

# ODCEC di Milano

## Commissione Finanza

Presidente: Carlo Arlotta

Progetto: Analisi e commenti alla exposure draft dei PIV

Coordinatore: Marco Fantoni

Partecipanti:

Franco Bertoletti

Alberto Debernardi

Fabio Massimo Micaludi

Massimo Talone

Milano 28 febbraio 2015

Premessa

La Commissione Finanza dell'OEDEC di Milano ha deciso di avviare un progetto di analisi e studio del documento *exposure draft* dei PIV, emanato in data 1 dicembre 2014, con lo scopo di raccogliere e redigere commenti e critiche costruttive che siano funzionali e di supporto alla stesura definitiva del testo dei PIV prevista per il 1 luglio 2015. Le considerazioni sotto riportate non impegnano in alcun modo l'ODCEC di Milano, ma solo le singole persone che hanno partecipato alla elaborazione del documento, le quali se ne assumono tutte le responsabilità.

I punti A), B) e C) sono le risposte proposte alle domande presenti nelle linee guida dei PIV per la presentazione delle lettere di commento, il punto D) analizza in maniera puntuale alcuni specifici PIV, infine il punto E) illustra alcune considerazioni di ordine generale sui PIV.

Modalità di lettura del documento; dal punto D) in poi, **in grassetto il testo dei PIV**, *in corsivo i commenti inseriti nei PIV*, **evidenziati in giallo i commenti della commissione**.

### **A) SULLA STRUTTURA DEI PIV**

- 1) Nessun commento rilevante. Tuttavia posto che i PIV, giustamente, pongono l'accento sul processo di valutazione, è fondamentale che anche graficamente il testo dei PIV permetta di capire in quale fase del processo si trova il lettore/utilizzatore dei principi.

Riteniamo utile che, ad esempio, anche in alto a destra dei PIV sia indicato dove ci si trovi rispetto alle diverse fasi del processo di valutazione.

Sarà poi opportuno, all'interno di ogni fase - esempio *conceptual framework* - fare dei sotto dettagli di fasi di processo. In aggiunta sarebbe opportuno che anche graficamente, attraverso diagrammi di flusso si descrivano le varie fasi e sottofasi e le diverse sequenze logiche che caratterizzano il processo valutativo.

- 2) In considerazione della rilevanza per il contesto normativo ed operativo italiano dei temi specialistici in oggetto (valutazioni ai fini fiscali, valutazioni ai fini IPO, valutazione di aziende in stato di crisi) si ritiene opportuno inserire la loro trattazione già nella prima edizione dei PIV.
- 3) Nel caso sia fatto obbligo di accettare codici etici o deontologici emanati da enti terzi (nel caso di specie, dall'IVSC), si ritiene indispensabile i) verificare la preventiva compatibilità con le norme deontologiche previste dai codici deontologici degli iscritti all'albo dei Dottori Commercialisti e al registro dei Revisori Legali ii) richiedere preventiva autorizzazione alla traduzione in italiano e iii) prevedere il loro inserimento come allegato.
- 4) Per quanto concerne le valutazioni di immobiliari e di strumenti finanziari, si ritiene che gli specifici esempi esplicativi siano utili e di supporto. Sarebbe opportuno che anche per la valutazione delle aziende, gli intangibili e le operazioni di finanza straordinaria vengano inseriti appositi esempi.
- 5) Si ritiene opportuno inserire esempi esplicativi anche per le valutazioni dei beni intangibili (obiettivo deve essere quello di innalzare il grado di comprensione).

## **B) SULLE DEFINIZIONI USATE NEI PIV**

- 6) Il glossario va migliorato. Vi sono alcune inesattezze come ad esempio riga 8674 "*Il flusso di cassa è costituito da costi e ricavi dell'immobile da valutare*".
- 7) In sostituzione del termine "metodica" andrebbe utilizzato più opportunamente il termine "criterio" o "metodologia" quale traduzione del termine inglese "*approach*".
- 8) Il termine "ipotesi" è la corretta traduzione interpretativa del termine inglese "*assumption*". Alcuni preferirebbero il termine assunzione che sembra più forte.

