



Organismo Italiano di Valutazione

1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28
29
30
31
32
33
34
35
36
37

ED. PIV.01.2013

EXPOSURE DRAFT

PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE (PIV)

Introduzione e PARTE PRIMA LA RETE CONCETTUALE DI BASE (*CONCEPTUAL FRAMEWORK*)

Milano, 20 marzo 2013

38		
39	Indice	Pag.
40		
41	Introduzione	3
42		
43	Sollecitazione lettere di commento	6
44		
45		
46	PARTE PRIMA	
47	LA RETE CONCETTUALE DI BASE (<i>Conceptual framework</i>)	
48		
49		
50	1. La valutazione	7
51	2. La visione professionale di riferimento e i principi applicati	8
52	3. I requisiti dell'esperto e le caratteristiche del lavoro svolto	9
53	4. La base informativa	13
54	5. Le configurazioni di valore ed i loro possibili attributi	16
55	6. Prospettive di valutazione	21
56	7. La data della valutazione	23
57	8. Presupposti della valutazione	25
58	9. Unità di valutazione	27
59	10. Miglior uso possibile di un'attività	28
60	11. Valore sinergico	29
61	12. Costi di negoziazione	29
62	13. Fiscalità	29
63	14. Metodiche di valutazione	30
64	15. Metodica di mercato (<i>market approach</i>)	31
65	16. Metodica dei risultati attesi (<i>income approach</i>)	34
66	17. Metodica del costo (<i>cost approach</i>)	39
67	18. Premi e sconti	41
68	19. I tassi di sconto nelle valutazioni	42
69	20. Tasso di sconto e periodo di riferimento	48
70	21. Metodi e modelli per l'attualizzazione aggiustata per il rischio	
71	(<i>Risk-Adjusted Discounting</i>)	50
72	22. Metodi e modelli per l'attualizzazione dell'equivalente certo	
73	(<i>Discounted Certainty Equivalent</i>)	54
74	23. Metodi di valutazione ibridi	59
75	24. I tassi di cambio nelle valutazioni	60
76	25. GLOSSARIO	62

77 **Introduzione**

78 Le valutazioni costituiscono un importante supporto per assumere decisioni e per assolvere disposizioni di
79 legge, regolamenti o principi contabili. OIV è una Fondazione [*non-profit* e indipendente] che ha come
80 compito primario accrescere la credibilità delle valutazioni e per questa via la fiducia degli utilizzatori
81 finali dei servizi di valutazione (che non necessariamente sono i soli committenti). OIV partecipa in qualità
82 di ente sponsor all'attività di IVSC – l'omologo organismo internazionale – che svolge la stessa attività a
83 livello internazionale.

84 OIV ritiene che l'obiettivo di una accresciuta credibilità delle valutazioni richieda:

- 85 • la emanazione ed il continuo aggiornamento di Principi Italiani di Valutazione (PIV);
- 86 • l'emanazione di guide tecniche per gli esperti di valutazione;
- 87 • la promozione della diffusione delle competenze e dei principi etici degli esperti di valutazione.

88 Le finalità dei Principi Italiani di Valutazione (PIV) sono:

- 89 (a) identificare e promulgare principi comuni per l'assunzione dell'incarico di valutazione e per le
90 modalità di svolgimento di tale incarico;
- 91 (b) identificare gli ambiti che richiedono giudizio da parte dell'esperto e le metodologie comunemente
92 usate quando si valutano i differenti tipi di attività/passività;
- 93 (c) identificare il processo di valutazione più appropriato ed il grado di informazione (disclosure) che
94 deve essere contenuta nel rapporto di valutazione;
- 95 (d) ridurre le diversità nella pratica delle valutazioni favorendo la convergenza di differenti prassi
96 valutative in diversi settori e in diversi campi di specializzazione;
- 97 (e) promuovere la comprensione di tutti i tipi di valutazione identificando e sviluppando principi e
98 definizioni che possano essere di generale applicazione.

99 I principi sono emanati per essere applicati da esperti professionali (dotati di adeguate competenze e
100 capacità); la loro finalità consiste nell'accrescere la fiducia degli utilizzatori finali dei servizi di valutazione.

101 Nello sviluppare i principi OIV:

- 102 (a) segue un *due process* che si fonda su:
 - 103 a. la circolazione riservata ad un gruppo qualificato di *referee* esterni espressione delle
 - 104 principali categorie di esperti e di fruitori delle valutazioni (dottori commercialisti, analisti
 - 105 finanziari, analisti di banche d'affari, operatori del mercato di borsa, direttori
 - 106 amministrativi e finanziari) e delle Autorità (Banca d'Italia, Consob ed Isvap) di una prima
 - 107 bozza dei PIV;
 - 108 b. la pubblicazione sul sito della Fondazione OIV di un *exposure draft* (ovvero della prima
 - 109 bozza dei PIV eventualmente emendata a seguito della circolazione riservata) per la
 - 110 pubblica consultazione. Il pubblico è invitato ad inviare lettere di commento;
- 111 (b) considera la coerenza dei principi con i principi internazionali, i principi di altri standard setter, le
- 112 norme di legge e i principi contabili;
- 113 (c) organizza incontri e tavole rotonde ai quali invita esperti di diversa estrazione per la discussione di
- 114 tematiche che richiedono approfondimenti multidisciplinari o che risultano particolarmente
- 115 controverse.

116 Il piano approvato dal Consiglio dei garanti dell'OIV prevede che i PIV si compongano di quattro parti:

- 117 • Parte Prima. La rete concettuale di base (*conceptual framework*), che comprende il glossario;
- 118 • Parte Seconda. I principi generali di valutazione relativi all’incarico e al processo valutativo;
- 119 • Parte Terza. I principi per la valutazione di specifiche attività/passività (beni immateriali, beni reali,
120 strumenti finanziari, rapporti giuridici, passività finanziarie e potenziali, ecc.) nonché di complessi
121 aziendali in funzionamento e delle interessenze partecipative nei medesimi;
- 122 • Parte quarta. I principi per applicazioni specifiche (particolari aziende e particolari contesti (tra cui
123 le valutazioni di bilancio).

124 Ciascuna delle quattro parti è sottoposta separatamente al *due process*, ma il corpo complessivo dei
125 principi sarà emanato in un’unica soluzione al termine del programma complessivo previsto per l’anno
126 2014. Ciò per rispondere a due principali esigenze:

- 127 • effettuare i necessari riferimenti incrociati e rimandi fra le diverse parti;
- 128 • effettuare eventuali spostamenti di alcune sezioni da una parte all’altra. Quest’ultima esigenza
129 è molto sentita laddove si consideri che i PIV trattano della valutazione di qualsiasi tipo di
130 attività o passività (dalle aziende, ai beni reali, dagli strumenti finanziari ai beni intangibili, dalle
131 passività finanziarie alle passività potenziali) per differenti finalità. Ciò comporta che nella
132 prima parte dedicata alla rete concettuale di base siano sviluppati principi e concetti che più
133 opportunamente potranno essere spostati nelle parti successive.

134 I PIV entreranno in vigore – per una eventuale volontaria adesione – solo con la pubblicazione
135 dell’intero corpo dei principi.

136 I PIV saranno soggetti a periodico aggiornamento.

137

138 * * * *

139 OIV non è una associazione professionale, è una cosiddetta *non-member association* promossa da AIAF,
140 ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC e Università Bocconi. L’adesione ai PIV da parte degli esperti
141 di valutazione è pertanto volontaria. Quando tuttavia l’esperto decide di aderire ai PIV nello
142 svolgimento del proprio incarico di valutazione è chiamato ad esprimerlo mediante apposita
143 dichiarazione nel rapporto di valutazione stesso. L’adesione ai PIV non può essere parziale a meno che
144 non vi siano disposti di legge o regolamentari o norme contabili che giustifichino un allontanamento
145 dai PIV. In questi casi il rapporto di valutazione deve chiaramente spiegare questa circostanza.

146 I PIV sono stati elaborati per non essere in contrasto con i criteri valutativi previsti dalla legge, da
147 regolamenti o da norme contabili, tuttavia poiché leggi, regolamenti o principi contabili evolvono, in
148 nessun modo i PIV si sostituiscono ai vincoli di legge, regolamentari o contabili.

149 Ai sensi dei PIV l’esperto di valutazione può svolgere tre principali tipi di attività:

- 150 (a) una valutazione;
- 151 (b) un parere valutativo (fra cui ricade il c.d. calcolo di valore)
- 152 (c) l’esame di una valutazione (o di un parere valutativo) compiuta(o) da un terzo.

153 La distinzione fra valutazione e parere valutativo fa riferimento al fatto che una valutazione richiede lo
154 svolgimento completo di tutte le fasi di cui si compone il processo valutativo, mentre un parere
155 valutativo può avere per oggetto una o più fasi soltanto del processo valutativo. L'esame di una
156 valutazione (o di un parere valutativo) compiuto da un terzo può riguardare sia l'intero processo
157 valutativo sia la ragionevolezza del risultato raggiunto.

158

159 I PIV identificano cinque fasi del processo valutativo:

160

1. la costituzione e l'apprezzamento della base informativa;

161

2. l'applicazione dell'analisi fondamentale;

162

3. la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della
163 valutazione;

163

4. l'identificazione dei principali fattori rischio e delle modalità più idonee per il loro trattamento;

164

5. la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

165

166

167 L'OIV non ha ancora assunto una posizione definitiva con riguardo a se e quando considerare il "*non*
168 *performance-risk*" nella valutazione di passività. Attualmente gli organismi internazionali preposti alla
169 definizione dei principi di valutazione non hanno posizioni uniformi su questo tema ed è in atto un ampio
170 dibattito al quale OIV intende partecipare. Probabilmente la posizione che verrà assunta non potrà
171 prescindere dal particolare ambito di applicazione cui la valutazione fa riferimento e dagli eventuali principi
172 contabili collegati. **Per questi motivi nei principi che seguono non si assume ancora una posizione univoca**
173 **a proposito dell'inclusione del non-performance risk nelle valutazioni.**

174

175

176 **Si segnala che questa prima parte si presenta in una forma più estesa di quella che**
177 **presumibilmente sarà la versione finale, in quanto alcuni principi e commenti (in**
178 **particolare quelli riguardanti le metodiche di valutazione e i tassi di sconto)**
179 **saranno recepite con maggior dettaglio nelle parti successive e ciò permetterà di**
180 **richiamare nel *conceptual framework* i soli principi di portata più generale. L'OIV**
181 **ha ritenuto comunque opportuno adottare questa forma più estesa in sede di**
182 ***exposure draft* per consentire ai commentatori di fornire indicazioni utili allo**
183 **sviluppo delle parti successive.**

184 **Sollecitazione lettere di commento**

185 OIV invita tutti gli interessati ad inviare le proprie lettere di commento entro il **19 giugno 2013** a:
186 elisa.santi@unibocconi.it indicando nell'oggetto della *email*: **LETTERA COMMENTO PARTE PRIMA PIV.**

187 Le lettere di commento (riportate in allegato alla *email*) devono riportare:

- 188 • L'indicazione del soggetto (persona fisica, ente, associazione, etc.) che formula le osservazioni ed
189 una breve descrizione della Sua specifica competenza nel campo delle valutazioni;
- 190 • I commenti ritenuti utili suddividendoli in:
 - 191 1. commenti di ordine generale;
 - 192 2. commenti specifici;
 - 193 3. dubbi interpretativi;
 - 194 4. contraddizioni evidenziate;
 - 195 5. altre osservazioni

196 Per ciascuna categoria di commenti/osservazioni si richiede di fare riferimento al numero del
197 principio e/o delle righe interessate.

- 198 • Il recapito per un eventuale contatto successivo da parte del gruppo di lavoro OIV;
- 199 • La segnalazione della disponibilità a partecipare ad una tavola rotonda presso la sede dell'OIV
200 [Milano- Università Bocconi]

201

202 Le lettere di commento saranno pubblicate sul sito OIV, dopo la scadenza del 19 giugno 2013. Se per
203 qualunque motivo si desiderasse che la lettera di commento non fosse pubblicata sul sito è opportuno
204 segnalarlo nella lettera di commento stessa.

205 Non verranno considerate le lettere di commento anonime.

206

207

208

209

210

211

212

213

214 **PARTE PRIMA. LA RETE CONCETTUALE DI BASE (*CONCEPTUAL FRAMEWORK*)**

215

216 **La rete concettuale di base contiene i concetti, le definizioni e i principi generali cui fanno**
 217 **referimento i Principi italiani di Valutazione (PIV). La rete concettuale di base è parte integrante**
 218 **dei PIV. La sua conoscenza consente di comprendere meglio i principi che verranno sviluppati**
 219 **nelle parti successive e di interpretarli correttamente . Le indicazioni della rete concettuale sono**
 220 **infatti sovra ordinate ai singoli principi. Devono pertanto essere ricordate e rispettate in sede di**
 221 **applicazione delle linee guida relative a specifici principi di valutazione ed in assenza di principi**
 222 **specifici valgono le indicazioni contenute nella rete concettuale di base.**

223 **Nello sviluppare la propria rete concettuale di riferimento l'OIV ha considerato il *Framework* dei**
 224 **principi internazionali di valutazione (IVS). L'articolazione dei Principi Italiani di Valutazione è**
 225 **ispirata alle stesse logiche, pur prevedendo un maggiore dettaglio.**

226

227 **1. La valutazione**

228

229 **1.1. *La valutazione richiede l'esercizio di un giudizio. Affinché tale giudizio sia fondato su basi solide è***
 230 ***indispensabile che l'esperto disponga di adeguate competenze tecniche, di una buona esperienza***
 231 ***professionale e delle necessarie conoscenze in merito all'oggetto della valutazione, all'eventuale***
 232 ***settore o mercato di riferimento ed alle caratteristiche della valutazione medesima.***

233

234 Commento

235

236 • La valutazione è il processo attraverso il quale un esperto giunge a formulare una motivata
 237 opinione in materia di valore o una conclusione in merito ad un valore. Il processo di valutazione
 238 conduce ad una stima, e non alla rilevazione di un dato di fatto. Il valore finale, ottenuto attraverso
 239 una sintesi dei risultati derivanti dalle analisi quantitative compiute, è influenzato dalle scelte
 240 relative ad ogni fase del processo svolto, che devono rispettare precisi requisiti.

241

242 **1.2. *L'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere:***

- 243 ***a) razionale***
- 244 ***b) verificabile***
- 245 ***c) coerente***
- 246 ***d) affidabile***

247

248 Commento

- 249 • L'attributo della razionalità fa riferimento al fatto che la valutazione deve seguire uno schema
 250 logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica.
- 251
- 252 • L'attributo della verificabilità fa riferimento al fatto che il processo valutativo deve poter essere
 253 dimostrato con riguardo alla provenienza dei dati utilizzati, all'attendibilità ed all'autorevolezza
 254 delle fonti, alla ragionevolezza delle ipotesi assunte, alla correttezza dei passaggi logico-matematici
 255 alla base dei calcoli, alla ragionevolezza delle conclusioni.

256

257 • L'attributo della coerenza attiene al fatto che l'esperto deve – compatibilmente con la natura
258 dell'incarico ricevuto – garantire la corrispondenza più ampia possibile fra *base* informativa,
259 obiettivi della valutazione e risultati conseguiti.

260
261 • L'attributo dell'affidabilità fa riferimento al fatto che l'esperto deve circoscrivere, nei limiti del
262 possibile, la discrezionalità valutativa.

263
264
265
266 **2. La visione professionale di riferimento e i principi applicati**

267
268 **2.1. *Se la circostanza non risulta evidente dal contesto, nella premessa alla valutazione deve essere***
269 ***precisata la visione professionale alla quale quest'ultima si ispira.***

270
271 Commento

272
273 • La rete concettuale e le regole di condotta fissate di seguito si riferiscono alle valutazioni eseguite
274 in ambienti professionali diversi. Si ritiene utile lo sforzo di costruire una comune base di
275 riferimento, pur nel rispetto delle possibili varianti richieste dalle differenti prassi professionali.

276
277 I soggetti interessati alle valutazioni appartengono infatti a raggruppamenti diversi, fra i quali sono
278 da menzionare:

- 279
280 1) i consulenti per operazioni finanziarie appartenenti al mondo delle banche d'affari, oppure alla
281 consulenza non collegata ai servizi di intermediazione;
- 282 2) gli analisti finanziari *sell-side* o *buy-side*;
- 283 3) gli analisti del credito (operanti presso intermediari finanziari o agenzie di *rating*);
- 284 4) i dottori commercialisti, gli esperti contabili e i revisori legali dei conti, che aggiungono alle
285 valutazioni di altra natura quelle specificamente richieste dai principi contabili per la redazione
286 dei bilanci;
- 287 5) gli specialisti in applicazioni matematiche, ad esempio ai fini di valutazioni attuariali o di
288 portafogli assicurativi;
- 289 6) gli specialisti in valutazioni di beni reali (immobili e impianti, macchine e attrezzature, altri beni
290 mobili);
- 291 7) gli specialisti in valutazioni di strumenti finanziari complessi (derivati, strumenti ibridi, altri
292 strumenti finanziari).

293
294 • Qualora la collocazione dell'esperto in una di queste aree non risulti evidente da altri aspetti del
295 contesto, o quando la sua indicazione sia opportuna ai fini di valutazioni effettuate ai sensi di legge,
296 dovrà essere adeguatamente segnalata.

