comma recita: “Quando la scissione si realizza mediante aumento di capitale con conferimento dei beni in natura o di crediti, la relazione dell'organo amministrativo menziona, ove prevista, l'elaborazione della relazione di cui all'art. 2434 e il registro delle imprese presso il quale tale relazione è depositata”.

Sotto il profilo della sostanza economica, i conferimenti possono essere distinti in due principali categorie in relazione alle caratteristiche della società beneficiaria:

- 1) conferimenti a favore di una conferitaria neocostituita;
- 2) conferimenti a favore di una conferitaria già operativa.

In entrambi i casi, la valutazione* di conferimento è finalizzata a garantire i creditori e i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria; tuttavia, nel caso di conferitaria già operativa, il conferimento richiede anche che sia garantito nella valutazione* un equilibrio negoziale fra valore* del conferimento e valore* delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento, del tutto simile a quello che si realizza nel caso delle fusioni.

La valutazione* non può considerare comunque valori potenziali, ma solo valori in atto.

Sotto il profilo logico, la garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi si fonda sul fatto che il valore* di ciò che è stato conferito non sia superiore al suo valore* di mercato*, rappresentato dal valore* presumibile di cessione degli stessi beni, purché tale valore* sia un valore* normale. Ed in effetti il legislatore nell'art. 2343-ter, comma 2, lettera a) richiama la possibilità di evitare una relazione di stima quando il conferimento avviene ad un valore* pari o inferiore al *fair value** degli stessi beni iscritto nel bilancio (purché soggetto a revisione) dell'esercizio precedente. Il *fair value** ai fini contabili è definito dall'IFRS 13 come un prezzo* di cessione (exit price). Il legislatore fa obbligo agli amministratori di controllare che tale valore* non abbia subito variazioni.

Sotto il profilo valutativo è importante anche distinguere fra conferimenti che hanno per oggetto un insieme (non organizzato) di beni o piuttosto un'azienda o un ramo di azienda. La principale differenza fra singoli beni e aziende (o rami) attiene al fatto che solo a queste ultime/i può essere eventualmente associato avviamento. Nel caso di conferimento di un insieme organizzato di beni bisogna poi distinguere fra conferimenti di aziende e conferimenti di rami di azienda. La principale differenza in questi casi attiene al fatto che nel caso di conferimento di azienda l'Esperto di valutazione* normalmente dispone d'informazione storica in merito alle performance (conto economico) del compendio conferito mentre nel caso dei rami spesso questa informazione non è disponibile. Inoltre, nel caso del conferimento dei rami è spesso necessario anche normalizzare il reddito atteso del perimetro conferito quando il ramo è un segmento operativo di un'azienda preesistente, modificato: nell'aspetto patrimoniale, aggiungendo o togliendo alcune attività* o passività in sede di formazione dell'apporto; oppure nell'aspetto gestionale, aggiungendo o togliendo prodotti, mercati, clienti, know-how, personale, ecc.

È necessario riservare particolare attenzione alle prospettive reddituali e patrimoniali delle aziende o rami di azienda incorporati da imprese o gruppi in difficoltà e conferite a beneficiarie di nuova costituzione sulla base di un disegno di risanamento e di rilancio in quanto ritenute ancora valide. In questi casi il valore* di conferimento *deve* considerare attentamente i profili di rischio e l'eventuale durata di periodi di perdita o di redditività carente al limite riducendo il valore* di conferimento anche al di sotto del valore* di liquidazione*.

Le peculiarità valutative

IV.5.1

L'unità di valutazione* nel caso di valutazioni a fini di conferimento è rappresentata dai beni oggetto di conferimento. L'Esperto di valutazione* è chiamato a verificare preliminarmente se si tratta di un complesso di beni organizzato (azienda o ramo di azienda) oppure di una pluralità di beni non organizzata. Nel caso di conferimenti di rami di azienda l'Esperto di valutazione* *deve* verificare l'autonomia di reddito del ramo. Il ramo conferito potrebbe anche richiedere alcuni beni complementari e l'organizzazione della conferitaria per mostrare autonomia di reddito. Tuttavia, se l'insieme dei beni nella prospettiva post conferimento non è capace di un'autonoma capacità di reddito (anche solo prospettica), non si tratta di ramo di azienda.