## **C) SUI CONTENUTI DEI PIV**

- 9) Sufficientemente esaustive, anche se si potrebbe prendere in considerazione, nel caso delle imprese in crisi, la configurazione di valore per il creditore terzo, in particolare il creditore chirografario.
- 10) Non si condivide la distinzione tra valutazione “piena” e “limitata”: se il riferimento è alla base informativa (come sembrerebbe), allora questa (valutazione) o è “piena” e, quindi, *affidabile* o è incompleta e, quindi, *inaffidabile*. In alternativa e conformemente con la prassi operativa italiana, si propone di distinguere tra:

- I. **Valutazione attestata;**
- II. **Valutazione non attestata.**

Entrambe andrebbero precedute sempre da un’adeguata attività di verifica e riscontro della base informativa utilizzata (*due-diligence* economico-finanziaria). Ma solo la prima (valutazione attestata) dovrebbe essere certificata da un ente o professionista legalmente riconosciuto (in Italia, società di revisione e/o Dottore Commercialista e Revisore Legale) poiché è solo da essa che i terzi ottengono un’adeguata garanzia legale di affidabilità (tra l’altro, presupposto per il professionista di precise responsabilità civili e penali).

Si ritiene che si possa prendere in considerazione di definire dei Principi specifici (magari semplificati) per le PMI.

- 11) Nessun commento.
- 12) Gli sconti e i premi andrebbero utilizzati solo in via eccezionale ed, in ogni caso, devono essere dettagliatamente motivati. In caso contrario, sono mere correzioni di valore arbitrarie e soggettive derivanti da un approccio euristico.
- 13) Nella valutazione “*asset side*” il valore del debito dovrebbe essere sempre espresso utilizzando il “criterio di mercato”. In particolare, la sua stima deve sempre tener conto della misura della *probabilità di default* del debitore in funzione dell’orizzonte di osservazione (*holding period*).
- 14) A nostro avviso sì, vista la recente introduzione normativa che impatta sia per le quotate sia per le non quotate, seppur con caratteristiche dei due istituti diverse.
- 15) Nessun commento;
- 16) Corretto, anche se in un sistema come quello italiano, soprattutto ai fini fiscali, la forma è sostanza.

17) Nessun commento

#### D) COMMENTI PUNTUALI

##### A) PRINCIPIO - I.3.1. - Costituiscono imprescindibili requisiti soggettivi dell'esperto:

iii) l'oggettività 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;

Necessiterebbe di uno specifico commento

B) PRINCIPIO - I.4.3. - Una valutazione piena è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) fondata su uno svolgimento completo del processo valutativo, attraverso cinque fasi:

i) la costituzione e l'apprezzamento della base informativa;

ii) l'applicazione dell'analisi fondamentale;

iii) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi 469 della valutazione;

iv) l'identificazione dei principali fattori rischio, delle modalità più idonee per il loro trattamento e l'evidenza degli effetti sul risultato della valutazione attraverso analisi di *sensitivity*;

v) la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

*Commento*

• *L'analisi fondamentale ha per oggetto la raccolta e l'esame sistematico di tutti gli elementi informativi necessari all'individuazione degli input richiesti dai metodi di valutazione. L'analisi può riferirsi non solo all'attività reale o finanziaria – o all'entità aziendale – sottoposta a valutazione, ma anche ad attività similari, ove sia utile un apprezzamento comparativo.*

• *L'analisi fondamentale, ha contenuti diversi in relazione alle attività o passività oggetto di valutazione, tuttavia tipicamente include:*

1) *L'analisi documentale;*

2) *L'analisi di contesto;*

3) *L'analisi storica;*

4) *L'analisi prospettica ;*

5) *L'analisi comparativa*

6) *L'esame dei fattori di rischio;*

7) *L'analisi delle variabili di mercato.*

*Il contenuto di queste analisi varia in relazione all'oggetto della valutazione (azienda, bene immateriale, strumento finanziario, bene reale, ecc.).*

A prescindere da come possa variare il contenuto, alcune delle 7 attività prospettate manifestano o ridondanza o inevitabili *overlapping*; in altri termini, potrebbe diventare difficile enunciarle singolarmente separandole le une dalle altre (problema sono *mandatory* o solo esemplificative?).