297
298
299 **2.2. *L'esperto deve attestare il pieno rispetto dei PIV, precisando le eventuali eccezioni giustificate dalla***
300 ***presenza di fonti normative e regolamentari sovra ordinate oppure di standard codificati e***
301 ***riconosciuti nell'area professionale di appartenenza. Gli effetti di tali eccezioni devono essere***
302 ***ugualmente precisati.***

303
304 Commento

305

- 306 • È evidente che le valutazioni operate a fini di bilancio, o regolate da disposizioni emanate da
307 Autorità di Vigilanza o altro ente regolatore, oppure disciplinate da norme civilistiche e tributarie,
308 devono essere effettuate nel completo rispetto di quanto previsto da tali regole. Nel sistema dei
309 PIV si tratta di “valutazioni convenzionali”.
- 310
- 311 • Con riferimento alla presenza di altri *standard* professionali codificati e riconosciuti nell’area di
312 appartenenza dell’esperto, dovranno essere menzionate soprattutto le limitazioni o le varianti
313 introdotte rispetto ai PIV, precisandone la natura, la portata e gli effetti.
- 314
- 315

316 **2.3. Quando è noto che la valutazione richiesta può preludere ad altra valutazione, o che può essere**
317 **strumentale ad essa, devono essere indicati i punti di contatto al fine di prevenire errori di utilizzo o**
318 **incoerenze.**

319

320 Commento

321

- 322 • A titolo di esempio, un parere valutativo (come una *fairness opinion*) che veda in un’ottica di
323 mercato un’operazione straordinaria non può essere confuso con una valutazione legale, che tra
324 l’altro può richiedere criteri diversi. Il secondo esperto potrà tuttavia trarre vantaggio dal lavoro del
325 primo, se possono essere resi coerenti, precisandoli, i punti di contatto.
- 326
- 327 • Sempre a titolo di esempio, le perizie relative alle immobilizzazioni materiali compiute dagli
328 appositi specialisti devono essere formulate mettendo in evidenza gli elementi che dovranno
329 essere poi considerati dagli esperti economici per la valutazione dell’azienda. Lo stesso vale per i
330 modelli matematici utilizzati per la valutazione di particolari attività o passività, che devono
331 consentire riscontri di coerenza per ciò che attiene alle ipotesi di base, ai flussi ed ai tassi.
- 332
- 333

334 **3. I requisiti dell’esperto e le caratteristiche del lavoro svolto**

335

336 **3.1. Costituiscono imprescindibili requisiti soggettivi dell’esperto:**

337

338 **a) il rispetto dell’etica professionale;**

339 **b) l’indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;**

340 **c) l’oggettività nella ricerca e nell’acquisizione degli elementi informativi, nelle successive**
341 **elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle**
342 **interpretazioni e dai giudizi personali;**

343 **d) la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo, come pure nella**
344 **verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente il proprio**
345 **mandato;**

346 **e) le doti di professionalità e di competenza tecnica richieste, come pure il livello delle**
347 **conoscenze necessarie allo svolgimento del proprio lavoro.**

348 **Il rispetto di tali requisiti soggettivi deve essere attestato dall’esperto.**

349

350 Commento

351

- 352 • L’osservanza dei requisiti sopra indicati può essere oggetto di una dichiarazione sintetica, che
353 tuttavia deve essere completata da particolari attestazioni. Si sottolinea in proposito quanto segue:

354 1) Con il termine rispetto dell'etica professionale si intende l'adesione al "Code of Ethical Principles
355 for Professional Valuers " dell'IVSC (*International Valuation Standard Council*) o a codici simili
356 emanati da organizzazioni professionali di esperti di valutazione.

357
358 2) La condizione di indipendenza deve essere precisata con riferimento alle caratteristiche del
359 lavoro svolto. Deve essere totale nelle *valutazioni ufficiali*, dove il requisito deve essere
360 soddisfatto senza alcuna condizione o limitazione (alla stregua – ad esempio – di quanto è
361 previsto dai principi di revisione contabile). La condizione di indipendenza deve sussistere anche
362 per le valutazioni libere formulate con equo apprezzamento, mentre nelle *valutazioni di parte*
363 (*proposte valutative* ai fini di un confronto) è previsto che, nel rispetto dei requisiti generali di
364 oggettività e di diligenza, siano valorizzati i profili di interesse del mandante. Comunque, la
365 presenza di eventuali conflitti di interesse (diretti ed indiretti) dell'esperto nell'oggetto della
366 valutazione o nel rapporto di consulenza va resa esplicita.

367
368 La condizione di indipendenza dell'esperto deve essere dichiarata, infine, anche nei pareri
369 valutativi espressi con equo apprezzamento (*fairness opinion*).

370
371 La presenza di ipotetici conflitti diretti o indiretti, per qualsiasi causa, deve essere
372 tassativamente segnalata, precisando le ragioni per le quali l'esperto ritiene che la circostanza
373 non sia di ostacolo allo svolgimento dell'incarico.

374
375 3) La diligenza professionale va attestata con la successiva descrizione delle modalità di
376 svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo;

377
378 4) La presenza delle competenze necessarie allo svolgimento dell'incarico va attestata con una
379 breve presentazione della figura professionale dell'esperto. Nelle *valutazioni*, l'esperto deve,
380 inoltre dichiarare che le informazioni delle quali dispone sono sufficienti a consentirgli di
381 esprimere il giudizio con l'attendibilità richiestagli da tale tipologia di incarico.

382
383 • L'esperto non deve accettare incarichi che non possa svolgere con adeguata competenza e
384 preparazione professionale, o per il quale non possano essere acquisite le informazioni necessarie.

385
386
387 **3.2. L'esperto deve precisare l'origine del lavoro svolto, la portata delle sue analisi (con particolare**
388 **riferimento alla loro natura di valutazione o di parere valutativo oppure di esame svolto da un**
389 **altro soggetto), le modalità di svolgimento delle medesime e il loro possibile utilizzo.**

390
391 **Una valutazione richiede lo svolgimento completo del processo valutativo, attraverso cinque fasi:**

392 **1. la costituzione e l'apprezzamento della base informativa;**

393 **2. l'applicazione dell'analisi fondamentale;**

394 **3. la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della**
395 **valutazione;**

396 **4. l'identificazione dei principali fattori rischio e delle modalità più idonee per il loro trattamento;**

397 **5. la costruzione di una razionale sintesi valutativa.**

398
399 **Un parere valutativo può avere per oggetto una o più fasi soltanto del processo che precede.**
400 **Rientrano fra i pareri valutativi anche gli incarichi di calcolo del valore sulla base di input forniti**
401 **all'esperto.**

402 ***L'esame di valutazioni o pareri valutativi svolti da altro esperto deve essere svolte con le stesse***
403 ***modalità delle valutazioni o dei pareri valutativi.***

404

405 Commento

406

407 • Il lavoro dell'esperto può derivare:

408

409 1) da una missione generale svolta liberamente (ancorché talora in presenza di un contratto), come
410 avviene per le *equity research* di tipo *sell-side*; In questo caso le modalità di svolgimento e di
411 diffusione delle analisi sono fissate, in Italia, dalla CONSOB;

412

413 2) da un mandato specifico, di regola non ripetitivo. In tal caso devono essere precisati:

414 (a) il mandante e i destinatari della valutazione;

415 (b) la portata del mandato, che può avere per oggetto: (1) una *valutazione*, oppure (2) un
416 *parere valutativo*;

417 (c) le modalità di svolgimento del mandato.

418

419

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

424 Nel caso della valutazione di un'azienda, l'analisi fondamentale tipicamente include:

425

426 1. l'analisi strategica a livello di settore di mercato di riferimento e di azienda;

427 2. l'esame dei bilanci, delle situazioni intermedie, della documentazione gestionale, dei
428 comunicati finanziari eventualmente disponibili;

429 3. la formulazione delle previsioni economiche e finanziarie, tenendo conto anche delle proiezioni
430 e dei piani eventualmente disponibili;

431 4. l'esame dei fattori di rischio, ai fini dell'individuazione delle modalità più appropriate per il suo
432 trattamento;

433 5. l'analisi dei dati relativi al quadro economico e al mercato dei capitali, con particolare
434 riferimento ai tassi, alla valutazione di società confrontabili, ai giudizi espressi dagli analisti (se
435 disponibili).

436

437 • È importante rilevare che:

438

439 a) una *valutazione* richiede lo svolgimento completo del processo valutativo in precedenza
440 descritto, partendo dalla costituzione e dall'apprezzamento della base informativa; in tale
441 ambito si distinguono:

442 a₁) le *valutazioni libere*, che producono effetti solo in seguito ad una libera accettazione dei
443 soggetti destinatari;

444 a₂) le *valutazioni ufficiali o convenzionali o legali*, previste in date circostanze dalla legge, e/o da
445 regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti (in particolare per il compimento di
446 alcuni atti o per la definizione di valori convenzionali);

447 a₃) le *proposte valutative (valutazioni di parte)* nell'interesse di particolari soggetti, ai fini di un
 448 confronto di opzioni; per tale caratteristica si differenziano dalle *valutazioni libere* e
 449 soprattutto dalle *valutazioni ufficiali*, sempre composte con *equo apprezzamento*.

450 b) Un *parere valutativo (valuation opinion)* può avere per oggetto una o più fasi soltanto del
 451 processo in precedenza descritto, che devono naturalmente essere precisate. In particolare,
 452 l'analisi può essere limitata all'applicazione della metrica del valore ad una serie di *input* fornita
 453 all'esperto (*calculation engagement*).

454 A seconda delle circostanze, i pareri valutativi possono essere formulati con equo
 455 apprezzamento (*fairness opinion*), oppure per la tutela di interessi si parte ai fini di un
 456 confronto.

457 Va notato che in gran parte dei casi le analisi eseguite per conto dei Consigli di Amministrazione
 458 di società chiamate a deliberare operazioni straordinarie, e da questi ultimi trasmesse alle
 459 assemblee deliberanti, hanno natura di *pareri valutativi* e non già di *valutazioni*.

460 c) I *pareri di congruità* espressi con riguardo ad un risultato predefinito, sottoposto all'attenzione
 461 dell'esperto, hanno anch'essi natura di pareri valutativi, se non coprono l'intero processo di
 462 valutazione descritto in precedenza.

463 • A volte all'esperto può essere richiesto un parere indipendente sulla valutazione svolta da un altro
 464 soggetto (*valuation review*). L'esame può avere per oggetto solo la congruità del risultato finale,
 465 oppure la sua rispondenza a particolari criteri di valutazione, o ancora l'adeguatezza di una o più
 466 fasi del processo valutativo. Anche in questo caso la portata e l'estensione del lavoro svolto devono
 467 essere precisati, assicurando che le modalità applicate siano quelle proprie delle valutazioni o dei
 468 pareri valutativi. Il nuovo esame non comporta dunque semplificazioni di processo rispetto al
 469 precedente, né innalza la qualità intrinseca di quest'ultimo.

470 • Il possibile utilizzo della valutazione è legato:

- 471 1. alla data di esecuzione della medesima;
- 472 2. alle condizioni di validità della stima espressamente indicate;
- 473 3. al quadro di riferimento della valutazione, che può riflettere lo scenario attuale oppure uno
 474 scenario futuro (come avviene quando si stima un *valore potenziale*);
- 475 4. alla presenza di eventuali limiti alla diffusione o all'utilizzo della valutazione.

476
 477
 478
 479 **3.3. Nel caso di valutazioni complesse o che richiedono più competenze disciplinari l'esperto può**
 480 **avvalersi del lavoro di altri specialisti. L'esperto deve tuttavia garantire la coerenza delle stime**
 481 **richieste a terzi con lo scopo del lavoro affidatogli.**

482 Commento

483
 484
 485 • Nell'ambito di valutazioni complesse è naturale che l'esperto si avvalga di competenze di cui non
 486 dispone o per le quali ritiene di non avere sufficienti esperienze. Se l'ausiliario è designato
 487 dall'esperto, questi assume l'impegno di valutarne i requisiti di indipendenza richiesti, la
 488 competenza professionale e la capacità di concorrere in modo coordinato e coerente alla
 489 realizzazione del mandato ricevuto. L'esperto inoltre mantiene la piena responsabilità per
 490 l'esecuzione del mandato stesso. Se l'ausiliario è designato dal mandante, all'esperto è comunque

491 chiesto di verificare la plausibilità dei risultati a lui consegnati e la loro coerenza con gli obiettivi
 492 delle proprie analisi.

493

494 **4. La base informativa**

495

496 **4.1** *La valutazione deve esprimere un giudizio informato. L'esperto deve dunque precisare la base*
 497 *informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate. La base informativa è costituita da*
 498 *dati (di natura privata o pubblica) e da ipotesi. Un giudizio informato presuppone che l'esperto*
 499 *svolga un'analisi della base informativa a disposizione con il necessario spirito critico.*

500

501 Commento

502

503 • Il giudizio dell'esperto deve essere formulato obiettivamente e non deve sovra o sotto
 504 rappresentare il risultato della valutazione, rispetto alla base informativa.

505

506 • L'analisi compiuta dall'esperto deve rivolgersi anche alla coerenza reciproca fra i diversi *input*
 507 valutativi.

508

509 • Lo spirito critico (*professional skepticism*) consiste nell'impegno a svolgere un'analisi fondata su
 510 di un'accurata disamina della base informativa raccolta, per verificare che questa sia formata
 511 dai migliori elementi, ragionevolmente attendibili, alla data della valutazione e che sia adeguata
 512 rispetto all'incarico ricevuto, nonché a valutarne la plausibilità per quanto ragionevolmente
 513 desumibile in base alle proprie conoscenze, alla propria esperienza professionale ed al buon
 514 senso. L'esame critico deve riguardare anche l'attendibilità delle informazioni prospettiche.

515

516 • L'esperto deve garantire per quanto gli è possibile la completezza della base informativa. Il
 517 costo di acquisizione di nuove informazioni non è ragione sufficiente per escluderla. L'esperto
 518 deve raccogliere tutta l'informazione ragionevolmente reperibile ad un costo coerente con
 519 l'incarico ricevuto (dove il costo deve fare riferimento ad una struttura adeguata allo
 520 svolgimento dell'incarico) [confronta paragrafo 7.1]

521

522 • L'ampiezza dell'impegno dell'esperto nei confronti della base informativa dipende
 523 naturalmente dalle caratteristiche del mandato (si veda il principio 3.2 ed il relativo commento)

524

525 • Nel valutare la credibilità e l'affidabilità dell'informazione fornitagli da terze parti o dal
 526 committente l'esperto deve considerare oltre alle caratteristiche del mandato (ed i limiti alla
 527 raccolta di informazioni in esso esplicitate) anche i seguenti aspetti:

528

○ la finalità della valutazione;

529

○ la rilevanza dell'informazione sui risultati della stima;

530

○ la competenza della fonte in relazione alla specifica tipologia di informazione;

531

○ se la fonte è indipendente sia rispetto al committente sia rispetto all'utilizzatore finale
 532 della valutazione;

533

○ se ed in che misura la informazione è di pubblico dominio.

534

535

536 **4.2 Quando sono utilizzate le analisi di altri specialisti, basate su competenze diverse, l'esperto deve**
 537 **esercitare lo spirito critico (professional skepticism) al fine di attestare che a sua conoscenza non vi**
 538 **sono ragioni per dubitare della credibilità e dell'affidabilità della base informativa utilizzata,**
 539 **come pure che non vi sono elementi di contesto tali da far ritenere che il processo svolto e i risultati**
 540 **ottenuti non siano attendibili.**

541
 542 Commento

- Se l'esperto fa uso di specialisti significa di norma che non dispone delle competenze in grado di verificare l'appropriatezza della base informativa utilizzata dagli specialisti stessi. Tuttavia se l'esperto assume i risultati di altri specialisti come input o come parte della propria stima è necessario che comunque verifichi con spirito critico l'assenza di fattori di contesto in grado di far ritenere non ragionevole:

- il processo seguito dallo specialista;
- i risultati cui lo specialista è giunto,

551 al fine di potersi esprimere sull'assenza di ragioni che possano far dubitare della credibilità o
 552 dell'affidabilità dell'informazione usata dagli specialisti.

553 Ai sensi del principio 3.3. l'esperto deve verificare anche la coerenza dei criteri di valutazione
 554 seguiti dagli specialisti con il proprio criterio di stima. Ciò significa ad esempio che l'esperto
 555 deve verificare la coerenza fra i tassi di sconto utilizzati dagli specialisti e i tassi che egli utilizza
 556 nella propria stima o che, sempre a titolo esemplificativo, deve verificare l'eventuale possibilità
 557 di una duplicazione dei flussi utilizzati nella propria stima.

558
 559
 560 **4.3 Nei pareri valutativi che richiedono solo l'applicazione della metrica del valore ("calculation**
 561 **engagement") l'esperto è comunque impegnato a giudicare la coerenza fra gli input valutativi**
 562 **ricevuti, come pure fra questi ed i dati autonomamente raccolti.**

563
 564 Commento

- Vanno ricordati in proposito i commenti al principio 3.2.

565
 566
 567 **4.4. Gli input che compongono la base informativa possono essere classificati:**
 568 **a) rispetto al tempo: in informazione storica, informazione corrente, informazione prospettica;**
 569 **b) rispetto alla data della valutazione e della relazione di stima: informazione alla data di**
 570 **valutazione e informazione relativa ad eventi successivi;**
 571 **c) rispetto all'accessibilità: informazione privata e informazione pubblica;**
 572 **d) rispetto alla fonte: informazione interna (prodotta dall'entità aziendale oggetto di valutazione)**
 573 **e informazione esterna (raccolta sul mercato)**
 574 **e) rispetto alla completezza: informazione completa o incompleta.**
 575 **L'esperto deve illustrare le caratteristiche degli elementi informativi di cui ha fatto uso.**

576
 577 Commento

- 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. Una base informativa è incompleta quando mancano delle informazioni rilevanti.

584
585
586
587
588
589
590
591
592
593
594
595
596
597
598
599
600
601
602
603
604
605
606
607
608
609
610
611
612
613
614
615
616
617
618
619
620
621
622
623
624
625
626
627
628
629

- In presenza di limitazioni, l'esperto deve dichiarare che emette un *parere valutativo* e non già una *valutazione*, 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.

4.5 *Le ipotesi che l'esperto formula o che fa proprie nell'esercizio del proprio giudizio informato rappresentano normalmente la forma attraverso la quale l'incertezza entra nella valutazione. Le ipotesi possono riguardare tutti gli input informativi (sia di natura storica, sia di natura corrente, sia di natura prospettica). Le ipotesi devono essere ragionevoli ed essere adeguatamente giustificate. La solidità della giustificazione deve essere persuasiva.*

4.6 *L'esperto deve sempre mettere in evidenza quattro tipi principali di ipotesi:*

- Ipotesi relative a situazioni ipotetiche (hypothetical assumptions), delle quali non è necessariamente attesa la manifestazione, ma che sono coerenti con l'obiettivo della stima;*
- 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;*
- Ipotesi rilevanti (significant assumptions), che hanno un peso elevato sul risultato finale;*
- 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 in un quadro *pre-money* (prima del finanziamento da parte di un terzo) o *post-money* (successiva al finanziamento del terzo). La valutazione *post-money* può essere richiesta per mostrare la creazione di valore che la società sarebbe in grado di generare grazie alla raccolta di nuovi fondi, a prescindere dal fatto che esistano o meno concrete soluzioni finanziarie. La valutazione *post-money* fa appunto uso di ipotesi relative a condizioni ipotetiche.
- Un esempio di ipotesi speciale riguarda l'assunzione di uno scenario macroeconomico non coerente con quelli fornite da fonti indipendenti autorevoli oppure ipotesi di dinamica della domanda degli specifici prodotti/servizi dell'impresa non coerenti né con la storia passata né con la dinamica attesa di contesto.
- 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.