IV.5.2

La Configurazione di valore* nel caso delle valutazioni a fini di conferimento è rappresentata dal valore* di mercato* dei beni. Nel caso di conferimento di aziende o di rami di azienda il valore* di conferimento è rappresentato dal minore fra il valore* intrinseco e il valore* normale di mercato* dei beni conferiti. In casi particolari, l'Esperto di valutazione* *può* adottare anche altra Configurazione di valore* che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva. Tuttavia, la Configurazione di valore* *deve* comunque rispondere a principi di prudenza.

IV.5.3

Il valore* a fini di conferimento *deve* esprimere il valore* dei beni conferiti nelle loro condizioni correnti (al netto delle risorse eventualmente necessarie a renderli idonei ad un'autonoma generazione di reddito) e normalmente non riflette i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento. In casi particolari in cui si abbiano conferimenti di beni o rami aziendali strettamente complementari fra loro il valore* *può* riflettere i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento, nel rispetto del principio di prudenza.

IV.5.4

Nei casi particolari di conferimenti di rami o di aziende da parte di gruppi o società in difficoltà che si caratterizzano per un profilo di assorbimento di cassa e redditività corrente inadeguata, particolare attenzione *deve* essere prestata alle proiezioni reddituali e ai profili di rischio.

IV.6 Recesso

Recesso da S.p.A. o S.A.p.A.

In questa sezione è affrontato il tema della valutazione* delle azioni per le quali i soci esercitano il diritto di recesso.

L'art. 2437-ter, comma 2, c.c. stabilisce che il valore* di liquidazione* delle azioni *deve* essere determinato "tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore* di mercato* delle azioni". L'art. 2347-ter, comma 4, prevede anche che: "lo statuto *può* stabilire criteri diversi di determinazione del valore* di liquidazione*, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione* patrimoniale da tenere in considerazione". L'art. 2347-ter, comma 3, prevede infine che "il valore* di liquidazione* delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso". Tuttavia, l'art. 2347 di recente rinnovato prevede anche che "Lo statuto delle società con azioni quotate in mercati regolamentati *può* prevedere che il valore* di liquidazione* sia determinato secondo i criteri indicati dai commi 2

e 4 del presente articolo, fermo restando che in ogni caso tale valore* non può essere inferiore al valore* che sarebbe dovuto in applicazione del criterio indicato dal primo periodo del presente comma”. Pertanto, questa sezione dei PIV si limita a trattare il caso di valutazioni ai sensi dell’art. 2347-ter, comma 2.

IV.6.1

L’unità di valutazione* di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso è rappresentata dall’azienda nel suo complesso. Il valore* della singola azione è calcolato pro-quota.

IV.6.2

La Configurazione di valore* di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso è il valore* intrinseco in quanto esprime ciò cui rinuncia l’azionista che recede.

Le peculiarità valutative

IV.6.3

Il valore* intrinseco *deve* riferirsi all’impresa “*as is*” e non *deve* riflettere i benefici attesi dalle decisioni che hanno fatto scattare il recesso.

IV.6.4

Nei casi particolari di società che si caratterizzano per un profilo di assorbimento di cassa, incapacità di distribuire dividendi, esigenze di riequilibrio finanziario, è necessario considerare nella stima del valore* intrinseco il rischio di diluizione del valore* pro-quota a seguito del ricorso futuro a capitale esterno.

Recesso da S.r.l.

In questa sezione è affrontato il tema della valutazione* delle quote per le quali i soci esercitano il diritto di recesso nella Srl.