• È importante rilevare che:

1) *una valutazione piena richiede lo svolgimento completo del processo valutativo in precedenza descritto, partendo dalla costituzione e dall'apprezzamento della base informativa;*

2) *una valutazione piena richiede un'analisi della coerenza complessiva del piano ai fini e nei limiti dell'esercizio valutativo. "Comunque l'analisi del piano aziendale non è da intendersi nella forma di un'attestazione del tipo IASB 3400";*

3) *una valutazione piena è necessaria nelle valutazioni legali.*

L'affermazione al punto 2) ci sembra criptica e riteniamo, vista l'importanza e le implicazioni, che il punto debba essere meglio sviluppato. Non capiamo infatti se con questa frase si voglia dire che le attestazioni del tipo ISAE 3400 sono troppo "blande" o "insufficienti". Ci sembra possibile propendere per questa seconda ipotesi.

Se così è desideriamo richiamare l'attenzione sul fatto che il contenuto di una relazione ex ISAE 3400 comprende, al minimo, quanto segue:

–Titolo

–Destinatario

–Identificazione dell'informativa finanziaria prospettica oggetto di attestazione

–Riferimento all'ISAE 3400

–Dichiarazione attestante la responsabilità del management per l'informativa finanziaria includendo le assunzioni su cui si basa

–Riferimento allo scopo e alla limitata distribuzione dell'informativa

–Negative Assurance sulle ipotesi formulate

–Opinion sulla informativa prospettica finanziaria in base alla quale si attesta che la stessa è stata costruita correttamente a partire dalle ipotesi formulate ed è presentata conformemente a quanto indicato dallo standard di riferimento

–*Caveat*, ovvero avvertimenti appropriati sulle possibilità reali di raggiungimento dei risultati indicati dall'informativa prospettica finanziaria

–Data, firma.

Una quantità corposa ed articolata di informazioni alla quale si aggiunge la lettera di attestazione da parte del management che ha predisposto il piano e che include le sue responsabilità per quanto illustrato nel documento e per le ipotesi ivi formulate. Segnaliamo, peraltro, che il principio ISAE 3400 distingue tra:

- Informazioni prospettiche basate su “*best estimate assumption*” ovvero assunzioni normali relative a eventi futuri ragionevoli e desunti dall’analisi di elementi oggettivi (ie: ordini in portafoglio) → *forecast*

- Informazioni basate su “*hypotetical assumption*” ovvero assunzioni ipotetiche di solito connesse all’avvio di nuove attività o servizi non supportati da dati storici; sono ipotesi di futuri eventi e di azioni del *management* che non sono necessariamente attesi che avvengano → *projection*

Rispetto, invece al punto 3) dei commenti, i PIV dovrebbero, poi, trattare il tema della rinuncia degli incarichi conferiti *ex lege* e le conseguenze per l’oggetto di valutazione.

### **C) punto 1.5.4 riga (651 e ss) pag. 17 rispetto alla completezza: informazione completa o incompleta**

Il punto merita di essere meglio esplicitato. Informazione incompleta è diverso da incompletezza della base informativa. La domanda è chi di voi ha visto basi informative complete? O è in grado di sostenere che fossero tali? Ora, se la base informativa è per forza di cose incompleta, l’informazione che ne deriva come può essere considerata completa? Scritta in questi termini, tutti dovremo dire che ci troviamo di fronte a informazioni incomplete che però hanno un senso. O meglio per definizione le informazioni sono incomplete, dipende a che livello di incompletezza si giunge, ossia sarebbe da identificare una soglia al di sotto della quale c’è incompletezza grave, ovvero ribaltare la questione e definire una soglia minima che consenti di poter sostenere che si è superata la soglia sufficiente per poter essere in linea con il principio.

Questo criterio di *completeness* dell’informazioni ci sembra criticabile. Una base informativa definita *reasonable* rispetto allo scopo avrebbe più senso con tutta la difficoltà di definire cosa è *reasonable* per degli esperti.