630 **4.7** *L'analisi della base informativa deve essere coerente con: (a) la scelta dei percorsi valutativi; (b) la*
 631 *configurazione di valore ricercata; (c) la finalità della stima. Essa può dunque condizionare le scelte*
 632 *relative alle fasi successive del processo valutativo.*

633

634 Commento

635

636 • In sede di analisi della base informativa l'esperto può trovarsi a dover risolvere alcuni *trade-off* in
 637 termini di rilevanza economica dell'informazione rispetto alla sua affidabilità. Ad esempio,
 638 all'aumentare dell'estensione temporale dell'orizzonte di previsione esplicita aumenta l'incertezza
 639 che grava sulle stime (maggiore estensione temporale = minore affidabilità). Tuttavia in taluni
 640 settori a lungo ciclo d'investimento o soggetti a dinamica ciclica le previsioni a breve termine non
 641 sono economicamente rilevanti.

642

643 • L'analisi della base informativa conduce l'esperto ad identificare anche i percorsi valutativi più
 644 affidabili. Ad esempio nella valutazione di una *start-up*, tenendo conto della scarsa affidabilità
 645 dell'informazione prospettica, l'esperto può ritenere opportuno adottare come soluzione principale
 646 il metodo del costo.

647

648

649 **5. Le configurazioni di valore ed i loro possibili attributi**

650

651 **5.1.** *L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le*
 652 *differenze fra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della sua stima.*

653

654 Commento

655

656 • Prezzo, costo e valore sono tre grandezze economiche di base:

657

658 a) Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o
 659 finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che
 660 incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività;

661

662 b) Il costo indica l'ammontare delle risorse utilizzate per acquisire o per realizzare l'oggetto della
 663 valutazione. Rappresenta una grandezza empirica suscettibile di rilevazione, sulla base dei prezzi
 664 sostenuti e delle quantità di fattori impiegate. Il prezzo è legato al costo poiché il prezzo pagato
 665 per acquisire un'attività costituisce il costo per l'acquirente.

666

667 In presenza di limitazioni informative la determinazione del costo effettivamente sostenuto
 668 (*costo storico*) può richiedere la stima di alcuni elementi, senza peraltro perdere la sua natura di
 669 grandezza empirica. Tale natura permane anche nel caso della determinazione del *costo di*
 670 *riproduzione* o di *sostituzione* (o di *rimpiazzo*), cioè dell'onere da sostenere per creare oggi
 671 un'attività reale o finanziaria del tutto simile a quella da valutare, o ad essa equivalente per
 672 utilità offerta.

673

674 c) Il valore non è una grandezza empirica ma il risultato di un apprezzamento che può avere per
 675 oggetto:

676

677 c₁) il *prezzo più verosimile* da sostenere per l'eventuale acquisizione dell'attività reale o
 678 finanziaria (*valore di mercato, o di scambio*);
 679 c₂) i *benefici economici offerti* dall'attività medesima ad un generico operatore presente sul
 680 mercato (*valore intrinseco*) oppure al particolare soggetto che attualmente la detiene o che
 681 potrà detenerla (*valore d'investimento*).

682

683 **5.2. Esistono sei configurazioni di valore di riferimento:**684 **a) valore intrinseco o fondamentale;**685 **b) valore di mercato;**686 **c) valore d'investimento**687 **d) valore negoziale equitativo;**688 **e) valore convenzionale (o speciale);**689 **f) valore di smobilizzo.**

690

691 **5.3. Il valore intrinseco (o fondamentale) di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale)**
 692 **esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e**
 693 **in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione**
 694 **dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi.**

695

696 Commento

697

698 • Il valore intrinseco (chiamato frequentemente *valore economico del capitale* nel caso delle aziende)
 699 è frutto dell'analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la
 700 quantificazione degli *input* (in particolare del tasso), richiede la stima dei benefici economici (dei
 701 flussi di risultati nel caso delle aziende) e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato.

702

703 In un mercato razionale operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa, il
 704 valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nei prezzi, e dunque nel valore di mercato. In presenza di
 705 asimmetrie informative, di turbamenti e di spinte non razionali di mercato (sperimentate più volte
 706 nel recente passato, anche per periodi estesi), i prezzi – e dunque i valori di mercato – possono
 707 scostarsi in misura anche rilevante dai valori intrinseci; possono, cioè, non essere coerenti con i
 708 “*fondamentali*” noti all'esperto o al mercato nel suo insieme.

709

710 La prima circostanza può verificarsi, ad esempio, quando l'esperto è a conoscenza di un piano, di
 711 sviluppo o di ristrutturazione, non ancora noto nei dettagli al mercato (e che dunque non può
 712 essere scontato nei prezzi, soprattutto meno vicini nel tempo). La seconda, quando il mercato per
 713 qualsiasi motivo non è in grado di operare in modo ordinato e razionale. In tale ipotesi, pur
 714 dovendo l'esperto prendere atto dei prezzi fatti e fattibili, il richiamo ai valori intrinseci (che in
 715 molti casi è un “*richiamo ai fondamentali*”) può essere prezioso per promuovere una maggiore
 716 consapevolezza, quanto meno informando gli operatori della presenza sul mercato di scarti non
 717 giustificabili razionalmente.

718

719 • Si ricorda che un mercato è ordinato quando dispone di condizioni strutturali e funzionali idonee a
 720 favorire un incontro continuo e regolare, senza tensioni, fra domanda e offerta. Un mercato è
 721 trasparente quanto il suddetto incontro avviene a prezzi che tengono conto di tutti gli elementi
 722 informativi rilevanti, poiché questi sono in possesso di ogni operatore attivo.

723

724 **5.4. Il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) è il prezzo al quale**
 725 **verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento, in un mercato**

726 ***ordinato e trasparente fra soggetti indipendenti che operano in modo razionale, senza essere***
 727 ***esposti a particolari pressioni.***

728
 729 Commento

- 730
- 731 • Il valore di mercato (o di scambio) postula, tra l'altro, la razionalità dei prezzi fatti e la possibilità di
 - 732 trarne indicazioni concrete, mediante l'analisi fondamentale, per la stima dei prezzi fattibili. Le
 - 733 condizioni di razionalità e di trasparenza informativa del mercato dovrebbero inoltre assicurare la
 - 734 convergenza dei prezzi fattibili verso il valore intrinseco.
 - 735
 - 736 • Se il mercato è turbolento e soggetto a spinte non razionali, la stima del valore di mercato diviene
 - 737 più complessa ed è ancorata in modo molto stretto alla data di riferimento; inoltre possono
 - 738 verificarsi scostamenti anche rilevanti dal valore intrinseco. Sono perciò configurabili anche valori di
 - 739 mercato attesi per scadenze più lontane, in uno scenario modificato, e dunque più vicini al valore
 - 740 intrinseco. È quanto si verifica ad esempio con i *target price* indicati nelle *equity research* degli
 - 741 analisti.
 - 742

743 ***5.5. Il valore d'investimento esprime i benefici offerti da un'attività reale o finanziaria (o di un'entità***
 744 ***aziendale) al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a***
 745 ***puro scopo d'investimento.***

746
 747 Commento:

- 748 • Il valore d'investimento è strettamente collegato, per un verso, alle particolari caratteristiche
- 749 dell'attività reale o finanziaria (o dell'entità aziendale) e, per altro verso, alle particolari
- 750 caratteristiche del suo detentore, attuale o futuro. Si tratta dunque di un *valore soggettivo*, che può
- 751 mutare a seconda del soggetto al quale è riferita l'analisi.
- 752 • In particolare il valore d'investimento può tenere conto di particolari sinergie, dovute
- 753 all'associazione con altre attività reali o finanziarie, oppure alla presenza di benefici speciali per un
- 754 particolare detentore.
- 755 • Lo sconto fra *valore di mercato* e *valore d'investimento* è all'origine dell'incentivo per gli operatori a
- 756 rendersi parte attiva sul mercato.
- 757

758 ***5.6. Il valore negoziale equitativo di un'attività finanziaria o reale (o di una entità aziendale) esprime il***
 759 ***prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra***
 760 ***due o più soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in***
 761 ***modo equo i rispettivi interessi.***

762
 763 Commento

- 764 • Il valore negoziale equitativo è un *fair price* fra due o più soggetti specificamente identificati. Si
- 765 tratta dunque di un *valore soggettivo*. Esso differisce dal valore di mercato perché considera gli
- 766 specifici benefici delle parti. La sua stima è richiesta, ad esempio, per finalità di garanzia societaria
- 767 nel caso di operazioni fra parti correlate.
- 768
- 769 • I principi di valutazione internazionali chiariscono come tale valore (qui chiamato negoziale
- 770 equitativo e che essi definiscono *fair value*) sia diverso dal valore di mercato (*market value*). Il *fair*
- 771 *value* (valore negoziale equitativo) richiede la stima di un prezzo equo per due parti identificate,
- 772 per le quali occorre considerare i rispettivi vantaggi e svantaggi rivenienti dall'operazione. Il valore
- 773 di mercato esclude invece qualsiasi vantaggio che non sia accessibile a tutti gli operatori attivi.
- 774
- 775 • Il valore negoziale equitativo così definito non coincide con il *fair value* disciplinato dall'IFRS 13
- 776 (nonostante l'omonimia in lingua inglese). Il *Framework* IVS precisa inoltre che la configurazione di
- 777 valore che più approssima il *fair value* IAS/IFRS è il valore di mercato (*market value*).

778

779

5.7. Un valore convenzionale discende dall'applicazione degli criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione. La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi.

782

783 Commento

784

- Sono esempi di questa figura:

786

1) i valori di bilancio, derivanti dall'applicazione di certi principi contabili (*fair value, valore recuperabile o il costo di sostituzione, ecc.*);

788

2) i valori risultanti dall'applicazione dei criteri previsti dalla legge per particolari operazioni straordinarie (oggetto delle *valutazioni legali*);

789

3) i valori risultanti da norme tributarie;

791

4) i valori risultanti dai criteri fissati dagli enti regolatori;

792

5) i valori risultanti da particolari pattuizioni contrattuali.

793

794

795

5.8. Il valore di smobilizzo è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo

796

d'investimento.

797

798 Commento

799

- Di solito il valore di smobilizzo emerge quando non è rispettata la conclusione naturale dell'investimento (ad esempio perché si alienano attrezzature che erano state acquisite per un utilizzo indefinito); quando si accelerano i tempi, risentendo delle condizioni di liquidità del mercato (come avviene nelle vendite effettuate in tempi rapidi, indipendentemente dal motivo); quando viene modificata la fisionomia dell'oggetto della valutazione per favorirne la cessione (come avviene quando si fraziona un immobile o un complesso industriale).

806

- Il *valore cauzionale* è uno speciale valore di smobilizzo definito *ex ante*, tenendo prudenzialmente conto, di regola, anche delle fluttuazioni dei prezzi di mercato.

807

808

809

810

5.9. La stima di una qualsiasi delle configurazioni di valore precedenti può caratterizzarsi per la diversa natura dei benefici futuri attesi presi in considerazione. Le configurazioni di valore sono pertanto meglio qualificate se si chiariscono anche gli attributi di valore che essi esprimono. Gli attributi di valore sono quattro

811

a) valore in atto;

815

b) valore potenziale;

816

c) valore oggettivo;

817

d) valore soggettivo.

818

819 Commento

820

- Per comprendere il ruolo degli attributi, si consideri ad esempio quanto segue. Ad esempio il valore di mercato (in relazione alla particolare fase che il mercato sta attraversando) può catturare solo i benefici economici dell'attività reale o finanziaria che si stanno già manifestando o che si potranno manifestare per effetto di azioni già intraprese (esprimendo così un valore in atto) oppure considerare anche sviluppi futuri relativi ad azioni ancora da intraprendere (esprimendo così un valore potenziale); o ancora può essere riferito a condizioni di mercato realizzabili in un certo orizzonte temporale (esprimendo così un *target price*); infine può esprimere un valore oggettivo o

821

822

823

824

825

826

827 un valore soggettivo (in quest'ultimo caso quando il valore di mercato coincide con il valore
828 d'investimento: si pensi al caso in cui oggetto di valutazione sia un titolo di minoranza oggetto di
829 OPA da parte di uno specifico soggetto).

830

831 **5.10. Il valore in atto tiene conto dei benefici economici dell'attività reale o finanziaria che già si stanno**
832 **manifestando, o che potranno manifestarsi per effetto di azioni già intraprese. Si contrappone al**
833 **valore potenziale, che tiene invece conto anche di possibili sviluppi futuri, per effetto di azioni**
834 **ancora da intraprendere.**

835

836

837 Commento

838

839 • La differenza fra i due attributi di valore è dovuta al fatto che mentre nel primo caso i benefici
840 economici dovrebbero fluire senza richiedere interventi che non siano di ordinaria gestione, nel
841 secondo è attesa l'introduzione di misure innovative. Ad esempio il *valore d'uso* degli IFRS esprime
842 un valore in atto, in quanto il principio contabile IAS 36 richiede espressamente che nella sua
843 determinazione vengano sterilizzati gli effetti degli investimenti di espansione e di
844 razionalizzazione.

845

846 • A seconda che si tratti di misure già individuate con sufficiente accuratezza, oppure intraviste solo
847 genericamente, il valore potenziale può essere più o meno controllabile.

848

849 • La linea di demarcazione tuttavia non è sempre tracciabile con precisione, soprattutto nel caso dei
850 valori di mercato. Questi ultimi sono riferiti ad una data precisa ed hanno dunque caratteristiche di
851 attualità. Tuttavia possono incorporare dalle aspettative generiche, come normalmente avviene sia
852 nei mercati finanziari, sia in altri mercati (come quello immobiliare). Tuttavia è evidente, ad
853 esempio, che un *target price* è un valore di mercato potenziale, che si reputa raggiungibile in un
854 certo arco di tempo.

855

856 • Il valore d'investimento è per definizione potenziale. Le altre configurazioni possono riferirsi
857 alternativamente a valori in atto o potenziali, a seconda del modo in cui sono espressi i benefici
858 economici e i rischi.

859

860 **5.11. Un valore oggettivo è riconoscibile da qualunque operatore attivo sul mercato. Un valore**
861 **soggettivo è riconoscibile solo da un particolare detentore dell'attività reale o finanziaria oggetto**
862 **di valutazione o da un terzo potenzialmente interessato ad effettuare un investimento connesso a**
863 **quest'ultima.**

864

865 Commento

866

867 • Un valore di mercato è per definizione un valore oggettivo, mentre i valori intrinseci, quando si
868 allontanano dal valore in atto, tendono ad essere di natura soggettiva. I valori d'investimento e i
869 valori negoziali equitativi sono per definizione soggettivi.

870 • Una figura particolare di valore soggettivo è il *valore d'uso*, che esprime l'utilità riveniente a chi
871 dispone dell'attività reale o finanziaria utilizzandola nelle condizioni di fatto esistenti.

872

873

874

875

876

877 **6. Prospettive di valutazione.**

878

879 **6.1. Ogni valutazione deve esplicitare oltre alla configurazione di valore anche la prospettiva di**
880 **valutazione adottata. Al riguardo si distinguono due diverse prospettive:**

881

• **la prospettiva degli operatori partecipanti al mercato;**

882

• **la prospettiva di uno specifico soggetto (che attualmente detiene il controllo dell'attività, o terzo**
883 **potenzialmente interessato ad effettuare un investimento connesso a quest'ultima).**

884

885 Commento

886

887 • L'esigenza di esplicitare la prospettiva di valutazione discende dall'assunto che uno stesso bene
888 possa assumere un diverso valore in relazione al soggetto che ne esercita il controllo. La
889 valutazione deve rispondere all'interrogativo: "valore per chi?"

890

891 **6.2. I partecipanti al mercato sono i potenziali acquirenti/venditori di un'attività in grado di garantirne**
892 **il miglior uso possibile. Quando si adotta la loro prospettiva di valutazione, occorre escludere dalla**
893 **stima quell'insieme di elementi che sono specifici del soggetto che detiene il controllo dell'attività**
894 **reale o finanziaria da valutare.**

895

896 Commento

897

898 • Non è necessario che esista un mercato attivo dell'attività, può trattarsi anche di un mercato
899 potenziale (o ipotetico). I partecipanti al mercato non sono soggetti identificati nominativamente,
900 ma identificabili nei loro profili tipici essenziali (ad esempio acquirenti strategici o finanziari,
901 concorrenti diretti o società di settori correlati, imprese domestiche o multinazionali, etc.). Quando
902 si fa riferimento ad un ipotetico mercato, anche i partecipanti al mercato sono ipotetici, pur
903 essendone descritti i profili tipici essenziali.

904

905 • I principi internazionali di valutazione (IVS) definiscono i partecipanti al mercato al paragrafo 10
906 dell' *IVS Framework*: "I riferimenti negli IVS ai partecipanti al mercato sono all'insieme di individui,
907 società o altre entità che sono coinvolte in transazioni correnti o che stanno valutando di entrare in
908 transazioni per un particolare tipo di attività. La volontà di negoziare ed ogni altra propensione
909 attribuita ai partecipanti al mercato sono tipiche di quei compratori e venditori, o di quei compratori
910 o venditori potenziali, attivi nel mercato alla data della valutazione, non quelle di nessun particolare
911 individuo o entità"

912

- I principi contabili internazionali(IFRS) definiscono così i partecipanti al mercato (IFRS 13. 22 e 23):
"22 Un'entità misurerà il fair value di un'attività o di una passività formulando ipotesi che
sarebbero usate dai partecipanti al mercato quando dovessero prezzare l'attività o la passività,
sulla base dell'ipotesi che i partecipanti al mercato agiscano nel proprio migliore interesse
economico.

23 Nello sviluppare quelle ipotesi un'entità non deve necessariamente identificare specifici
partecipanti al mercato. Piuttosto, l'entità identificherà le caratteristiche che distinguono i
partecipanti al mercato genericamente, considerando i fattori specifici relativi ai tutti i
seguenti aspetti:

- (a) *l'attività o la passività;*
- (b) *il mercato principale (o più vantaggioso) per l'attività o la passività; e*
- (c) *I partecipanti al mercato con i quali l'entità entrerebbe in una transazione in quel mercato."*

- 915 • L'articolazione dell'analisi da compiere per l'identificazione dei partecipanti al mercato è da
 916 effettuarsi avendo riferimento a quattro principali domande:
- 917 ○ Domanda 1. Quali sono i mercati potenziali di vendita dell'attività e qual è il mercato
 918 principale o più vantaggioso?
 - 919 ○ Domanda 2: Qual è il migliore uso possibile dell'attività?
 - 920 ○ Domanda 3: Chi sono i partecipanti al mercato potenziali e quali sono le loro caratteristiche
 921 distintive ?
 - 922 ○ Domanda 4: Come confrontare le caratteristiche dei partecipanti al mercato rispetto a
 923 quelle della specifica entità che detiene il controllo dell'attività ?