Il I comma dell’art. 2473 fissa le basi su cui si fonda l’esercizio di tale diritto: “*L’atto costitutivo determina quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità. In ogni caso il diritto di recesso compete ai soci che non hanno consentito al cambiamento dell’oggetto o del tipo di società, alla sua fusione o scissione, alla revoca dello stato di liquidazione al trasferimento della sede all’estero alla eliminazione di una o più cause di recesso previste dall’atto costitutivo e al compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell’oggetto della società determinato nell’atto costitutivo o una rilevante* modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell’articolo 2468, quarto comma. Restano salve le disposizioni in materia di recesso per le società soggette ad attività* di direzione e coordinamento.*” Il comma 2 stabilisce che: “*Nel caso di società contratta a tempo indeterminato il diritto di recesso compete al socio in ogni momento e può essere esercitato con un preavviso di almeno centottanta giorni; l’atto costitutivo può prevedere un periodo di preavviso di durata maggiore purché non superiore ad un anno.*” Il successivo comma 3, prevede anche che: “*I soci che recedono dalla società hanno diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione del patrimonio sociale. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo valore* di mercato* al momento della dichiarazione di recesso.*” Sempre l’art. 2473 al comma 4, sancisce infine che: “*Il rimborso delle partecipazioni per cui è stato esercitato il diritto di recesso deve essere eseguito entro centottanta giorni dalla comunicazione del medesimo fatta alla società.*”

Le peculiarità valutative

IV.6.5

L'unità di valutazione* di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso da Srl è rappresentata dall'azienda nel suo complesso. Il valore* della partecipazione del socio recedente è calcolato in percentuale rispetto al valore* complessivo dell'azienda nel suo complesso.

Il valore* della partecipazione *deve* essere determinato con riferimento alla data di dichiarazione del recesso.

IV.6.6.

La Configurazione di valore* di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso è il valore* mercato, fatto salvo che l'atto costitutivo non definisca anche altre configurazioni di valore* ed eventualmente indicandone i possibili parametri di ponderazione*.

IV.6.7.

Il valore* di mercato* *deve* riferirsi all'impresa "*as is*" e non *deve* riflettere i benefici attesi dalle decisioni che hanno fatto scattare il recesso.

IV.6.8.

Nei casi particolari di società che si caratterizzano per un profilo di assorbimento di cassa, incapacità di distribuire dividendi, esigenze di riequilibrio finanziario, è necessario considerare nella stima del valore* di mercato* il rischio di diluizione del valore* pro-quota a seguito del ricorso futuro a capitale esterno.

IV.7 Le valutazioni a fini di bilancio

Premessa

In questo capitolo si trattano i principi relativi alle valutazioni a fini di bilancio. Si intendono come tali le valutazioni che sono disciplinate in termini di Configurazione di valore*, unità di rilevazione contabile (*unit of account*), data di riferimento della valutazione*, criteri di valutazione*, ecc. dai principi contabili di riferimento.

Nelle valutazioni a fini di bilancio assume importanza cruciale la documentazione e la trasparenza del processo valutativo.

Le valutazioni a fini di bilancio possono riguardare una grande varietà di attività* (finanziarie, reali, immobili) e di passività e/o di business, per diverse finalità (verifica di recuperabilità di valore*, adeguamento di *fair value**; allocazione del prezzo* di acquisto).

Nelle valutazioni a fini di bilancio l'Esperto di valutazione* è sempre chiamato a dichiarare la finalità della valutazione*, la/e attività* (o passività) oggetto di valutazione*, come la/e attività* sono classificate nel bilancio dell'entità (quando il trattamento contabile delle attività*/passività è funzione della loro classificazione in bilancio) ed il/i principio/i contabile/i di riferimento.

Assume particolare importanza che l'Esperto di valutazione* sia consapevole del ruolo pubblico della sua attività*, nel senso che abbia la consapevolezza che i fruitori finali della sua valutazione* non sono rappresentati dal committente* (la società che redige il bilancio o i suoi revisori), ma dai fruitori del bilancio stesso. L'attenzione a questo ruolo si traduce nell'adozione di un adeguato scetticismo professionale* nello svolgimento del proprio incarico e al limite alla rinuncia dell'incarico, quando le limitazioni poste dal committente* possono generare fraintendimenti sul ruolo e sull'attività* compiuta dall'Esperto di valutazione* di valutazione*.

L'uso crescente di valutazioni a fini di bilancio (in particolare con l'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, ma non solo) ha accresciuto il coinvolgimento degli esperti di valutazione* in questo campo. La conseguenza è che la qualità del bilancio risulta migliorata se in aggiunta ai principi contabili ed ai principi di revisione vi sono anche principi di valutazione* in grado di garantire una valutazione* obiettiva, competente e non distorta.