### **Linea 656 – 667 - Commento al principio 1.5.4.**

- *L’incompletezza di una particolare informazione è un concetto diverso dall’incompletezza della base informativa. Un’informazione è incompleta quando è limitata ad alcune componenti. Ad esempio, i piani aziendali possono contenere una previsione analitica dei flussi di cassa o di reddito e non uno sviluppo patrimoniale analitico. O ancora i piani possono fondarsi su previsioni analitiche di ricavo, cui vengono tuttavia applicati margini medi per la stima dei risultati reddituali o dei flussi di cassa. Una base informativa è incompleta quando mancano delle informazioni rilevanti. (manca una definizione di informazioni rilevanti).*

- *In presenza di limitazioni, l’esperto deve dichiarare che emette una valutazione limitata e non già una valutazione piena, precisando le informazioni alle quali non si ha avuto accesso e le conseguenti limitazioni dei risultati della stima. In presenza di limitazioni gravi, l’esperto deve rinunciare al mandato. Il tema della rinuncia agli incarichi conferiti *ex lege* non viene trattato in questa sede. (ma è un tema molto delicato)*

In sostanza il problema da definire risiede nel capire e qualificare meglio il concetto di limitazioni tali da dover passare da una valutazione piena a una limitata e, conseguentemente, capire cosa si intende per limitazioni gravi che portano l'esperto a rinunciare; se, ad esempio, ci fossero sole delle gravi limitazioni relative ad una sola fase o a più fasi non sarebbe ipotizzabile di poter rilasciare lo stesso una valutazione limitata?

Altro aspetto rilevante è la base di partenza dei dati, ossia i dati consuntivati alla data della valutazione; questi dati (nella sostanza il Bilancio, o situazione patrimoniale di periodo o bilancio straordinario infrannuale) devono essere oggetto di due diligence (legale, fiscale, contabile?)–asseverazione, quantomeno nelle valutazioni piene ai fini legali???

**D) PRINCIPIO - II.2.15. - L'incarico deve indicare i corrispettivi riconosciuti all'esperto per la valutazione richiestagli**

In ogni caso è da considerare il fatto che i Dottori Commercialisti sulle attività peritali hanno la tariffa a cui fare riferimento, la quale utilizza come parametro per la quantificazione l'importo della valutazione.

**E) ASSUMPTION**

**PRINCIPIO – I.5.5. - La frase “le ipotesi possono riguardare tutti gli input informativi (sia di natura storica, sia di natura corrente, sia di natura prospettica)”** potrebbe lasciare perplessi, in particolare ci si chiede cosa possa significare ipotesi di input informativi di natura storica? Se sono dati storici e riferiti al passato ci si chiede cosa ci sia da ipotizzare? Delle due l'una, o li si prendono in considerazione previa ragionevole verifica e li si usano per il piano o non vengono considerati affidabili e, quindi, non servono in quanto non compatibili con le dinamiche del prossimo futuro (discontinuità) le quali sono sì ipotesi, mentre questi dati non lo sono, in quanto dati storici.

**PRINCIPIO - I.5.6. L'esperto deve sempre mettere in evidenza quattro tipi principali di ipotesi:**

- i) Ipotesi riferite a situazioni ipotetiche (*hypothetical assumptions*), delle quali non è necessariamente attesa la manifestazione, ma che sono coerenti con l'obiettivo della stima;**
- ii) Ipotesi 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;**
- iii) Ipotesi rilevanti (*key assumptions*), che hanno un peso elevato sul risultato finale;**
- iv) Ipotesi sensibili (*sensitive assumptions*), che hanno un'elevata probabilità di subire variazioni nel tempo e che possono avere un effetto rilevante sul risultato finale.**

*Commento*

• *Un esempio di ipotesi relative a condizioni ipotetiche si presenta nel caso della valutazione di società caratterizzate da un rapido sviluppo, ma con limitate disponibilità di capitale (ad esempio perché ancora in fase di start-up). In questi casi la valutazione può essere compiuta considerando i futuri aumenti di capitale e più in generale i futuri round di finanziamento (allo stato solo ipotetici) e senza i quali la società non potrebbe realizzare il proprio piano di sviluppo e dovrebbe quindi essere liquidata. Se la valutazione esclude lo scenario di liquidazione della società, e stima il valore pre-*

money della società come se i futuri aumenti di capitale venissero effettuati, si tratta di una valutazione fondata su una ipotesi riferita a condizioni ipotetiche.