6.3. *La prospettiva di uno specifico soggetto deve considerare tutti quei fattori che accrescono o riducono il valore e che non sono estendibili ai partecipanti al mercato.*

Commento

- 924 • Fra i fattori che accrescono il valore, vi sono ad esempio: le sinergie speciali che lo specifico
 925 soggetto è in grado di realizzare dall'uso congiunto dell'attività con altre già controllate; i benefici
 926 fiscali; la capacità di sfruttamento dell'attività non disponibili a terzi; i diritti legali. Fra i fattori che
 927 riducono il valore, vi sono ad esempio: un uso dell'attività che non corrisponde al suo possibile
 928 miglior uso; capacità manageriali inadeguate; incapacità di adeguato sfruttamento delle
 929 potenzialità dell'attività; gravami fiscali; restrizioni legali. In relazione allo scopo dell'incarico la
 930 valutazione nella prospettiva di uno specifico soggetto può considerare la avversione al rischio del
 931 soggetto anziché quella media del mercato.
- 932
- 933 • Se i partecipanti al mercato sono acquirenti strategici, è probabile che anch'essi siano in grado di
 934 realizzare sinergie utilizzando l'attività congiuntamente ad altre già sotto il loro controllo. Le
 935 sinergie realizzabili dai partecipanti al mercato sono "sinergie universali". Le "sinergie speciali" sono
 936 le sinergie specifiche che un soggetto identificato (il soggetto che detiene il controllo dell'attività o
 937 un soggetto terzo) è in grado di realizzare in aggiunta alle sinergie universali.
- 938
- 939 • Tanto le sinergie universali, quanto le sinergie speciali possono tradursi in benefici diretti in capo
 940 alla specifica attività o in benefici indiretti in capo ad altre attività detenute dallo specifico soggetto.
 941 Le sinergie realizzabili in capo alla specifica attività (benefici diretti) sono sinergie divisibili (poiché
 942 di esse godono anche i soggetti che non detengono il controllo dell'attività, ad esempio i soci di
 943 minoranza quando l'attività è costituita da un'azienda in forma di società autonoma); le sinergie
 944 realizzabili in capo ad altre attività (benefici indiretti) sono sinergie indivisibili (poiché di esse gode il
 945 soggetto che detiene il controllo delle altre attività).
- 946
- 947 • Nella valutazione di un progetto di investimento l'esperto può ritenere opportuno considerare un
 948 premio per il rischio differente da quello medio di mercato per progetti analoghi, per riflettere
 949 l'avversione al rischio dello specifico soggetto tenuto anche conto delle conseguenze
 950 dell'investimento in caso di insuccesso.

951
952
953
954
955
956
957
958
959
960
961
962
963
964
965
966
967
968
969
970
971
972
973
974
975
976
977
978
979
980
981
982
983
984
985
986
987
988
989
990
991
992
993
994
995
996
997
998

7. La data della valutazione

7.1. *La data della valutazione definisce il momento temporale al quale è riferita la stima. Assume rilievo perché la valutazione deve riflettere i fatti e le circostanze riferibili a quella specifica data, che talora possono modificarsi anche significativamente in un intervallo di tempo molto ristretto. La data della valutazione definisce anche i dati disponibili per la stima.*

Commento

- Poiché una stima di valore è funzione dell'informazione disponibile alla data della valutazione, questa deve sempre essere esplicitata in qualsiasi stima. Naturalmente l'informazione è anche funzione della base informativa accessibile all'esperto. Così ad esempio due esperti l'uno che ha accesso solo ad informazione pubblica e l'altro che ha accesso anche ad informazione privata possono giungere a risultati significativamente diversi fra loro pur assumendo la stessa data di valutazione. L'esperto deve anche esplicitare se esiste asimmetria informativa alla data della valutazione fra *input* di fonte interna ed *input* di fonte esterna e se tale asimmetria potrebbe modificare i risultati.
- La data della valutazione è diversa dalla *data di redazione* del rapporto di valutazione. La data di redazione del rapporto di valutazione è sempre successiva alla data di valutazione, poiché il processo di stima richiede tempo per essere svolto. Le informazioni che si rendono disponibili fra la data di valutazione e la data di redazione del rapporto di valutazione rappresentano eventi successivi alla data di valutazione, ovvero eventi (attesi o inattesi) manifestatisi dopo la data di valutazione ma prima della stesura del rapporto di valutazione. La possibilità di far uso dell'informazione che si rende disponibile fra la data della valutazione e la data della redazione della stima è funzione di tre elementi: (a) della configurazione di valore (e degli eventuali limiti di legge); (b) della finalità della stima; (c) dell'esigenza di ricomporre l'asimmetria fra informazione privata e informazione pubblica.
- Molte volte l'informazione pubblica può essere reperibile solo sostenendo dei costi (di ricerca autonoma di dati, di acquisto di basi dati, etc.). L'esperto deve raccogliere tutta l'informazione ragionevolmente reperibile ad un costo coerente con l'incarico ricevuto (dove il costo deve fare riferimento ad una struttura adeguata allo svolgimento dell'incarico).

7.2. *Sono identificabili due diverse tipologie di valutazione in relazione all'ampiezza dell'orizzonte temporale che intercorre fra la data della valutazione e la data di redazione della stima. Una valutazione è contemporanea o retrospettiva quando si riferisce a fatti e circostanze vicini alla data di redazione della stima oppure del passato.*

Commento

7.3. La valutazione retrospettiva è una stima compiuta avendo riguardo ad una specifica data del passato, assumendo le sole informazioni (storiche e prospettive) disponibili all'epoca. La valutazione contemporanea riguarda una stima compiuta avendo come riferimento una data di valutazione ragionevolmente ravvicinata. *Tutte le valutazioni – contemporanee o retrospettive – devono sempre*

999 ***considerare l'incertezza concernente il futuro. Quando alcune variabili incerte sono sostituite da***
 1000 ***variabili predefinite, la valutazione è basata su situazioni ipotetiche (hypothetical assumptions).***
 1001 ***Queste ultime devono essere precisate.***

1002
 1003 Commento

- 1004
- 1005 • All'esperto possono ad esempio essere richieste valutazioni che considerino come realizzati
- 1006 eventi futuri ancora incerti (ad esempio una valutazione che considera una combinazione con
- 1007 un'altra impresa ancora da realizzare, la sottoscrizione di un aumento di capitale ancora da
- 1008 deliberare, etc.) o che assumano scenari predefiniti; o viceversa valutazioni che escludano gli
- 1009 effetti di eventi futuri possibili. In tutti questi casi si tratta di valutazioni fondate su ipotesi che
- 1010 si riferiscono a situazioni ipotetiche. L'esperto deve esplicitare se la valutazione è stata
- 1011 compiuta assumendo delle condizioni ipotetiche.
- 1012
- 1013 • L'esperto deve sempre raggiungere una conclusione che consideri l'incertezza insita nella base
- 1014 informativa, nelle metodologie e nei risultati delle stime svolte. Anche quando la valutazione si
- 1015 fonda sul criterio del costo, l'esperto deve comunque considerare l'incertezza riguardante il
- 1016 futuro in termini di obsolescenza tecnica, funzionale o economica.
- 1017
- 1018 • L'incertezza riguarda eventi possibili che hanno effetti sull'oggetto della valutazione, ma di cui
- 1019 non è certa né l'effettiva manifestazione, né la data di eventuale realizzazione, nonché i limiti,
- 1020 le approssimazioni e gli elementi di soggettività che caratterizzano inevitabilmente i metodi di
- 1021 reperimento e di analisi della base informativa. Il livello di incertezza di un evento è associato a
- 1022 una probabilità, che il valutatore assegna al suo verificarsi in ciascuna delle date possibili. La
- 1023 distinzione intuitiva tra "eventi ragionevolmente prevedibili" ed "eventi inattesi" corrisponde a
- 1024 distinguere tra eventi con probabilità significativa di realizzarsi ed eventi con probabilità molto
- 1025 bassa.
- 1026
- 1027 • Quando si è in presenza di eventi futuri i cui impatti possono essere anche molto rilevanti, ma
- 1028 per i quali è difficile effettuare una ragionevole stima della probabilità di manifestazione e/o
- 1029 degli impatti e/o della data di manifestazione, l'incarico di stima può prevedere esplicitamente
- 1030 che l'esperto non consideri (o consideri integralmente) l'effetto dell'evento. Ciò perché ad
- 1031 esempio la stima di valore è funzionale alla formazione di un prezzo che prevede poi un
- 1032 meccanismo di aggiustamento a seguito di eventi futuri (ad esempio per il tramite di clausole di
- 1033 *earn-out* o di *claw-back*).
- 1034
- 1035 • Eventi futuri incerti ad impatto rilevante possono anche riguardare le condizioni necessarie a
- 1036 garantire la realizzabilità finanziaria di un piano (ad esempio la realizzazione di un aumento di
- 1037 capitale, il rinnovo di una linea di credito, etc.) e/o la stessa continuità aziendale. L'esperto
- 1038 deve quindi esplicitare in forma chiara se ha considerato le probabilità di manifestazione di tali
- 1039 eventi nella propria stima o se viceversa ha considerato tali eventi come se realizzati o non
- 1040 realizzati. L'esperto deve quindi esplicitare se le proprie conclusioni considerano oppure no
- 1041 l'incertezza di tali eventi. Se non la considerano, occorre chiarire che la valutazione si fonda su
- 1042 condizioni ipotetiche.
- 1043

- 1044 • Gli IVS definiscono *ipotesi speciale* una “*ipotesi che o presuppone fatti che differiscono dai fatti*
 1045 *correnti esistenti alla data di valutazione, o che non sarebbe formulata da un tipico*
 1046 *partecipante al mercato in una transazione alla data della valutazione*” [IVS Definitions].

1047
 1048 **7.4. Qualora sia chiesto di eseguire una valutazione sulla base di informazioni limitate, devono essere**
 1049 **espliciti gli elementi ai quali l'esperto non ha avuto accesso e le conseguenti limitazioni dei risultati**
 1050 **della sua stima.**

1051
 1052 Commento

- 1053
 1054 • Il caso più frequente di valutazione sulla base d'informazioni limitate è rappresentato
 1055 dall'aggiornamento di una precedente valutazione, per la quale il committente non ritiene
 1056 opportuno o possibile o conveniente aggiornare tutti i dati di *input*. Ad esempio è una
 1057 valutazione sulla base d'informazioni limitate quella che prevede l'aggiornamento dei tassi di
 1058 mercato finanziario e non invece l'aggiornamento dei flussi (ricorrendone le condizioni, ad
 1059 esempio perché non sono intervenuti fatti nuovi significativi e perché non è disponibile un
 1060 nuovo piano o previsione aziendale).

1061
 1062 **8. Presupposti della valutazione.**

1063
 1064 **8.1. La valutazione di un'entità aziendale può avvenire in base a due diversi presupposti: la continuità**
 1065 **della gestione (“going concern”) oppure la presenza di condizioni di liquidazione. L'esperto deve**
 1066 **precisare nella relazione di stima la prospettiva adottata.**

1067 Commento

- 1068 • La necessità di esplicitare il presupposto della valutazione dipende dal fatto che una “entità
 1069 aziendale” assume un diverso valore se stimata nella prospettiva della continuazione dell'attività in
 1070 futuro (“going concern”) oppure nella prospettiva della cessazione dell'attività con il realizzo, in
 1071 modo atomistico, dei singoli beni che la compongono (“liquidazione”). Nel primo caso, infatti,
 1072 oggetto della valutazione è il complesso professionalmente organizzato di risorse (beni) e processi
 1073 (operazioni) volto al conseguimento di benefici economici futuri; nel secondo caso, oggetto della
 1074 stima sono i singoli beni atomisticamente considerati, al netto degli oneri, diretti e indiretti, sottesi
 1075 al processo di liquidazione dell'entità aziendale.
- 1076
- 1077 • Va precisato che la prospettiva del going concern, in quanto riferita a una “entità aziendale” –
 1078 entità che non necessariamente coincide con il soggetto giuridico al quale l'entità aziendale
 1079 “appartiene” – può essere assunta, a fini valutativi, anche nell'ipotesi in cui il soggetto giuridico sia
 1080 in liquidazione ai sensi di legge, qualora oggetto della valutazione sia un'entità aziendale che possa
 1081 operare in funzionamento quando “estrapolata” dal soggetto giuridico in liquidazione cui
 1082 “appartiene”.
- 1083
- 1084 • Una “entità aziendale” è un'azienda o un ramo d'azienda:
 1085 ○ L'art. 2555 cod. civ. definisce l'azienda “il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore
 1086 per l'esercizio dell'impresa”.

1087 ○ L'art. 2112 cod. civ. qualifica "ramo d'azienda" ogni "articolazione funzionalmente
1088 autonoma di un'attività economica organizzata, identificata come tale dal cedente e dal
1089 cessionario al momento del suo trasferimento".

1090

1091 • I principi IAS/IFRS definiscono "*business*" (azienda/ramo d'azienda) l'"insieme integrato di attività e
1092 beni che può essere condotto e gestito allo scopo di assicurare un rendimento sotto forma di
1093 dividendi, di minori costi o di altri benefici economici direttamente agli investitori o ad altri soci,
1094 membri o partecipanti". I parr. B5-B12 dell'IFRS 3 qualificano la nozione di *business*. In particolare,
1095 il par. B11 dell'IFRS 3 specifica che "lo stabilire se un particolare insieme di attivi e di attività
1096 costituisce una azienda (un *business*) dovrebbe fondarsi sulla considerazione se il particolare
1097 insieme di attivi e di attività è in grado di costituire e di essere gestito come un *business* da parte di
1098 un partecipante al mercato. Così al fine di valutare se un particolare insieme è un'azienda non è
1099 rilevante se il venditore utilizza tale insieme come un business o se l'acquirente intende utilizzarlo
1100 come se fosse un *business*". Il fatto di costituire business (azienda/ramo di azienda) è un fatto
1101 oggettivo che non attiene alle intenzioni delle parti. Per essere identificato come *business* un
1102 insieme di attivi (netti) e di attività deve caratterizzarsi per la presenza di *input*, processi ed *output*.

1103

1104 • La prospettiva della continuazione dell'attività è un presupposto della valutazione: non è compito
1105 del valutatore – salvo che ciò sia espressamente richiesto da una norma o da un principio contabile
1106 – accertare l'applicabilità, in concreto, di tale presupposto. Conseguentemente:

1107 ○ l'adozione del presupposto indicato nel valutare un'entità aziendale non può essere intesa
1108 come una garanzia circa il fatto che l'entità aziendale sarà in grado di continuare a svolgere
1109 la propria attività in un prevedibile futuro senza che vi sia né l'intenzione né la necessità di
1110 metterla in liquidazione o di cessare l'attività;

1111 ○ la mancanza di riferimenti a eventuali incertezze sulla continuità aziendale nella relazione
1112 di stima non può essere intesa come una garanzia sulla capacità dell'entità di continuare a
1113 operare come una entità in funzionamento.

1114

1115 • Nell'ipotesi in cui al valutatore sia richiesto da una norma o da un principio contabile di accertare
1116 l'applicabilità, in concreto, del presupposto del going concern, il valutatore, nell'effettuare tale
1117 accertamento, dovrà fare riferimento alla norma o al principio contabile di riferimento.

1118

1119 **8.2. La valutazione di un'entità in liquidazione presuppone che l'entità aziendale cessi le proprie attività
1120 e i suoi beni vengano realizzati singolarmente o in gruppi in relazione alle opportunità di mercato e
1121 alle esigenze di liquidazione. La prospettiva della liquidazione deve essere specificata nella
1122 relazione di stima.**

1123 Commento

1124 • La prospettiva della liquidazione dell'attività è un presupposto della valutazione: non è compito del
1125 valutatore – salvo che ciò sia espressamente richiesto da una norma o da un principio contabile –
1126 accertare l'applicabilità, in concreto, di tale presupposto. Conseguentemente l'adozione del
1127 presupposto della liquidazione non significa che l'entità non abbia la capacità di essere in grado di
1128 continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro né che vi sia l'intenzione o la
1129 necessità di metterla in liquidazione o di cessare l'attività.

1130

- 1131 • Nell'ipotesi in cui al valutatore sia richiesto da una norma o da un principio contabile di accertare
1132 l'applicabilità, in concreto, del presupposto della liquidazione dell'attività, il valutatore,
1133 nell'effettuare tale accertamento, dovrà fare riferimento alla norma o al principio contabile di
1134 riferimento.
1135
- 1136 • La liquidazione può essere "forzata" oppure "ordinaria": la liquidazione forzata si ha quando la
1137 prospettiva è di una liquidazione nel più breve tempo ragionevolmente possibile; la liquidazione
1138 "ordinaria" si ha quando la prospettiva è quella della liquidazione nel tempo che ragionevolmente
1139 consente il migliore realizzo dei beni da liquidare.

1140 9. Unità di valutazione

1141 **9.1. L'unità di valutazione costituisce l'aggregato minimo di riferimento di una valutazione. La scelta**
1142 **dell'unità di valutazione può modificare il risultato della stima. Per questa ragione l'esperto deve**
1143 **esplicitare l'unità di valutazione.**

1144 Commento

- 1145
- 1146
- 1147 • Ad esempio se l'unità di valutazione ha per oggetto un portafoglio di titoli della stessa specie,
1148 l'unità di valutazione può essere costituita dal singolo titolo (il cui valore stimato funge poi da
1149 base per la stima dell'intero portafoglio attraverso un semplice prodotto fra valore unitario e
1150 quantità di titoli in portafoglio) o dal portafoglio nel suo complesso (il cui valore può differire
1151 dal valore dei singoli titoli che lo compongono).