I principi riportati in questa sezione non si sostituiscono in nessun modo ai principi contabili, né intendono interpretare i principi contabili, ma si limitano ad identificare i principi che l'Esperto di

5173 valutazione* di valutazione* *dovrebbe* seguire per garantire l'osservanza su basi professionali dei
5174 principi contabili stessi. Le stime di valore* anche quando effettuate a fini di bilancio richiedono
5175 sempre l'esercizio di un giudizio ed è responsabilità dell'Esperto di valutazione* che compie la
5176 valutazione* garantire che il giudizio sia formulato considerando tutti i fatti e le circostanze rilevanti
5177 ai fini della specifica Configurazione di valore*.

5178 **La competenza professionale**

5179 IV.7.1

5180 Le valutazioni a fini di bilancio richiedono una specifica competenza dei principi contabili di riferimento e
5181 dei vincoli posti alla valutazione*.

5182 L'Esperto di valutazione* non *deve* solo disporre delle necessarie competenze tecniche, ma *deve* anche
5183 comprendere le responsabilità ed il ruolo delle altre figure professionali coinvolte nel processo di redazione,
5184 approvazione e revisione del bilancio.

5185 **La base informativa* e le configurazioni di valore***

5186 IV.7.2

5187 Le valutazioni a fini di bilancio variano per complessità in relazione non solo alla natura delle attività* da
5188 valutare ma anche dell'informazione disponibile. L'informazione disponibile *può* limitare le tecniche di
5189 valutazione* che l'Esperto di valutazione* *può* utilizzare.

5190

5191 IV.7.3

5192 L'Esperto di valutazione* *deve* considerare tutta l'informazione rilevante* e normalmente disponibile ai fini
5193 dell'espletamento del proprio incarico, assegnando maggiore peso all'informazione di fonte esterna ed
5194 indipendente.

5195

5196 IV.7.4

5197 Se l'Esperto di valutazione* *deve* compiere una valutazione* a fini di bilancio relativamente ad un'attività*
5198 che è stato oggetto di valutazione* in occasione di un precedente bilancio o relazione intermedia di gestione
5199 *deve* disporre della precedente valutazione* per poterne apprezzare o meno le scelte compiute.

5200

5201 IV.7.5

5202 Le valutazioni a fini di bilancio in taluni casi (in particolare quando esprimono valutazioni *entity-specific*)
5203 sono valutazioni convenzionali, nel senso che rispondono al dettato dei principi contabili, e come tali
5204 possono differire da valutazioni libere che assumono una delle configurazioni di valore* riportate nella parte
5205 prima di questi principi. Ciò non significa che le valutazioni a fini di bilancio non siano riconciliabili con
5206 valutazioni effettuate ad altri fini o con i prezzi espressi dal mercato.

5207

5208 IV.7.6

5209 È frequente che per stimare il valore* di un'unità di rilevazione contabile si debba muovere da un'unità di
5210 valutazione* più grande o più piccola. Normalmente i principi contabili chiariscono quando e a quali
5211 condizioni un'attività* *può* essere valutata su base singola (stand-alone) o in congiunzione con altre attività*.

5212

5213 IV.7.7. Le valutazioni a fini di bilancio debbono poter essere ripercorse dalla società di revisione in tutti i
5214 passaggi con le necessarie evidenze documentali di supporto. La documentazione e la trasparenza del
5215 processo valutativo sono rese ancor più importanti nelle valutazioni a fini di bilancio per garantire
5216 l'affidabilità del valore stimato. Ciò comporta che la valutazione illustri: (i) il rispetto del principio secondo
5217 cui maggior peso deve essere attribuito all'informazione esterna e (ii) le eventuali evidenze contrastanti
5218 rispetto al risultato della stima riportando le motivazioni per cui quelle evidenze non sono state ritenute utili.