- Un esempio di ipotesi speciale riguarda fatti o condizioni che differiscono da quelle attuali. Ad esempio l'anticipazione di una autorizzazione alla modifica di destinazione d'uso di un terreno. Le ipotesi speciali devono essere rilevanti, realistiche e fondate.
- Un esempio di ipotesi rilevante è ad esempio l'ipotesi di invarianza dello scenario regolamentare per una utilities.
- Le ipotesi sensibili sono una particolare tipologia di ipotesi rilevanti. Queste ultime non sono necessariamente tutte sensibili. Ad esempio l'ipotesi relativa all'aliquota fiscale da applicare ha sicuramente un peso notevole sul risultato finale, ma non è sensibile se non vi sono elevate probabilità che muti nel futuro.
- Una particolare tipologia di ipotesi sensibili riguarda la previsione di condizioni future significativamente diverse da quelle correnti.

Primo aspetto il principio dice che l'esperto deve sempre mettere in evidenza 4 tipi di ipotesi, ma come si vede in determinate situazioni (illustrate di seguito) alcune di queste 4 ipotesi non devono essere prese in considerazione e già questo sembra incoerente; in più ci si chiede se solo queste possano essere le ipotesi ipotizzabili (ci si scusa per il gioco di parole) da parte dell'esperto.

Il tema che si sottolinea, inoltre, è che il concetto di rilevante viene ripreso in ben 3 delle possibili tipologie di ipotesi generando una certa confusione; in più è difficile ipotizzare che un'ipotesi rilevante non sia anche sensibile: ci si chiede, ad esempio, se le ipotesi speciali, per essere tali e vivere di vita propria, debbano non essere rilevanti. A nostro avviso, anche confrontando altri passaggi, come indicato di seguito, in cui si tratta il tema delle ipotesi, sembra che ci siano dei cortocircuiti logici, nelle considerazioni conclusive si propone una possibile modalità alternativa con cui trattare il tema delle assumption.

**PRINCIPIO - IV.7.17. - Quando una particolare ipotesi (*assumption*) ha un effetto non trascurabile (materiale) sul valore stimato in conformità a uno specifico criterio, l'effetto di quell'ipotesi è descritto nella relazione di stima. (Valutazioni ai Fini di Bilancio)**

*Commento*

- I diversi criteri di stima sono variamente esposti agli effetti di una stessa ipotesi (*assumption*). La relazione di stima deve identificare tutte le (*assumption*) rilevanti per ciascun criterio di stima e descriverne gli effetti.

Il tema è quello di capire se il concetto di rilevante qui indicato si sposa con quello elencato nel conceptual frame work (Principio I.5.6.).

**PRINCIPIO - IV.7.11. - Un'altra importante caratteristica delle valutazioni a fini di bilancio è che esse normalmente escludono la possibilità di ricorrere ad *assumption* ipotetiche (ipotesi relative a condizioni che non sussistono alla data della valutazione) o ad *assumption* speciali (ipotesi che un partecipante al mercato non formulerebbe.)**

*Commento*



- Anche quando le configurazioni di valore sono entity specific (come nel caso del valore d'uso) e fanno uso d'informazione privata, l'esperto deve comunque verificare che le proiezioni del management siano ragionevoli e condivisibili per un partecipante al mercato.
- L'esperto deve verificare che le proiezioni non si riferiscano a situazioni ipotetiche che non sono presenti alla data della valutazione.

Rispetto a questo aspetto ci si trova d'accordo e si capisce l'esclusione delle *special assumption* e, in linea teorica, anche delle *assunzioni ipotetiche*; ci si chiede, però, a questo punto quali sono le altre assunzioni possibili? Quelle del management, ma anch'esse devono rientrare nella casistica descritta nel *conceptual framework* e, pertanto, devono essere o rilevanti o sensibili? O sono qualcosa di diverso? Possono, pertanto, esistere altre tipologie di assumption?