1152 **9.2. L'unità di valutazione è normalmente definita dalla finalità della stima o dalla configurazione di**
1153 **valore ricercata. A volte tuttavia è l'esperto a definire l'unità di valutazione. In tutti i casi è**
1154 **opportuno che l'esperto espliciti l'unità di valutazione utilizzata e i motivi la scelta compiuta.**

1155 Commento

- 1156
- 1157 • Si forniscono di seguito degli esempi di come la finalità della valutazione o la configurazione di
1158 valore o la scelta dell'esperto possono concorrere a definire l'unità di valutazione.
- 1159 ○ *Unità di valutazione e finalità della valutazione.* E' questo il caso delle valutazioni a fini
1160 contabili. I principi contabili, nel definire l'unità contabile di riferimento, finiscono con il
1161 definire anche l'unità di valutazione. Ai sensi dello IAS 39 qualunque sia la quantità di
1162 titoli detenuti dall'entità, l'unità di riferimento per la stima è sempre il singolo titolo e
1163 non invece il portafoglio.
 - 1164 ○ *Unità di valutazione e configurazione di valore.* Se oggetto di valutazione è la
1165 partecipazione di minoranza in una società che fa uso di un'immobile per lo
1166 svolgimento della propria attività e che ricaverebbe maggior valore qualora l'immobile
1167 fosse locato a terzi, la valutazione separata dell'immobile potrebbe non giustificarsi e
1168 l'unità di valutazione coincidere con l'entità nel suo complesso.
 - 1169 ○ *Unità di valutazione e scelta dell'esperto.* Nella valutazione di un gruppo diversificato
1170 l'esperto può decidere di compiere una valutazione per somma di parti, considerando
1171 separatamente i singoli *business* (addendi) e i costi *corporate* (minuendo).
- 1172
- 1173
- 1174
- 1175
- 1176

- 1177
- 1178
- 1179
- 1180
- 1181
- 1182
- 1183
- 1184
- 1185
- 1186
- 1187
- Nel caso di attività reali una unità di valutazione può essere costituita da una singola attività indivisibile o da un gruppo di attività complementari. Ad esempio un marchio in alcuni casi può essere valutato come attività singola mentre in altri casi può richiedere di essere valutato in associazione alla tecnologia e/o alla rete commerciale o distributiva. Quando il valore dell'attività è funzione della presenza o meno di attività complementari, l'esperto deve esplicitare se la valutazione è stata compiuta sulla base del presupposto che:
 - l'attività sia associata alle attività complementari;
 - l'attività non sia associata alle attività complementari.
- Così ad esempio quando la configurazione di valore è rappresentata dal valore di mercato è necessario esplicitare se il valore stimato presuppone che l'ipotetico compratore disponga oppure no delle attività complementari.

10. Miglior uso possibile di un'attività

10.1. Quando la stima richiede che si faccia riferimento alla migliore destinazione d'uso di un'attività non finanziaria, nella prospettiva degli operatori partecipanti al mercato, i criteri di individuazione di tale miglior utilizzo devono essere precisati.

Commento

- 1195
- 1196
- 1197
- 1198
- 1199
- 1200
- 1201
- 1202
- 1203
- 1204
- 1205
- 1206
- 1207
- 1208
- 1209
- 1210
- 1211
- 1212
- 1213
- 1214
- 1215
- 1216
- 1217
- 1218
- 1219
- 1220
- 1221
- 1222
- 1223
- Il valore delle attività non finanziarie è funzione della loro destinazione d'uso. Alcune configurazioni di valore (come il fair value IAS/IFRS) richiedono che la stima rappresenti la migliore destinazione d'uso dell'attività accessibile a soggetti diversi da quello che attualmente detiene il controllo dell'attività stessa (i partecipanti al mercato). La migliore destinazione d'uso di un'attività può essere singola o congiunta ad altre attività. Nel caso in cui la migliore destinazione d'uso sia ricavabile in congiunzione con altre attività, può essere necessario dapprima stimare il valore del gruppo di attività e poi ricavare il valore dell'attività oggetto di valutazione.
 - Il valore di un marchio, ad esempio, può essere aumentato sfruttandone le potenzialità in settori merceologici affini o in nuovi mercati geografici. Il valore di una tecnologia può essere considerevolmente incrementato qualora se ne possa garantire l'applicazione su larga scala. In questi casi il miglior uso possibile dell'attività cattura le potenzialità dell'attività in sé. Tali potenzialità non devono essere semplici speranze o previsioni, ma devono fondarsi su riscontri ragionevoli.
 - Può accadere che il miglior uso di un'attività discenda da un uso congiunto di più attività che non massimizza necessariamente il valore della specifica attività, ma incrementa il valore dell'insieme delle attività di cui essa fa parte: quale potrebbe essere il caso di politiche di *cross-selling* nello sfruttamento di relazioni di clientela.
 - Il miglior uso di un'attività può essere anche rappresentato dal suo non uso. Ciò accade quando ad esempio il soggetto che detiene il controllo dell'attività decida di non utilizzarla e contemporaneamente di non cederla a terzi per non avvantaggiare i concorrenti (attuali e potenziali). Si pensi al caso di un'azienda che acquista un'altra azienda e decida di non usarne più il marchio e contemporaneamente di non cederlo a terzi perché essa dispone di un proprio marchio più forte, mentre i concorrenti dispongono di marchi più deboli.

1224 **11. Valore sinergico**

1225

1226 **11.1. Il valore sinergico è il valore che uno specifico soggetto o un partecipante al mercato è in grado di**
 1227 **aggiungere ad un'attività per effetto di un uso congiunto con altre attività.**

1228

1229 Commento

1230

- 1231 • Il valore sinergico emerge dalla combinazione di più attività fra loro. Non necessariamente il valore
 1232 sinergico che scaturisce dalla congiunzione di più attività genera benefici differenziali in capo alla
 1233 specifica attività oggetto di valutazione. Ad esempio l'acquisizione di un'azienda può generare per
 1234 l'acquirente benefici in capo ad altri *business* già detenuti. Ciò nonostante tale valore può essere
 1235 considerato come parte del valore dell'attività, poiché il valore di un'attività deve considerare tutti i
 1236 benefici differenziali (netti) diretti ed indiretti che essa è in grado di generare. Il soggetto rispetto
 1237 al quale sono stimati tali benefici definisce la prospettiva di valutazione. Così quando la
 1238 configurazione ricercata è il valore d'investimento, il valore sinergico si riferisce a tutti i benefici
 1239 diretti ed indiretti che lo specifico soggetto può trarre dall'attività. Quando la configurazione è il
 1240 valore di mercato, il valore sinergico si riferisce a tutti i benefici diretti ed indiretti che i partecipanti
 1241 al mercato possono trarre dall'attività.

1242

1243 **12. Costi di negoziazione**

1244

1245 **12.1. I costi di negoziazione (detti frequentemente "di transazione") sono i costi diretti incrementali, ivi**
 1246 **comprese imposte e tasse, che venditore e/o acquirente sopportano nel trasferimento di un bene,**
 1247 **di un gruppo di beni o di un'entità aziendale. Le configurazioni di valore non considerano i costi di**
 1248 **transazione.**

1249 Commento

- 1250 • I costi di transazione sono quei costi che l'acquirente e/o il venditore sopportano quale diretta
 1251 conseguenza della transazione e che non avrebbero sopportato se la transazione non si fosse
 1252 effettuata. Si tratta pertanto di costi diretti incrementali.
- 1253 • I costi di transazione comprendono fees e commissioni corrisposte a intermediari, consulenti
 1254 finanziari, legali, contabili, fiscali, brokers, dealers, autorità di regolazione, autorità di controllo,
 1255 imposte, tasse, ecc.

1256

1257 **13. Fiscalità**

1258

1259 **13.1. L'esperto deve esplicitare le ipotesi che ha assunto con riguardo alla fiscalità nell'applicazione di**
 1260 **qualsiasi metodica valutativa (market, income o cost approach) abbia adottato, motivando le**
 1261 **scelte compiute.**

1262

1263 Commento

- 1264 • La fiscalità rappresenta normalmente un elemento in grado di modificare considerevolmente il
 1265 risultato di stima. Le scelte relative alla fiscalità nella valutazione sono tuttavia funzione dello scopo

1266 della valutazione, della configurazione di valore, della tipologia di attività/passività oggetto di
1267 valutazione.
1268

- 1269 • L'esperto deve chiarire quali siano le scelte che ha compiuto con riguardo alla fiscalità in relazione
1270 alla metodica adottata, ad esempio con riguardo:
 - 1271 ○ alla aliquota di imposta considerata ai fini della determinazione dei flussi di risultato
1272 prospettici (nell'applicazione del criterio reddituale) che può essere un aliquota nominale
1273 (aliquota piena da normativa) o effettiva;
 - 1274 ○ alla comparazione di multipli di società o di transazioni comparabili riferiti a risultati lordi di
1275 imposta (ed esempio EV/EBitda) riferiti a società con regimi fiscali non comparabili;
 - 1276 ○ all'uso di costi netti o lordi di imposta ai fini del calcolo del costo di riproduzione o di
1277 rimpiazzo;
 - 1278 ○ alla fiscalità applicata alle plus/minusvalenze nella stima dei valori correnti di attività e
1279 passività.
1280
- 1281 • L'esperto deve anche esplicitare le motivazioni che eventualmente hanno giustificato l'inserimento
1282 come addendo di valore del beneficio fiscale connesso alla deducibilità degli ammortamenti di
1283 immobilizzazioni materiali o immateriali (*Tax Amortization Benefits* = TAB). L'inserimento del TAB si
1284 giustifica se esistono evidenze di mercato che evidenziano il riconoscimento del TAB stesso.
1285

1286 14. Metodiche di valutazione

1287
1288 **14.1 Al fine della determinazione del valore, nelle diverse configurazioni possibili, possono essere**
1289 **utilizzati uno o più metodiche di valutazione. Queste ultime individuano le differenti visioni di**
1290 **carattere generale che possono essere assunte per la determinazione del valore e nell'ambito delle**
1291 **quali possono essere classificati i principali criteri di stima.**
1292

1293 Commento

- 1294
1295 • Nell'affrontare un problema di valutazione, l'esperto dovrebbe individuare la prospettiva più
1296 efficace in relazione alla natura e alle caratteristiche dell'oggetto del proprio incarico. In alcuni
1297 casi, potrebbe essere opportuno realizzare la valutazione adottando più di un approccio; ciò in
1298 particolare qualora tale scelta consenta di porre l'enfasi su aspetti (*value driver*) particolarmente
1299 significativi nel contesto della specifica configurazione di valore giudicata rilevante ai fini
1300 dell'incarico. In pratica è molto diffusa la prassi di associare ad un metodo principale di
1301 valutazione un secondo metodo che assume la valenza di metodo di "confronto" e di "controllo".
1302

1303 **14.2 Le tre principali metodiche nell'ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione**
1304 **utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti:**

- 1305 • **metodica di mercato (market approach);**
- 1306 • **metodica dei flussi di risultati attesi (income approach);**
- 1307 • **metodica del costo (cost approach).**
1308
1309
1310

1311 Commento

1312

1313

1314

1315

1316

1317

1318

1319

1320

1321

1322

1323

1324

1325

1326

1327

1328

1329

1330

1331

1332

1333

1334

1335

1336

1337

1338

1339

1340

1341

1342

1343

1344

1345

1346

1347

1348

1349

15. Metodica di mercato (*market approach*)

1350

1351

1352

1353

1354

1355

1356

15.1. La metodica di mercato (*market approach*) fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività che deve essere valutata con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi.

15.2. L'esperto deve essere consapevole che la metodica di mercato fornisce indicazioni di valore significative, in quanto basate su dati oggettivi, in presenza delle seguenti condizioni:

- 1357 a) *le attività assunte quali benchmark dell'attività oggetto di valutazione presentino un grado*
 1358 *accettabile di comparabilità;*
 1359 b) *i prezzi osservati per le attività di riferimento si formino in normali condizioni di mercato;*
 1360 c) *il mercato che rappresenta la fonte dei prezzi osservati esprima indicazioni coerenti con la*
 1361 *configurazione di valore (standard of value) giudicata rilevante ai fini dello svolgimento*
 1362 *dell'incarico.*

1363
 1364 Commento
 1365

- Nel contesto della valutazione di aziende, alla metodica di mercato è di frequente riferita anche il cosiddetto "criterio dei moltiplicatori", siano essi rappresentati da "multipli di borsa" o da "multipli di transazioni comparabili".
- Alla metodica del mercato sono talvolta ricondotti anche taluni criteri empirici largamente utilizzati dagli operatori dagli analisti in particolari settori, ricorrendo ad esempio a moltiplicatori per unità di capacità produttiva o per unità di vendita (come i multipli relativi alla potenza installata, alla superficie commerciale, il numero di sportelli) oppure a coefficienti da applicare a grandezze economiche tipiche (come la raccolta delle banche o i premi delle compagnie di assicurazione). In genere, le indicazioni ritraibili da queste regole empiriche vanno trattate con cautela ed è opportuno che vengano comunque confrontate con i risultati ottenuti anche attraverso altri metodi di valutazione.

1379 **15.3. *Il requisito della comparabilità deve essere apprezzato avendo riguardo alle caratteristiche delle***
 1380 ***attività patrimoniali, o delle entità aziendali, che devono essere confrontate e avendo riguardo alle***
 1381 ***caratteristiche delle negoziazioni che hanno originato i prezzi osservati.***
 1382

1383 Commento
 1384

- I requisiti generali di comparabilità enunciati nel principio precedente stabiliscono in primo luogo che, ai fini della valutazione, è necessaria un'analisi approfondita non solo delle caratteristiche delle attività che vengono poste a confronto, ma anche delle caratteristiche delle transazioni che hanno originato i prezzi negoziati sul mercato. Così, ad esempio, nell'ambito del mercato borsistico operazioni che hanno per oggetto ingenti blocchi azionari possono esprimere *standard* di valore differenti da quello espresso dai prezzi di borsa che si formano nel contesto delle negoziazioni correnti che avvengono sul mercato. Oppure, nel contesto delle valutazioni immobiliari, i prezzi al metro quadro risultanti da negoziazioni di grandi complessi immobiliari possono fornire indicazioni non pertinenti in merito ai valori di riferimento di immobili di piccole dimensioni. I fattori più importanti in relazione ai quali deve essere espresso il giudizio di comparabilità cambiano in funzione del tipo di attività (asset class) oggetto di valutazione e dei contesti della stima.
- Nell'ambito delle valutazioni di *business*, i prezzi che si formano nel c.d. mercato del controllo (*market for corporate control*) possono risultare differenti (di norma più elevati) rispetto ai prezzi espressi dal mercato azionario. Ciò dal momento che il mercato del controllo tende ad esprimere valori strategici e valori che incorporano sinergie attese. Per questa ragione i multipli relativi a

1402 transazioni comparabili risultano di norma più elevati dei multipli di borsa (*stock market*
1403 *multiples*).

1404

1405 **15.4. Qualora i prezzi osservati sul mercato portino ad un valore differente da quello giudicato rilevante**
1406 **nel contesto dell'incarico ricevuto, l'esperto può ricondurre le indicazioni di mercato allo standard di**
1407 **valore appropriato attraverso l'applicazione di premi e sconti.**

1408

1409

Commento

1410 • Nell'ambito della prassi valutativa, è frequente la rettifica dei multipli di borsa (*stock market*
1411 *multiples*) in presenza dell'esigenza di valutare partecipazioni di controllo. La rettifica tipicamente
1412 ha luogo modificando il valore dei multipli di borsa attraverso i c.d. premi di acquisizione e/o i c.d.
1413 premi di controllo (*acquisition premia* e *control premia*). Tali rettifiche richiedono una
1414 approfondita analisi volta ad accertare la presenza dei presupposti, anche nel caso della
1415 partecipazione oggetto della stima, che giustificano l'attribuzione del valore strategico nella
1416 dimensione espressa dai premi utilizzati.

1417

1418 **15.5. Nell'ambito della valutazione di aziende che operano in più aree di affari (multibusiness), gli**
1419 **indicatori di mercato dovrebbero essere rilevati per ciascuna delle aree di attività svolte**
1420 **dall'impresa considerata.**

1421

1422

Commento

1423

1424 • L'utilizzo delle metodica di mercato (*market approach*) ai fini della valutazione di aziende
1425 *pluribusiness* richiede di norma che venga effettuata una specifica valutazione per ognuna delle
1426 aree di affari nelle quali può essere suddivisa l'attività dell'impresa. Il valore di sintesi viene
1427 ottenuto sommando i valori del capitale operativo (*asset value*) delle aree di *business* individuate
1428 e quindi sottraendo il valore dell'indebitamento finanziario netto (procedimento stratificato o
1429 *Sum of the Parts*). Sul piano pratico, il problema principale consiste nell'individuazione di società
1430 confrontabili la cui attività si concentri prevalentemente in una specifica area di affari
1431 (*comparable companies monobusiness*).

1432

1433 **15.6. Presupposto per l'impiego della metodica di mercato è che i prezzi osservati sul mercato con**
1434 **riferimento ad attività simili risultino significativi. L'esperto non può quindi prescindere da**
1435 **un'analisi delle condizioni in presenza delle quali ha avuto luogo la formazione dei prezzi.**

1436

1437

Commento

1438

1439 • Per quanto riguarda i prezzi di borsa, vale a dire le quantità che stanno a fondamento del calcolo
1440 dei multipli, un indicatore fondamentale del livello di significatività dei prezzi è costituito dal
1441 grado di liquidità dei titoli cui i prezzi stessi si riferiscono. A tale riguardo, deve essere valutata con
1442 particolare attenzione la rappresentatività dei prezzi dei c.d. titoli sottili, vale a dire i titoli di
1443 società di modesta capitalizzazione di borsa o con un flottante limitato. Il grado di liquidità di un
1444 titolo dovrebbe essere valutato in rapporto alla capacità di sviluppare un adeguato volume di
1445 negoziazioni giornaliere, oppure in base alla dimensione dello scarto "*lettera-denaro*" (*bid-ask*
1446 *spread*).

1447

- 1448
- 1449
- 1450
- 1451
- 1452
- 1453
- 1454
- 1455
- 1456
- In presenza di situazioni anomale, di alta volatilità e di prolungate turbolenze del mercato azionario l'approccio di mercato può fornire indicazioni distorte in rapporto ad alcune delle configurazioni di valore discusse nel paragrafo 5 di questi principi di valutazione. Un problema analogo può presentarsi anche con riferimento alle indicazioni desumibili dalle transazioni che hanno luogo sul mercato del controllo (*market for corporate control*). Se sussistono le circostanze richiamate, può essere utile integrare le informazioni desumibili dall'approccio di mercato attraverso l'utilizzo di uno o più degli approcci di valutazione alternativi.

16. Metodica dei risultati attesi (*Income approach*)

1457

1458

1459 **16.1. La metodica dei risultati attesi (*income approach*) fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di una attività reale o finanziaria di generare flussi di risultati nel futuro. Questi ultimi possono essere configurati con differenti criteri che si riflettono nella varietà dei metodi riconducibili alla metodica.**

1460

1461

1462

1463

Commento

- 1464
- 1465
- 1466
- 1467
- 1468
- 1469
- 1470
- 1471
- 1472
- 1473
- 1474
- 1475
- La metodica dei risultati attesi (*income approach*) è aderente alla prospettiva tipica della Teoria della Finanza in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi finanziari o reddituali generati nell'arco della vita utile residua della attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibile alla futura manifestazione dei flussi di risultato.
 - La metodica dei flussi di risultati attesi (*income approach*) viene tipicamente utilizzata anche ai fini della valutazione di passività, finanziarie e non, attraverso la considerazione dei flussi di cassa necessari al servizio delle passività stesse.