5219

5220 IV.7.8. La determinazione degli input e delle assunzioni utilizzati per le stime a fini di bilancio devono essere

5221 supportate da un'adeguata documentazione ed essere coerenti con altre informazioni fornite dalla società
5222 che redige il bilancio sia nei documenti informativi che in altre pubblicazioni, come ad esempio – nel caso
5223 di società quotate - le presentazioni agli investitori. L'Esperto deve verificare se le assunzioni passate restino
5224 appropriate per i rendiconti finanziari del periodo corrente e se il processo di elaborazione degli input e delle
5225 assunzioni debba essere rivisto

5226 **Tipologia di incarico**

5227 IV.7.9

5228 L'Esperto di valutazione* *deve* chiarire se il contenuto dell'incarico ricevuto prevede anche:

- 5229 a) l'eventuale identificazione delle attività*/passività da valutare;
- 5230 b) la misurazione dei valori contabili di riferimento in forma coerente con le stime di valore*;
- 5231 c) la determinazione della vita utile residua delle attività* ed il relativo ammortamento contabile;
- 5232 d) l'unità contabile di riferimento.

5233 **Le peculiarità valutative**

5234 IV.7.10

5235 Caratteristiche tipiche delle valutazioni a fini di bilancio sono:

- 5236 a) la loro ripetitività nel tempo, che impone coerenza fra le valutazioni riferite a periodi
5237 successivi;
- 5238 b) l'esplicita necessità di rappresentare la continuità dei metodi di valutazione* nel tempo;
- 5239 c) l'opportunità di esaminare gli scostamenti fra risultati attesi nella precedente valutazione* e
5240 risultati effettivamente conseguiti;
- 5241 d) l'impossibilità di ricorrere ad assunzioni ipotetiche (ipotesi relative a condizioni che non sussistono
5242 alla Data della valutazione*) o ad assunzioni speciali (ipotesi che un partecipante al mercato* non
5243 formulerebbe).

5245 IV.7.11

5246 Le valutazioni a fini di bilancio normalmente si avvalgono della tecnica di calibrazione che consiste
5247 nell'identificazione delle determinanti del prezzo* riconosciuto all'atto di acquisto (iscrizione iniziale)
5248 dell'attività* dopo la verifica che non sia stato riconosciuto un prezzo* eccessivo (*overpayment*). L'assenza
5249 di *overpayment* consente di calibrare i modelli di valutazione* alla data d'iscrizione iniziale (*initial*
5250 *recognition*), per poi aggiornarli alle date di valutazione* successive.

5252 IV 7.12

5253 Le valutazioni a fini di bilancio possono avvalersi anche della tecnica di *backtesting* che consiste nel verificare
5254 le ragioni della differenza fra i prezzi storicamente realizzati ed il valore* stimabile sulla base del modello
5255 valutativo* adottato, al fine di correggere eventualmente il modello di valutazione*.

5257 IV.7.13

5258 A fini di bilancio la valutazione* di un business o di un'attività* non riflette la modalità con cui la specifica
5259 attività o business sono stati finanziati, in quanto il valore di un'attività è indipendente da come è finanziato.
5260 Ai fini della valutazione* di una passività occorre invece considerare il non performance risk del soggetto
5261 che trasferisce la passività.

5262 **Approcci e metodi di valutazione***

5263 IV.7.14

5264 Quando l'Esperto di valutazione* fa ricorso a più metodi di stima *deve* motivare perché ha ritenuto di
5265 modificare i pesi attribuiti ai diversi metodi di valutazione* rispetto ad eventuali valutazioni precedenti
5266 riferite alla stessa attività*/passività.

5267 Le valutazioni a fini di bilancio devono riportare tutti i fatti, gli eventi e le circostanze che sono rilevanti ai

5268 fini della valutazione*, ai sensi dello specifico principio contabile. Particolare attenzione *deve* essere dedicata
5269 ai fattori di rischio.
5270

5271 IV.7.15

5272 Quando una particolare assunzione ha un effetto significativo* sul valore* stimato in conformità a uno
5273 specifico metodo, l'effetto di quell'assunzione *deve* essere descritto nella relazione di stima e deve essere
5274 fornita la documentazione necessaria a supporto dell'assunzione specifica. .
5275

5276

5277

5278

5279

5280

BOLLA