## F) INTANGIBILI

**Costi incurabili**, non sembrano che siano definiti in maniera sufficientemente intelligibile, riferimento III.4.8, Righe 4852, 4868-4869.

**Vita Indefinita, III.4.7** **"I beni immateriali possono avere vita indefinita. Nessun bene immateriale può avere vita infinita. Ciò significa che affinché sia conveniente mantenere indefinitamente in vita un bene immateriale è necessario che il costo di manutenzione sia inferiore ai benefici che scaturiscono dalla manutenzione stessa. Ciò normalmente avviene quando l'ammortamento economico del bene (la perdita di valore del bene per via dell'obsolescenza) in ipotesi di assenza di manutenzione è superiore al costo di manutenzione del bene stesso.**

*Commento*

- *L'ammortamento economico è la perdita di valore del bene. Deducendo dal flusso di cassa generato dal bene l'ammortamento economico dell'anno si ottiene il reddito economico del bene: Il reddito economico è pari al prodotto fra il valore del bene (di inizio periodo) e il rendimento atteso (costo del capitale).*
- *Il confronto fra ammortamento economico (in assenza di manutenzione del bene) e costo di manutenzione consente di verificare se il bene è a vita indefinita.*

Non sembra chiaro, in particolare, la parte che più desta perplessità, oltre ai commenti, è il secondo periodo del principio (quello sottolineato): cerchiamo di rappresentare quanto viene scritto.

Costo di manutenzione < benefici della manutenzione stessa - I step, poi si dice questo normalmente avviene quando

Ammortamento economico del bene (senza costi di manutenzione) > costo di manutenzione del bene stesso

Ammortamento economico è la perdita di valore del bene per via dell'obsolescenza

Flusso di cassa del bene ammortizzato (che cosa è? Flusso per calcolare il valore d'uso in caso di *impairment*?) – ammortamento economico = reddito economico del bene = valore del bene (inizio periodo) x rendimento atteso (costo del capitale – WACC??? Ke???)

Proviamo a trarre la conclusione

Se l'ammortamento economico, ossia la perdita di valore a causa dell'obsolescenza è maggiore rispetto ai costi di manutenzione necessari per mantenere lo stato del bene allora il bene è a vita indefinita. Ammesso che questa sia la ricostruzione non ci convince pienamente e gradiremmo un approfondimento ulteriore.

## E) CONSIDERAZIONI GENERALI

Nelle valutazioni delle PMI ci si chiede se sia possibile ipotizzare quale sia la "soglia minima" per poter rientrare nel concetto di valutazione piena, sapendo le problematiche legate sia all'analisi storica, sia alle difficoltà di produrre documentazione prospettica affidabile, sia infine a trovare multipli di transazioni *e/o comparable* quotati effettivamente comparabili. Ossia di valutare se è possibile identificare un set di base informativa minimale ma sufficiente per poter essere all'interno della valutazione piena che è imprescindibile affinché sia anche legale, tematica molto rilevante per i Dottori Commercialisti, vista la tipologia dei clienti e degli incarichi che ne conseguono.

Non sarebbe opportuno identificare una "*soglia minimale*" imprescindibile perché una valutazione sia piena parametrata alle dimensioni (o altri parametri), e questa soglia (sia qualitativa sia quantitativa) cresce al crescere delle dimensioni aziendali?

Per quanto concerne gli esempi da inserire nei PIV si ritiene che si possa prendere spunto dal Commentario Ocse (ad es. exposure draft sugli intangibili) nel quale gli esempi sono dei veri e propri *case history* che permettono di vedere come si passi dal principio all'applicazione all'interno di un determinato contesto cogliendo le implicazioni/soluzioni pratiche da adottare per conciliare principio e applicazione (ad es. quando si parla di intangibili uno dei problemi è quello di distinguere/allocare la parte attribuibile al *know-how* tecnico da quella che fa riferimento al marketing). A tal proposito si ritiene che determinati concetti (es. probability risk neutral) che sono centrali all'interno di alcuni temi fondamentali (tema RAD vs DCE) dovrebbero essere spiegati facendone capire le fondamenta concettuali. I PIV dovrebbero avere anche una funzione "educativa" e, pertanto, anche in questo caso ci vorrebbero esempi chiari. In aggiunta si solleva il tema, ad esempio, della misura del rischio calcolata attraverso il CAPM quando il rischio sistematico è solo una parte (magari piccola) del rischio totale (i PIV parlano di total beta). Ci vorrebbe, anche in questo caso, un esempio chiaro, soprattutto ricordando che spesso, nella prassi professionale, si affrontano casistiche in cui gli investitori sono imprenditori e che, quindi, non necessariamente diversificano il rischio, a differenza dei fondi pensione o dei fondi comuni di investimento che investono in società quotate.