1476 **16.2. I principali criteri riconducibili alla metodica dei risultati attesi (*income approach*) sono i seguenti:**

1477 **a) il metodo reddituale (*capitalization of income*);**

1478 **b) il metodo finanziario (*discounted cash flow*);**

1479 **c) i metodi basati sul concetto di extra-reddito (*Abnormal Earnings* o *Economic Profit*);**

1480 **d) il metodo delle probabilità *risk neutral* declinato nei differenti modelli di valutazione delle**

1481 **opzioni (*Option Pricing Model*).**

1482

Commento

- 1483
- 1484
- 1485
- 1486
- 1487
- 1488
- 1489
- 1490
- 1491
- 1492
- Talvolta i metodi basati sul concetto di extra-reddito (*Abnormal Earnings* o *Economic Profit*), in particolare il metodo EVA – *Economic Value Added*, vengono elevati al rango di specifici approcci di valutazione. In apparenza sembrano criteri *misti patrimoniali-reddituali*, poiché aggiungono ad una base patrimoniale la creazione di valore intervenuta. Tuttavia sul piano matematico portano ad una determinazione del valore in funzione dei risultati attesi. Tali metodi prevedono che i risultati attesi vengano idealmente frazionati in due componenti: la prima che individua il risultato riferibile alla normale remunerazione di mercato e la seconda che individua la quota di risultato incrementale (extra-reddito o *Economic Value Added*) superiore alla normale remunerazione di

1493 mercato. Adottando tale prospettiva, l'addendo del valore rappresentato dal capitale investito
1494 netto costituisce il valore di capitalizzazione della componente di risultato "normale".

1495

1496 **16.3. Nel criterio reddituale (*capitalization of income*) il valore è ottenuto attraverso la capitalizzazione
1497 del risultato economico normalizzato, vale a dire del risultato che ragionevolmente l'attività reale
1498 o finanziaria oggetto di valutazione sarà in grado di generare nel lungo periodo.**

1499 **Il tasso di capitalizzazione deve essere stimato in funzione del rendimento richiesto dal mercato in
1500 funzione del profilo di rischio dei risultati attesi, cioè del costo-opportunità del capitale
1501 (*opportunity-cost of capital*).**

1502

1503 Commento

1504

- Nel caso della valutazione di *business*, il metodo reddituale (*capitalization of income*) risulta particolarmente adatto alla misurazione del valore qualora non siano prevedibili significative modificazioni dell'attività svolta dall'impresa, che dunque può essere considerata in una condizione di equilibrio a regime (*steady state*). In presenza delle predette condizioni, nel lungo termine il reddito medio-normale tende a coincidere con il flusso di cassa disponibile. Dunque, il metodo reddituale (*capitalization of income*) può essere considerato come un caso particolare del metodo finanziario, dal momento che il valore di capitalizzazione equivale al valore attuale di una rendita perpetua di dimensione pari al reddito medio-normale.

1513

1514 **16.4. Ai fini della normalizzazione dei risultati aziendali attesi dovranno essere valutati sia fattori interni
1515 sia fattori esterni riferibili al mercato di riferimento e al contesto competitivo.**

1516

1517 Commento

1518

- Tra i fattori di carattere aziendale, in via esemplificativa, dovrebbero essere analizzati i seguenti aspetti:
 - il livello di remunerazione del *top management* in rapporto a normali *standard* di mercato;
 - la presenza di componenti di carattere non ricorrente o estranei alla gestione caratteristica che abbiano inciso positivamente o negativamente sui risultati di periodo (come ad esempio la cessione di un bene non strumentale o di una partecipazione finanziaria);
 - la misura degli accantonamenti ai fondi svalutazione e ai fondi rischi;
 - la normalizzazione dei carichi fiscali;
 - fenomeni di carattere non ricorrente che abbiano inciso sui risultati dell'attività caratteristica svolta: ad esempio, nei *business* influenzati dalle condizioni climatiche, condizioni metereologiche che si discostano da quelle medie di lungo periodo.

1530

1531 **16.5. In presenza di continuità degli indirizzi di gestione, i risultati ottenuti nel passato costituiscono, di
1532 norma, le informazioni di base ai fini dell'apprezzamento dei risultati mediamente attesi per il
1533 futuro e debbono quindi essere analizzati in modo approfondito.**

1534

1535 Commento

1536

- Poiché il valore è funzione di flussi di risultati futuri, è evidente che le informazioni desumibili dall'analisi del passato costituiscono semplicemente la base per apprezzare la misura in cui i

1538

1539 risultati del passato siano conseguibili anche nel futuro e la loro prevedibile evoluzione. L'impiego
 1540 di risultati storici si legittima solo nel caso in cui tali dati siano considerabili come la migliore
 1541 approssimazione dei risultati attesi. In periodi di elevata incertezza e scarsa visibilità sulle
 1542 prospettive future i risultati passati diventano di scarso supporto nella stima dei flussi futuri.
 1543

1544 **16.6. Nel criterio finanziario (Discounted Cash Flow) il valore di un'attività viene determinato in funzione**
 1545 **della generazione di flussi di cassa futuri attesi, analiticamente determinati. Tale criterio richiede**
 1546 **quindi la disponibilità di proiezioni finanziarie complete e la esplicitazione delle ipotesi adottate**
 1547 **per la loro costruzione.**
 1548

1549 Commento
 1550

- 1551 • La proiezione analitica dei flussi di cassa, ovvero anno per anno, qualifica il criterio finanziario. Di
 1552 norma tali proiezioni analitiche coprono un orizzonte temporale limitato (ad esempio, un piano
 1553 aziendale), cui seguono proiezioni di tipo inerziale, realizzate assumendo modelli semplificati
 1554 (*steady state* o *steady growth*).
 1555
- 1556 • In concreto, in base alle caratteristiche dell'attività oggetto di valutazione, possono essere
 1557 individuate le modalità di rappresentazione dei profili dei flussi di cassa (*cash flow model*) più
 1558 coerenti con tali specificità.
 1559

1560 **16.7. In presenza di inflazione il tasso utilizzato deve essere coerente con le modalità di espressione dei**
 1561 **flussi, in termini nominali oppure in termini reali.**
 1562

1563 Commento
 1564

- 1565 • Le proiezioni dei flussi di cassa possono essere realizzate in termini nominali, ovvero incorporando
 1566 le variazioni attese dei prezzi dovute all'inflazione, oppure in termini reali, ossia sterilizzando gli
 1567 effetti dell'inflazione attesa. Dal momento che di norma le variazioni dei prezzi non sono uniformi,
 1568 è raccomandabile che le proiezioni siano effettuate in termini nominali, differenziando
 1569 opportunamente le variazioni attese dei prezzi. Va comunque assicurata la coerenza tra
 1570 configurazione dei flussi e configurazione dei tassi sul piano del trattamento dell'inflazione attesa.
 1571

1572 **16.8. Con riferimento alla valutazione di attività industriali, commerciali e dei servizi la valutazione può**
 1573 **avere per oggetto il capitale operativo (asset value) ovvero il capitale netto (equity value). A**
 1574 **seconda della prospettiva adottata dovranno essere utilizzati coerenti proiezioni dei flussi di cassa**
 1575 **nonché coerenti configurazioni dei tassi di attualizzazione.**
 1576

1577 Commento
 1578

- 1579 • Se l'esperto decide di valutare il c.d. capitale operativo (*asset value*), i flussi di cassa rilevanti
 1580 saranno rappresentati dai flussi generati dalla gestione corrente nonché dagli investimenti e
 1581 disinvestimenti appartenenti alla sfera operativa. Qualora invece oggetto di valutazione è il
 1582 capitale netto (*equity value*) i flussi di cassa operativi devono essere integrati da tutti i movimenti
 1583 riferibili alla gestione finanziaria, così da consentire la stima del flusso di cassa disponibile per i
 1584 titolari del capitale aziendale.

1585

1586

1587

1588

1589

1590

1591

1592

1593

1594

1595

1596

1597

1598

1599

1600

1601

1602

1603

1604

1605

1606

1607

1608

1609

1610

1611

1612

1613

1614

1615

1616

1617

1618

1619

1620

1621

1622

1623

1624

1625

1626

1627

1628

1629

1630

- La configurazione dei flussi prescelta deve essere coerente con la configurazione del tasso adottato ai fini della attualizzazione dei flussi. Nel caso della valutazione del capitale operativo (*asset value*), di norma, il tasso di attualizzazione è costituito dal costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*). Nella caso della valutazione del capitale netto (*equity value*) l'appropriato tasso di attualizzazione è costituito dal costo-opportunità del capitale di rischio (*Opportunity-Cost of Equity Capital*).
- Di regola, i flussi rilevanti e le corrispondenti configurazioni dei tassi di attualizzazione vengono espressi al netto delle imposte. I principi contabili internazionali (IFRS), nel contesto della stima del valore recuperabile (*recoverable amount*), prevedono di esprimere flussi di cassa operativi e costo-opportunità del capitale al lordo delle imposte. *“In measuring value in use, the discount rate used should be the pre-tax rate that reflects current market assessments of the time value of money and the risks specific to the asset. [IAS 36.55]”*.
- In presenza di particolari esigenze valutative (operazioni di *project financing* o in presenza di situazioni con elevato sfruttamento della leva finanziaria o di società non quotate prive di società comparabili) può essere opportuno procedere alla stima del valore del capitale operativo in ipotesi di assenza di debiti finanziari, sommando poi il valore attualizzato degli scudi fiscali generati dall'indebitamento (c.d. *Adjusted Present Value*). In tal caso, il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa operativi non è più costituito dal costo medio ponderato del capitale, bensì dal costo opportunità del capitale di rischio in assenza di debiti. Anche il tasso di attualizzazione degli scudi fiscali deve considerare (se non già considerato nei flussi) il rischio di non manifestazione di tali benefici.

16.9. Quando le proiezioni inerziali dei flussi di cassa si estendono su di un orizzonte temporale illimitato, dovrà essere ponderata con particolare attenzione la scelta del tasso di crescita dei flussi oltre l'orizzonte di piano.

Commento

- Nel caso della valutazione di *business*, i flussi relativi ai primi anni di proiezione vengono tipicamente ricavati da piani aziendali. A volte è lo stesso esperto che deve richiedere ai fini delle stime un'estensione del piano aziendale esistente, oppure provvedere direttamente alla sua esecuzione, impegnando il *management* e verificando la ragionevolezza e la coerenza dei *value driver*.

I flussi che si riferiscono al periodo che si estende oltre l'orizzonte di piano (di regola 3-5 anni, ma in taluni settori, quale quello della generazione di energia, 10-15 anni, o ancora nei settori delle concessioni autostradali, nei servizi aeroportuali, ecc. – dove i flussi sono più agevolmente prevedibili – si tende a fare riferimento ad orizzonti temporali ancora più ampi dei 10-15 anni) sono il frutto di proiezioni inerziali che in genere incorporano un tasso di crescita di lungo termine. Dal momento che il calcolo del valore è particolarmente sensibile al tasso di crescita adottato, è cruciale che tale scelta venga effettuata tenendo in debita considerazione fattori quali le previsioni di lungo termine di carattere settoriale e macroeconomico e la sostenibilità dei vantaggi competitivi di cui gode l'azienda.

- 1631 • In particolare, nei casi in cui il tasso di crescita venga definito al solo fine di recuperare l'inflazione
 1632 il tasso di crescita deve essere comunque compatibile con la dimensione degli investimenti (in
 1633 immobilizzazioni ed in capitale circolante), con le dinamiche competitive del settore di
 1634 appartenenza e con i vantaggi competitivi di cui gode l'azienda.

1635

1636 **16.10. Se la disponibilità di informazioni controllabili lo consente, la proiezione dei flussi di cassa oltre**
 1637 **l'orizzonte di piano può essere realizzata assumendo differenti periodi temporali di riferimento così**
 1638 **da differenziare il tasso di crescita dei flussi in funzione dei sottoperiodi considerati.**

1639

1640 Commento

1641

- 1642 • In genere, la quota-parte più rilevante del valore di una attività è originata dai flussi che si
 1643 estendono oltre l'orizzonte di previsione analitica. Le proiezioni che abbracciano due o (al
 1644 massimo) tre stadi consentono di esplicitare e di ancorare a fattori misurabili il tasso di crescita di
 1645 lungo termine.

1646

1647 **16.11. La scelta dell'orizzonte temporale di proiezione della quota-parte dei risultati che supera il**
 1648 **rendimento di mercato in funzione del rischio corso costituisce l'elemento distintivo dei metodi**
 1649 **centrati sul concetto di extra-rendimento. Ai fini di tale apprezzamento devono essere analizzati i**
 1650 **fattori responsabili della generazione di una redditività superiore a quella di equilibrio di mercato e**
 1651 **il loro perdurare nel tempo.**

1652

1653 Commento

1654

- 1655 • Come già osservato, adottando i metodi basati sul concetto di extra-reddito, ad esempio nella
 1656 forma di *Economic Profit*, il valore si compone di due addendi. Il primo addendo, costituito dal
 1657 Capitale Investito netto operativo, può essere inteso quale valore attuale di flussi futuri di
 1658 dimensione tale da assicurare una congrua remunerazione del Capitale Investito assumendo quale
 1659 *benchmark* il rendimento di equilibrio di mercato. Il secondo addendo è costituito invece dal
 1660 valore attuale dei flussi di risultati che superano tale rendimento di equilibrio. La logica che ispira
 1661 il criterio è quella di valutare gli extra-redditi esclusivamente con riferimento al numero di anni
 1662 nei quali si assume che l'attività potrà continuare a generare una redditività superiore alla norma
 1663 (c.d. *competitive advantage period*). Tale logica si ispira al principio di carattere generale in base
 1664 al quale i meccanismi competitivi dovrebbero far convergere, nel lungo termine, i rendimenti dei
 1665 capitali investiti verso i rispettivi valori di equilibrio.

1666

- 1667 • Nell'ambito della comunità finanziaria, si osservano frequenti applicazioni del criterio basato
 1668 sull'extra-reddito (*economic profit*) ai fini della valutazione di attività regolamentate, quali ad
 1669 esempio le *public utilities*.

1670

- 1671 • Anche nel caso dei metodi in discussione, la valutazione può essere realizzata con riferimento al
 1672 capitale operativo (*asset side*) ovvero al capitale netto (*equity side*), modificando opportunamente
 1673 i parametri contenuti nell'algoritmo di valutazione.

1674

- 1675 • In presenza di *business* caratterizzati da redditività insoddisfacente, il secondo addendo della
 1676 formula diventa negativo e misura la perdita di valore rispetto al capitale investito determinata da

1677 fenomeni di inefficienza di gestione o da fattori di carattere macroeconomico e congiunturale
 1678 (c.d. *badwill*). Anche in tal caso, è richiesta una analisi del numero di anni necessario affinché la
 1679 redditività del *business* recuperi il livello di equilibrio di mercato.

1680

1681 **16.12. Nel caso della valutazione di progetti articolati in fasi e quindi qualora l'incertezza assuma**
 1682 **caratteristiche sequenziali, possono essere utilizzati metodi di valutazione che si ispirano ai principi**
 1683 **di valutazione delle opzioni reali (*real options*).**

1684

1685 Commento

1686

- 1687 • Tali metodi di valutazione prendono spunto dall'ampia letteratura finanziaria in tema di
 1688 valorizzazione delle opzioni manageriali incorporate in taluni tipi di business. L'applicazione di tali
 1689 metodologie si basa sul presupposto che si tratti di opzioni manageriali ben individuabili e dotate
 1690 di concretezza, nonché sulla disponibilità di parametri di mercato affidabili per la loro
 1691 valorizzazione.

1692

1693 **17. Metodica del costo (*cost approach*)**

1694

1695 **17.1. La metodica del costo (*cost approach*) fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere**
 1696 **sostenuto per ottenere un'attività simile a quella oggetto di valutazione. Tale informazione può**
 1697 **risultare rilevante anche in presenza di indicazioni di valore desumibili dalla metodica del mercato**
 1698 **(*market approach*) e dalla metodica dei risultati attesi (*income approach*).**

1699

1700 Commento

1701

- 1702 • Le informazioni che possono essere ottenute attraverso la metodica del costo (*cost approach*)
 1703 assumono differente significato e rilievo in funzione della categoria di attività (*asset class*) alla
 1704 quale appartiene l'attività oggetto di valutazione. Si tratta peraltro di informazioni che in genere
 1705 integrano le indicazioni che possono essere ottenute attraverso la metodica di mercato (*market*
 1706 *approach*) e la metodica dei risultati attesi (*income approach*). Conseguentemente, il *cost*
 1707 *approach* viene utilizzato quale unica metodica di valutazione nei casi in cui non risultino
 1708 disponibili informazioni che consentano l'utilizzo degli approcci alternativi, ovvero non sia
 1709 significativo ricondurre flussi di risultati ad attività (*asset*) specifiche (come ad esempio nel caso
 1710 della valutazione di singoli impianti, macchinari e strumenti di produzione).

1711

1712 **17.2. Il costo può essere inteso in due differenti accezioni: come costo di riproduzione (*reproduction cost*)**
 1713 **o come costo di sostituzione o rimpiazzo (*replacement cost*). Devono essere precisate le motivazioni**
 1714 **per le quali viene prescelta la prima o la seconda accezione di costo.**

1715

1716 Commento

1717

- 1718 • Il costo di riproduzione viene utilizzato quando la riproduzione rappresenta il modo più
 1719 economico per rimpiazzare un bene. Se essa risulta fisicamente non possibile, oppure non è
 1720 tecnicamente valida a motivo delle innovazioni tecnologiche intervenute, si ricorre al costo di
 1721 sostituzione.

1722

- 1723
- 1724
- 1725
- 1726
- 1727
- Il costo di sostituzione o rimpiazzo si definisce come il costo necessario per costruire o acquistare fabbricati, macchine, impianti e accessori basati su tecnologie e materiali correnti, che siano in grado di rimpiazzare il bene in uso possedendone analoga capacità e resa e, in generale, la stessa utilità.

1728 **17.3. Il costo di riproduzione o di rimpiazzo deve essere determinato tenendo conto dei fenomeni di**

1729 **degrado che interessano l'attività oggetto di valutazione.**

1730

1731 Commento

1732

- 1733
- 1734
- 1735
- 1736
- I fenomeni di degrado sono trattati attraverso una serie di abbattimenti volti a considerare sia per esprimere sia l'usura fisica che caratterizza i beni, sia le ragioni d'inferiorità che essi presentano rispetto al nuovo (obsolescenza).