Si ribadisce che nelle 7 fasi che caratterizzano l'analisi fondamentale ci possono essere degli *overlapping* o delle ridondanze; in altri termini, potrebbe essere difficile isolare le 7 fasi in maniera autonoma. E' importante la coerenza logica delle diverse fasi e sarebbe utile avere una elencazione di errori logici diffusi che potrebbero invalidare i risultati del processo di valutazione.

Ci dovrebbe essere una coerenza a livello di trattazione, risulta, pertanto, incoerente che per Immobili e Impianti e Macchinari ci sia un approfondimento molto lodevole ma che non è coerente al livello di approfondimento per le tematiche relative alla valutazione delle aziende, che dovrebbe essere la tematica di maggior rilievo; potrebbe essere vero che in un futuro possano venir emanati specifici principi (IPO, aziende in crisi ecc.) ma se i PIV devono essere il punto di partenza sembra che manchi equilibrio nell'approfondimento e nella trattazione tra le varie fattispecie identificate.

Relativamente alle assunzioni/ipotesi sarebbe opportuno classificarle in base all'impatto potenziale e alla variabilità, in più c'è un aspetto legato al fatto che alcune variabili/ipotesi si possono manifestare in maniera continua e altre in maniera discreta, altre ancora sono on-off. In più, ci sarebbe da valutare bene l'interdipendenze fra le diverse variabili/ipotesi e come trattarle a livello di *sensitivity analysis*.

I PIV cercano di rendere la valutazione d'azienda come se fosse un processo caratterizzato da una serie di fasi; se questo è l'intendimento volto a normalizzare la prassi e a uniformarla, il problema che emerge dalla lettura della bozza è la difficoltà a costruire questo processo; in altre parole, sarebbe opportuno che i PIV fossero più chiari nel definire e illustrare, magari anche grazie a diagrammi di flusso, le diverse fasi indicandone le caratteristiche e gli snodi logici che le caratterizzano.

Potrebbe essere opportuno al fine di uniformare la prassi definire un format per il documento di valutazione così come è stato fatto per la relazione di revisione con o senza richiami di informativa. Esempi specifici di richiami di informativa con le diverse tipologie.

Ci lascia infine perplessi il **PRINCIPIO IV.2.7. L'esperto deve considerare tutta l'informazione rilevante ai fini dell'espletamento del proprio incarico, assegnando maggiore peso all'informazione di fonte esterna ed indipendente.** Tale principio fa riferimento alla valutazioni legali e considerando che dice di attribuire maggior peso all'informativa di fonte esterna ed indipendente (a tal proposito si intende che l'informazione cui assegnare maggior peso sia quella che abbia la caratteristica di essere esterna ed indipendente o esterna o indipendente?) ci si chiede se, in un ambito così delicato, sia effettivamente il migliore approccio, soprattutto quando l'oggetto è una PMI che difficilmente ha qualità informativa interna (sia storica, in alcuni casi e sia prospettica) ed è praticamente certo che non ce ne sia di fonte esterna.

In altri termini, dovrebbe prevalere la qualità dell'informazione a prescindere dalla fonte, ci sembra di poter dire che difficilmente sia ipotizzabile pensare una prevalenza di informazione di fonte esterna rispetto a quella interna quando oggetto di una valutazione legale sia una PMI.

E più in generale sembrerebbe cogliere una trattazione delle problematiche relative alle PMI non sufficientemente contestualizzata alle effettive problematiche che le caratterizzano rispetto a quelle di società quotate o di grandi dimensioni.