1737

- 1738
- L'obsolescenza può assumere diverse configurazioni:

1739

- obsolescenza economica;

1740

- obsolescenza operativa;

1741

- obsolescenza funzionale.

1742

1743 L'obsolescenza economica è definita come la perdita di valore dovuta a fattori esterni e può

1744 derivare da varie cause, quali la particolare stratificazione degli investimenti realizzata nel tempo,

1745 la sottoutilizzazione dell'attività per motivi di mercato, per l'ubicazione o per il costo di particolari

1746 materie e servizi funzionali all'utilizzo della stessa attività. L'obsolescenza operativa è originata

1747 dall'incremento dell'utilità o delle prestazioni di nuova generazione dell'attività (bene) oggetto di

1748 valutazione.

1749 L'obsolescenza funzionale comprende a propria volta l'eccesso di investimento (che riflette una

1750 riduzione di valore resa necessaria da intervenute innovazioni costruttive o dalla disponibilità di

1751 migliori materiali) e l'insufficienza (o inadeguatezza) funzionale (dovuta allo scarso bilanciamento

1752 tra fasi di produzione, e in generale a motivi di inadeguatezza che provocano eccessi di costi

1753 operativi.

1754

1755

1756 **17.4. Nell'ambito della valutazione di business può essere rilevante, anche in relazione alla finalità della**

1757 **stima, avere nozione del valore netto di riproduzione o di rimpiazzo delle attività (asset) che**

1758 **formano il capitale investito.**

1759

1760 Commento

1761

- 1762
- 1763
- 1764
- 1765
- 1766
- La stima del valore patrimoniale rettificato (*Net Asset Value Adjusted*) può essere opportuna qualora si possa ritenere che un *business* non sia in grado di generare permanentemente adeguati flussi di risultati e, conseguentemente, possa essere ottenuto un valore più elevato mediante una procedura di liquidazione del *business* e di vendita delle attività.

1767

- 1768
- Qualora debba essere determinato il valore patrimoniale rettificato (*Net Asset Value Adjusted*), andrebbero presi in considerazione i seguenti aspetti:

- 1769 - l'identificazione delle attività (*asset*) e delle passività (*liabilities*);
 1770 - il valore delle singole attività e delle singole passività;
 1771 - eventuali plusvalenze e/o minusvalenze contabili ed il relativo effetto fiscale;
 1772 - i costi di liquidazione, se tale informazione risulta utile o appropriata.
 1773

1774 18. Premi e sconti

1775 **18.1. I premi e gli sconti sono rettifiche, rispettivamente in aumento e in diminuzione, da applicare**
 1776 **(eventualmente) ad una stima di valore ottenuta sulla base delle metodiche dei risultati attesi o**
 1777 **del costo per tradurla in un prezzo fattibile, cioè per accostarla al valore di mercato. Il loro uso deve**
 1778 **essere cauto e motivato.**

1779 Commento

- 1780 • Il prezzo fattibile, all'origine di un valore di mercato, è il prezzo più elevato espresso in termini
 1781 di controvalore monetario realizzabile in un mercato astratto e senza vincoli fra soggetti
 1782 informati e prudenti che agiscono in forma indipendente e senza nessun obbligo ad acquistare o
 1783 a vendere, caratterizzati da eguale pienezza d'informazione, capacità negoziale e forza
 1784 contrattuale e, che comunque non siano disposti a negoziare un prezzo irrealisticamente elevato
 1785 nel senso di economicamente insostenibile.
- 1786 • I premi o gli sconti servono per catturare elementi che eventualmente non siano stati
 1787 considerati nella stima della base di valore ottenuta sulla base dell'approccio del reddito, del
 1788 costo o di mercato. Occorre molta cautela nell'uso di premi e sconti per evitare errori di
 1789 duplicazione. La misura dei premi e degli sconti deve essere ragionevole e riflettere: (a) il
 1790 paradigma valutativo corrente di mercato; (b) le caratteristiche dell'oggetto della valutazione.
- 1791 • I premi/sconti considerati in questo contesto non vanno confusi coi premi/sconti per il rischio,
 1792 che normalmente fanno parte integrante della determinazione di valore in condizioni di
 1793 incertezza.
- 1794
- 1795 • L'applicazione di premi e di sconti trae fondamento da evidenze di incompletezza dell'analisi
 1796 compiuta per la stima di un prezzo fattibile (ad esempio non è stata considerata la mancanza di
 1797 liquidità nella stima fondata sul criterio del costo o del reddito e quindi l'esperto ritiene
 1798 opportuno calcolare lo sconto per la mancanza di liquidità).
- 1799
- 1800 • L'applicazione di premi e di sconti è pertanto solo eventuale nei casi in cui si applica la metodica
 1801 del costo o dei risultati attesi. Non trova normalmente applicazione quando si fa uso della
 1802 metodica di mercato.
- 1803
- 1804 • L'applicazione di premi e di sconti medi calcolati sulla base d'informazione pubblica relativa a
 1805 significativi campioni di transazioni della stessa specie non è appropriata senza un'analisi delle
 1806 caratteristiche dell'oggetto della valutazione. Ad esempio i premi di controllo ricavabili da
 1807 transazioni aventi per oggetto pacchetti di controllo risentono della dimensione del pacchetto
 1808 trasferito e della natura delle sinergie realizzabili dall'acquirente.
- 1809
- 1810 • Poiché la determinazione della misura appropriata di premi e sconti è frutto di un giudizio
 1811 ampiamente discrezionale e comunque sintetico, l'esperto deve cercare di evitare l'impiego di

1812 premi e di sconti di rilevante dimensione, cercando di catturare le determinanti dei premi e degli
1813 sconti nelle variabili di *input* della valutazione (sulla base cioè di un processo analitico).

1814

1815 • L'uso di premi e di sconti è anche legato alla prospettiva di valutazione. Se l'esperto non ha
1816 accesso a informazioni di natura privata, può essere costretto a far uso di premi e di sconti
1817 desunti dal mercato.

1818

1819 • L'applicazione di premi e di sconti è di regola basata su dati empirici di mercato e richiede
1820 pertanto la disponibilità di una base informativa adeguata. Spesso quest'ultima può essere
1821 reperita solo con riferimento a mercati finanziari più ampi e organizzati. L'esperto deve perciò
1822 accertarsi della significatività dei dati raccolti anche nel particolare contesto della valutazione a
1823 lui affidata.

1824 **19. I tassi di sconto nelle valutazioni**

1825

1826 Commento di premessa

1827 • Nella parte che segue il termine "flusso di cassa" (o "*cash flow*") sarà utilizzato secondo un'accezione
1828 molto ampia, per garantire ai principi la massima generalità. Come sarà chiaro dai commenti e dagli
1829 esempi di contesto, col termine si farà anche riferimento, in particolare, ai flussi di risultato reddituali,
1830 largamente utilizzati nella valutazione di aziende, o di rami di azienda, secondo la metodica dei risultati
1831 attesi (*income approach*).

1832

1833 **19.1. I tassi di sconto, o di attualizzazione, nelle valutazioni hanno la funzione di trasformare flussi di**
1834 ***cassa (cash flow) esigibili a date future in un importo, il valore attuale, esigibile alla data di***
1835 ***valutazione. Il principio base è che ricevere uno specificato flusso di cassa a una specificata data***
1836 ***futura è equivalente a ricevere il valore attuale del flusso di cassa alla data di valutazione.***

1837

1838 Commento

1839 • Se alla data di valutazione 0 si considera un cash flow C esigibile alla data futura t , il valore attuale
1840 di C al tasso r è dato da $V = C(1 + r)^{-t}$. Secondo la convenzione standard, t è espresso in anni
1841 e r è espresso su base annua. In ogni caso, l'unità con cui sono misurati i tempi e la base temporale
1842 con cui è espresso il tasso di sconto debbono essere coerenti.

1843 • Spesso si fa riferimento a sequenze di flussi di cassa definite su una griglia temporale con periodo
1844 fissato (per esempio l'anno). In mancanza di ulteriori precisazioni, si assume che i flussi di cassa
1845 considerati siano *posticipati e istantanei*, cioè disponibili in unica soluzione alla fine di ogni periodo
1846 (anno).

1847 • Il problema dell'*attualizzazione*, o *discounting*, riveste un ruolo fondamentale nei processi di
1848 valutazione basati sull'*income approach* o, in generale, basati sui flussi stimati di risultati netti
1849 futuri. Secondo questi approcci, una volta specificato l'*income stream*, cioè la sequenza attesa dei
1850 cash flow futuri generati dall'attività oggetto di valutazione, si tratta di ricavarne un valore attuale,
1851 trasformando la sequenza di flussi futuri in un unico importo esigibile alla data di valutazione e che
1852 sia da considerare in qualche senso equivalente a questi flussi. Il tasso di sconto è il parametro
1853 chiave per il calcolo del valore attuale.

1854 • Nella maggior parte dei casi i cash flow considerati nell'*income approach* rappresentano risultati
1855 netti, cioè differenza tra costi e ricavi, o fra entrate e uscite monetarie, aventi prevalentemente

1856 valore stimato positivo. L'attualizzazione si applica pertanto a flussi relativi ad attività nette.
 1857 Tuttavia in particolari classi di applicazioni, come le valutazioni di portafoglio (per esempio
 1858 assicurativo), differenze strutturali tra la natura delle attività e delle passività sconsigliano l'uso di
 1859 una stessa metodologia di valutazione per i due "lati". L'income approach si specifica quindi nella
 1860 forma di un *asset-liability approach*, dove i flussi di attività (asset) e di passività (liability) vengono
 1861 valutati separatamente e la valutazione finale è ottenuta calcolando il *Net Asset Value*.

1862 • In questa situazione acquista rilevanza il problema della valutazione separata delle passività; in
 1863 condizioni di rischiosità questo problema presenta aspetti delicati, e assume connotazioni
 1864 specifiche a seconda dell'ambito di applicazione considerato. Le criticità maggiori, comunque, sono
 1865 dovute alle difficoltà nel ricondurre in una prospettiva di partecipanti al mercato la valutazione di
 1866 passività per cui un mercato di riferimento non è disponibile.

1867 • In particolare, un punto attualmente controverso è se nella valutazione di una passività debba
 1868 essere incluso oppure no un aggiustamento per il "*non-performance risk*", cioè per il rischio che il
 1869 cash flow dovuto possa non essere effettivamente corrisposto (in tutto o in parte) dal debitore.
 1870 Attualmente gli organismi internazionali preposti alla definizione dei principi di valutazione non
 1871 hanno posizioni uniformi su questo tema. E probabilmente la posizione assunta non può
 1872 prescindere dal particolare ambito di applicazione cui la valutazione fa riferimento e dagli eventuali
 1873 principi contabili collegati. **Per questi motivi nei principi che seguono non si assume una posizione**
 1874 **univoca a proposito dell'inclusione del non-performance risk nelle valutazioni.**

1875 Annex

1877 • I principi internazionali IFRS 13, con riferimento a "*liabilities and equity instruments not held by*
 1878 *other parties as assets*", al paragrafo 40 definiscono e prescrivono l'inclusione del non-performance
 1879 risk nel trasferimento della passività: "*The fair value of a liability reflects the effects of non-*
 1880 *performance risk. Non-performance risk includes, but may not be limited to, an entity's own credit*
 1881 *risk (...). Non-performance risk is assumed to be the same before and after the transfer of the*
 1882 *liability.*" La questione solleva un chiaro problema di principio: se e quando, nel richiedere la
 1883 remunerazione per rilevare un debito (o comunque per assumersi un impegno contratto da altri),
 1884 sia corretto tener conto della possibilità che il debito possa essere, in una certa misura, non
 1885 onorato; quindi se una passività possa o debba essere valutata "per se stessa", oppure se abbia
 1886 come caratteristica intrinseca il *credit standing* del debitore, e se questa caratteristica possa o
 1887 debba essere trasferita a una parte subentrante. Una risposta affermativa ha tra i suoi effetti, da
 1888 molti considerato controintuitivo, che un'azienda si troverà a registrare un guadagno contabile a
 1889 fronte di un peggioramento del proprio merito di credito. La questione può essere ulteriormente
 1890 complicata dalla presenza di "protezioni" o garanzie collaterali alla passività (*collaterals*).

1891
 1892 ***19.2. Se il flusso di cassa da valutare non è esposto a rischio, cioè se è esente da qualsiasi tipo di***
 1893 ***incertezza, il tasso di sconto dovrà tener conto solo del differimento temporale. In questo caso il***
 1894 ***valore attuale coincide col valore del flusso di cassa abbattuto per la remunerazione monetaria del***
 1895 ***tempo, o price of time, (relativa al periodo di differimento). Il tasso di sconto che produce questo***
 1896 ***abbattimento è il tasso privo di rischio, o tasso risk-free (relativo al periodo di differimento***
 1897 ***considerato).***

1898 Commento

1900 • Il concetto di *price of time* (o anche *time cost of money*, *time value of money*) è ispirato dal
 1901 *Postulato del rendimento del danaro*: "Il costo dell'operazione consistente nel differire la scadenza

1902 *di un debito è positivo.”* (Bruno de Finetti, Sulle operazioni finanziarie, G.I.I.A. 1935), o anche dal
 1903 *“principle of anticipation – i.e., value is created by the anticipation of future benefits.”* (USPAP 2012-
 1904 2013 Edition, lines 2637-8).

1905

1906 **19.3. Il tasso privo di rischio non è specifico dell'attività o dell'entità aziendale oggetto di valutazione**
 1907 **(non è entity specific), ma dovrebbe essere oggettivo, in quanto coerente con la situazione corrente**
 1908 **del mercato (market consistent).**

1909

1910 Commento

- 1911 • Evidentemente la richiesta di *market consistency* ha il fine di ricondurre la valutazione nella
 1912 prospettiva dei partecipanti al mercato. La richiesta è conseguenza del fatto che in caso di
 1913 disallineamento sarebbe possibile effettuare un *arbitraggio* con un'operazione di mercato,
 1914 investendo o prendendo a prestito il valore attuale al tasso privo di rischio in vigore sul mercato alla
 1915 data di valutazione.

1916

1917 **19.4. I tassi di sconto privi di rischio debbono essere sempre coerenti con l'unità di valore in cui sono**
 1918 **espressi i flussi di cassa da valutare.**

1919 *In particolare, se i flussi di cassa rappresentano importi nominali, i tassi di sconto da utilizzare*
 1920 *vanno intesi come tassi nominali: debbono includere cioè una componente inflattiva (tasso di*
 1921 *inflazione atteso).*

1922 *Se i flussi di cassa da valutare sono reali, questi potranno essere attualizzati applicando tassi di*
 1923 *sconto nominali solo dopo essere stati preliminarmente trasformati in importi nominali,*
 1924 *rivalutandoli per l'inflazione attesa. Alternativamente, l'attualizzazione dei flussi di cassa reali*
 1925 *andrà effettuata utilizzando tassi di sconto reali, che non includono cioè la componente inflattiva.*

1926 Commento

- 1927 • Il price of time dipende dall'unità di valore in cui è espresso il cash flow da valutare. La differenza
 1928 tra tassi reali e tassi nominali, per esempio, dipende dal fatto che “trasportare nel tempo” quantità
 1929 reali e quantità nominali ha effetti economici differenti. Considerazioni analoghe valgono per cash
 1930 flow espressi in valute differenti.

1931

1932 **19.5. Un flusso di cassa rischioso è un flusso di cassa esposto a incertezza, nel senso che non è noto**
 1933 **l'importo che sarà effettivamente realizzato. Si ipotizza che il flusso di cassa potrà assumere un**
 1934 **determinato insieme di valori possibili. Il valutatore possiederà un'opinione (view) sul flusso di**
 1935 **cassa rischioso, che sarà, quando possibile, quantificata attribuendo una probabilità ai diversi**
 1936 **valori possibili.**

1937

1938 Commento

- 1939 • Un flusso di cassa rischioso C è una *variabile aleatoria (variabile casuale, random variable)*. I valori
 1940 possibili sono le *determinazioni* di C . L'opinione del valutatore è sintetizzata dalla *distribuzione di*
 1941 *probabilità* relativa alle determinazioni di C .

1942

1943 **19.6. Il valore atteso di un flusso di cassa rischioso va inteso nel senso tecnico di “probability-weighted**
 1944 **average of possible values”; rappresenta cioè il valor medio della distribuzione di probabilità**
 1945 **costruita su tutti i possibili valori assunti dal flusso di cassa.**

1946 *Il valore stimato di un flusso di cassa rischioso sarà genericamente riferito a quelle quantificazioni*
 1947 *numeriche del flusso di cassa basate su un ventaglio di ipotesi più limitato, cioè ottenute*
 1948 *trascurando alcuni dei valori possibili. Il valore stimato, quindi, contiene in genere una distorsione*

1949 **(bias) rispetto al valore atteso; questa distorsione potrà essere eliminata con una opportuna**
 1950 **correzione o “rettifica” del flusso di cassa. Un valore atteso è un valore stimato con distorsione**
 1951 **nulla.**

1952

1953 Commento

1954 • Dato un flusso di cassa rischioso C , si indicherà con $E(C)$ (*expectation, aspettativa*, di C) il valore
 1955 atteso di C ; si indicherà con \hat{C} il suo valore stimato. La distorsione è quindi quantificata dalla
 1956 differenza $\Delta = \hat{C} - E(C)$.

1957 • Alcune delle terminologie alternative usate per indicare il valore atteso $E(C)$ sono “previsione”,
 1958 “speranza matematica”, “media”, “valor medio”. Si può far riferimento al valore stimato \hat{C} anche
 1959 col termine di “valore prospettico”, o anche “forecast”. E’ pure usato il termine “proiezione”
 1960 (*projection*), spesso però con riferimento al valore ottenuto in corrispondenza di condizioni
 1961 ipotetiche (*hypothetical assumptions*).

1962 • La previsione di un flusso di cassa, cioè la determinazione del suo valore atteso, deve fondarsi su
 1963 una base di coerenza e ragionevole obiettività. In particolare deve considerare tutti i fattori-chiave
 1964 (*key factors*) rilevanti e formulare relativamente a questi ipotesi (*assumptions*) ragionevolmente
 1965 obiettive.

1966 • Spesso la stima di C è un valore “probabile” ottenuto considerando solo un insieme di scenari
 1967 ritenuti più verosimili. Il caso estremo è quello di ricavare \hat{C} come il valore di C cui si attribuisce
 1968 probabilità massima (valore del cash flow nello scenario più probabile). Ciò corrisponde a
 1969 considerare la *moda* (punto di massimo) invece che la *media* della distribuzione di probabilità. La
 1970 media e la moda, però, coincidono solo se la distribuzione ha un solo massimo ed è simmetrica.

1971 • Nell’esperienza comune si riscontra spesso che il *preventivo* di un costo C tende a rivelarsi inferiore
 1972 al livello di costo effettivamente realizzato. In questi casi il preventivo non fornisce quindi il valore
 1973 atteso di C , ma ne produce un valore stimato, tipicamente per difetto (distorsione Δ negativa). Per
 1974 ottenere il valore atteso del costo il preventivo andrebbe rettificato sottraendo la distorsione.

1975 • È spesso utilizzato il termine “*best estimate*” col significato di “valore stimato” di un cash flow
 1976 rischioso. Va segnalato che la dicitura “*best estimate*” è stata ufficialmente adottata nella Direttiva
 1977 Quadro sulla solvibilità delle compagnie di assicurazione (*Solvency II*) con significato affatto diverso;
 1978 il termine indica infatti il valore atteso scontato (al tasso privo di rischio) di un cash flow (in
 1979 particolare una prestazione assicurativa).

1980

1981 Annex

1982 • La questione dell’inclusione del non-performance risk nella valutazione di una passività è prima di
 1983 tutto una questione di “scenari omessi”. In questo caso infatti, il punto sostanziale è quello di
 1984 stabilire se nel calcolo del valore atteso della passività debbano essere inclusi scenari che vedono il
 1985 default del debitore. Dal punto di vista tecnico la considerazione del non-performance risk
 1986 comporta innanzitutto una correzione al ribasso del valore atteso della passività. Naturalmente,
 1987 oltre a un “effetto media” ci sarà anche un “effetto varianza”, nel senso che l’inclusione degli
 1988 scenari di default causerà anche un aumento dell’incertezza sul cash flow, incertezza di cui
 1989 bisognerà tener conto nella valutazione. Normalmente però questo effetto è di importanza
 1990 secondaria rispetto all’aggiustamento del valore atteso.

1991

1992
1993
1994
1995
1996
1997
1998

19.7. Se un flusso di cassa futuro da valutare è rischioso, la valutazione dovrà tener conto anche del livello di incertezza del flusso di cassa. In questo caso il valore attuale coincide col valore del flusso di cassa abbattuto per la remunerazione monetaria del tempo (price of time) e aggiustato per la remunerazione monetaria del rischio (price of risk).

Commento

1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010

- Il concetto di *price of risk* nasce dall'assunto fondamentale che gli agenti economici sono *avversi al rischio*, per cui l'accettazione di un rischio va ricompensata. Dato un cash flow incerto C , sia $E(C)$ il suo *valore atteso*. Evidentemente $E(C)$ è, per definizione, un importo certo. Un agente accetterà di passare da una posizione certa $E(C)$ a una posizione incerta C – accetterà cioè di acquistare l'importo incerto C pagando l'importo certo $E(C)$ alla data di esigibilità di C – solo se è *indifferente al rischio*. Gli agenti avversi al rischio richiedono invece una remunerazione per passare da una posizione certa a una incerta. Se C ha segno contabile positivo, se cioè si tratta dell'acquisto di una attività (*asset*), tali agenti accetteranno di pagare un prezzo P *minore* di $E(C)$: richiederanno cioè uno *sconto* $E(C) - P$. Se C ha segno contabile negativo, cioè se si tratta di rilevare un debito (una *liability*), gli agenti richiederanno una remunerazione P *maggiore* di $E(C)$, cioè un *premio* $P - E(C)$. In sintesi, per un agente avverso al rischio una attività rischiosa ha valore minore del suo valore atteso, mentre una passività rischiosa ha valore maggiore.

2011
2012
2013
2014
2015
2016

- Se si ha un valore stimato \hat{C} di C , la differenza $\hat{C} - E(C)$ non ha il significato di un aggiustamento (premio/sconto) per il rischio, ma misura solo la distorsione della stima e quantifica la correzione richiesta per ottenere una stima a informazione piena (cioè il valore atteso).

19.8. Per incorporare il price of risk nel valore attuale si possono considerare i due metodi principali:

2017
2018
2019
2020
2021
2022
2023
2024
2025

- **Attualizzazione dell'equivalente certo (Discounted Certainty Equivalent, DCE).** *Si ricava un equivalente certo del flusso di cassa rischioso sommando un aggiustamento per il rischio (premio/sconto) al valore atteso del flusso di cassa, e si attualizza l'equivalente certo al tasso privo di rischio.*
- **Attualizzazione aggiustata per il rischio (Risk-Adjusted Discounting, RAD).** *Si sconta il flusso di cassa atteso sommando un aggiustamento per il rischio (premio/sconto) al tasso di attualizzazione. Questo tasso, che incorpora sia il price of time che il price of risk, è il tasso aggiustato per il rischio (risk-adjusted rate, risky rate), relativo al periodo di differimento considerato.*

Si possono anche considerare metodi misti, o ibridi, che combinano un'utilizzazione parziale dei due approcci.

2026
2027
2028
2029
2030

Commento

2031
2032
2033
2034
2035
2036
2037

- L'equivalente certo, per un dato agente, di un flusso di cassa rischioso C è l'importo certo P che l'agente accetta di scambiare con C alla stessa data di esigibilità. La differenza $P - E(C)$ (dove $E(C)$ è il valore atteso di C) è l'aggiustamento per il rischio, che sarà negativo (sconto) se C è una attività, e positivo (premio) se C è una passività. Se la data di esigibilità non è immediata, l'importo P , essendo per definizione un importo certo, verrà poi scontato al tasso privo di rischio.
- Quando nella valutazione è incluso un differimento temporale, è possibile tener conto del premio/sconto per il rischio attualizzando direttamente $E(C)$, dopo aver applicato un

2038 aggiustamento per il rischio al tasso risk-free; l'aggiustamento sarà positivo (premio) se C è una
 2039 attività, e negativo (sconto) se C è una passività. Questo approccio è anche noto come "*expected*
 2040 *present value technique*".

2041 • In un approccio ibrido, l'aggiustamento per il rischio è applicato in parte al cash flow atteso, in
 2042 parte al tasso di sconto. In genere i due tipi di aggiustamento sono relativi a rischi di natura diversa.
 2043 E' comunque essenziale verificare che il procedimento non dia luogo a doppi conteggi.

2044 • Se è disponibile un valore stimato \hat{C} per il cash flow C , è necessario rettificare la stima sottraendo
 2045 la distorsione $\Delta = \hat{C} - E(C)$ prima di applicare l'aggiustamento per l'equivalente certo, o prima di
 2046 applicare il tasso di sconto aggiustato per il rischio.

2047

2048

2049 **19.9. Se il flusso di cassa rischioso da valutare è una attività e se il valore attuale è ottenuto col metodo**
 2050 **DCE, l'equivalente certo del flusso di cassa andrà ottenuto applicando una adeguata detrazione**
 2051 **(sconto) al valore atteso del flusso di cassa.**

2052

2053 Commento

2054 • La detrazione è denominata "*sconto per il rischio*" (premio al rischio negativo), inteso,
 2055 evidentemente, come un importo. Più alto è il livello di rischiosità dell'*asset cash flow*, più elevato
 2056 sarà lo sconto incorporato nell'equivalente certo e più basso sarà il valore attuale ottenuto.

2057

2058

2059 **19.10. Se il flusso di cassa rischioso da valutare è una passività e se il valore attuale è ottenuto col**
 2060 **metodo DCE, l'equivalente certo del flusso di cassa andrà ottenuto applicando una adeguata**
 2061 **maggiorazione (premio, caricamento) al valore atteso del flusso di cassa.**

2062

2063 Commento

2064 • La maggiorazione è nota come "*premio per il rischio*", ovviamente espresso come un importo. Più
 2065 alto è il livello di rischiosità del *liability cash flow*, più elevato sarà il premio incorporato
 2066 nell'equivalente certo e più alto sarà il valore attuale ottenuto.

2067 • Se nella valutazione si include il *non-performance risk*, l'"effetto varianza", cioè l'aumento di
 2068 incertezza causato dalla possibilità di default, genererà una componente di premio al rischio che
 2069 innalzerà il valore attuale della passività. Questo effetto però non sarà in genere così elevato da
 2070 compensare l'"effetto media", cioè l'abbattimento del valore atteso del cash flow ottenuto
 2071 considerando la probabilità di default e la "*loss given default*".

2072

2073 **19.11. Se il flusso di cassa rischioso da valutare è una attività e se il valore attuale è ottenuto col metodo**
 2074 **RAD, il tasso aggiustato per il rischio dovrà includere una adeguata maggiorazione del tasso privo**
 2075 **di rischio (relativo al periodo di differimento considerato).**

2076

2077 Commento

2078 • A parità di periodo di differimento, più alto è il livello di rischiosità del flusso di cassa, più elevato
 2079 sarà il tasso aggiustato per il rischio e più basso sarà il valore attuale ottenuto. La differenza
 2080 (*interest rate spread*) tra il tasso aggiustato per il rischio e il tasso privo di rischio è il "*premio per il*
 2081 *rischio*" (*risk premium*), evidentemente espresso qui come differenza di rendimenti.

2082 Il metodo RAD per la valutazione di *asset cash flow* è di vastissima utilizzazione, in particolare nelle
 2083 valutazioni d'impresa.

2084
 2085

2086 **19.12. Se il flusso di cassa rischioso da valutare è una passività e se il valore attuale è ottenuto col**
 2087 **metodo RAD, il tasso aggiustato per il rischio dovrà includere una adeguata riduzione del tasso**
 2088 **privo di rischio (relativo al periodo di differimento considerato).**

2089
 2090

Commento

2091 • La minorazione del tasso *risk-free* potrà anche portare a valori negativi del tasso aggiustato per il
 2092 rischio. Può cioè accadere che l'effetto sul tasso del *price of risk* sia maggiore dell'effetto del *price*
 2093 *of time*.

2094 • Il metodo RAD per la valutazione di *liability cash flow* è di utilizzabilità molto limitata. Per questo
 2095 tipo di applicazioni sono preferibili metodi alternativi, in particolare il DCE nelle sue varie accezioni.

2096 • Se nella valutazione si include il non-performance risk ma non si è considerato l'“effetto media” sul
 2097 flusso di cassa, se cioè non si è effettuato l'abbattimento del flusso di cassa atteso dovuto per il
 2098 possibile default, l'effetto media dovrà essere incorporato nel tasso di sconto, che risulterà di
 2099 conseguenza adeguatamente *maggiorato*. Naturalmente la maggiore incertezza del cash flow
 2100 richiederà di includere anche un “effetto varianza”, cioè di aggiungere un premio al rischio
 2101 propriamente inteso. Ciò comporterà una revisione al ribasso del tasso di sconto; di entità tale,
 2102 però, da non poter compensare la maggiorazione dovuta all'effetto media.

2103
 2104

**19.13. In generale i premi al rischio, e quindi i tassi aggiustati per il rischio, sono specifici (entity specific),
 in quanto, 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, andrà fatto 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.**

2107
 2108
 2109
 2110

Commento

2112 • Esiste un'ampia gamma di metodi e modelli finalizzati a orientare in senso oggettivo la scelta del
 2113 premio al rischio, o comunque a facilitare il consenso delle parti interessate sulla determinazione
 2114 del suo livello. Esempi di rilievo sono il *Capital Asset Pricing Model*, per la determinazione dei tassi
 2115 aggiustati per il rischio, e il metodo delle *probabilità risk-neutral*, per ricavare equivalenti certi “di
 2116 mercato”.

20. Tasso di sconto e periodo di riferimento

2117
 2118

**20.1. 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 col tasso relativo alla
 scadenza corrispondente.**

2122
 2123
 2124
 2125
 2126

2127

2128 Commento

- 2129 • Se alla data di valutazione 0 si considera una sequenza costituita dai flussi di cassa C_k esigibili alla
 2130 data futura t_k (per $k = 1, 2, \dots, n$) e se r_k è il tasso di sconto adeguato per la scadenza t_k , il valore
 2131 attuale della sequenza è dato da $V = \sum_{k=1}^n C_k (1 + r_k)^{-t_k}$.
- 2132 • Il metodo della struttura per scadenza è quello tipicamente utilizzato per la valutazione di mercato
 2133 dei contratti finanziari. Ad ogni istante di mercato aperto sono osservabili sia la struttura per
 2134 scadenza dei tassi *risk-free* (relativa a una fissata valuta), sia le strutture per scadenza dei tassi *risk-*
 2135 *adjusted*, relative a contratti obbligazionari con diverso merito di credito (*rating* creditizio). La
 2136 differenza tra la struttura *risk-adjusted* per un fissato rating e la struttura *risk-free* individua la
 2137 *struttura per scadenza degli spread creditizi* relativa a quel rating.

2138

2139 **20.2. È spesso ammissibile un approccio semplificato, basato sull'uso di un unico tasso di sconto "medio"**
 2140 ***r* per l'attualizzazione di tutti i flussi di cassa della sequenza da valutare. Questo tasso medio può**
 2141 ***essere ottenuto con metodi diversi. Un approccio tipico è quello della scadenza media: *r* è scelto***
 2142 ***come il tasso relativo alla scadenza "media" della sequenza (anche in questo caso, potendo la***
 2143 ***media essere definita con diverse modalità).***

2144 ***Un metodo alternativo è quello del tasso equivalente, o tasso interno di rendimento (TIR): *r* è il***
 2145 ***tasso costante che produce lo stesso valore attuale ottenuto usando la struttura per scadenza dei***
 2146 ***tassi (cioè scontando ogni flusso di cassa al tasso relativo alla scadenza corrispondente).***

2147 Commento

- 2148
- 2149 • Se alla data di valutazione 0 si considera una sequenza costituita dai cash flow C_k esigibili alla data
 2150 futura t_k e se r_k è il tasso di sconto per la scadenza t_k , il valore attuale della sequenza al tasso r è
 2151 dato da $\sum_{k=1}^n C_k (1 + r)^{-t_k}$. Se r è scelto col metodo del TIR si avrà, per definizione, l'uguaglianza
 2152 $\sum_{k=1}^n C_k (1 + r)^{-t_k} = \sum_{k=1}^n C_k (1 + r_k)^{-t_k}$.
- 2153 • L'approccio semplificato del tasso costante è quello tipicamente usato nelle valutazioni d'impresa.
 2154 Se il cash flow stream da attualizzare è di tipo "perpetuo", il tasso da applicare sarà quello relativo
 2155 alla più lontana tra le scadenze significative disponibili.
- 2156 • L'effetto dell'applicazione di un unico tasso, invece di un'intera struttura di tassi, è quello di
 2157 considerare una "media" dei price of time e, nel caso di cash flow rischiosi, uno spread "medio",
 2158 corrispondente a una valutazione sintetica della rischiosità del cash flow stream nel suo complesso.

2159 Annex

- 2160
- 2161 • In molte applicazioni, in particolare di valutazione d'impresa, la sequenza di cash flow da valutare al
 2162 tempo 0 è costituita da una successione periodica di un numero infinito di cash flow, tutti con
 2163 stesso valore C ed esigibili alle date $k = 1, 2, \dots$. Per la nota proprietà delle progressioni
 2164 geometriche $\sum_{k=1}^{\infty} (1 + r)^{-k} = 1/r$, si conclude che il valore attuale della successione di cash flow
 2165 è dato semplicemente da $V = C/r$ (valore attuale al tasso r di una rendita perpetua - *perpetuity* -
 2166 di rata C). È opportuno sottolineare che questo semplice risultato è valido se la successione di cash
 2167 flow è periodica, se C è esigibile alla fine di ciascun periodo e se il tasso di sconto r è espresso su
 2168 base periodale. Tipicamente il periodo è annuale: i cash flow saranno quindi annui, istantanei e
 2169 posticipati.

- 2170 • Il risultato si estende a una sequenza perpetua di cash flow che siano rivalutati a un *tasso costante*
 2171 *di crescita g* , cioè a una successione di poste $C_k = C (1 + g)^{k-1}$ esigibili alla data $k = 1, 2, \dots$. Se
 2172 g è minore di r , in questo caso il valore attuale al tasso r del flusso è dato da $V = C/(r - g)$.
- 2173 • Nelle applicazioni pratiche il tasso di crescita, o di sviluppo, deve essere scelto in modo giustificabile
 2174 e credibile. Nelle valutazioni di azienda, in particolare, l'esperto deve controllare che questo tasso
 2175 sia coerente con le condizioni specifiche e di ambiente, esplicitando le ipotesi relative. In questi casi
 2176 sono rilevanti lo scenario di settore, la sostenibilità del vantaggio competitivo e la coerenza con i
 2177 *driver* di valore. In queste applicazioni si ha lo schema tipico di una successione infinita di cash flow
 2178 (annui, istantanei e posticipati) composta da una sequenza disponibile per un periodo iniziale di T
 2179 anni - il "periodo di previsione esplicita" - e da una successiva sequenza perpetua - il "flusso
 2180 stabilizzato" -, ottenuta proiettando il cash flow terminale del periodo di previsione esplicita
 2181 tramite un opportuno tasso di sviluppo; e anche i cash flow del periodo di previsione esplicita
 2182 potranno essere proiettati con un apposito tasso di sviluppo. Ambedue questi tassi, comunque,
 2183 dovranno essere scelti rispettando i requisiti di coerenza e credibilità.

2184

2185 **21. Metodi e modelli per l'attualizzazione aggiustata per il rischio (*Risk-Adjusted*** 2186 ***Discounting*)**

2187

2188 Commento di premessa

- 2189 • I flussi di cassa ai quali si può applicare il *risk-adjusted discounting* (RAD) possono avere origine e
 2190 natura disparate e i tassi di sconto applicati dovranno essere scelti coerentemente. Possono aversi
 2191 per esempio sequenze di cash flow reddituali, monetari, di tipo "*asset side*", di tipo "*equity side*"; e
 2192 gli importi considerati potranno essere espressi in termini nominali oppure reali. In corrispondenza
 2193 di ciascuna tipologia di flusso esistono metodi e modelli per caratterizzare gli adeguati tassi di
 2194 attualizzazione.
- 2195 • Nella valutazione d'impresa sarà particolarmente rilevante la forma della *struttura finanziaria*, cioè
 2196 quale frazione del capitale d'impresa è in forma di *equity* (mezzi propri) e quale in forma di *debito*,
 2197 e come quest'ultima è eventualmente suddivisa nelle varie forme tecniche di indebitamento.
 2198 Queste due componenti fondamentali hanno profili di rischiosità differenti e i relativi cash flow
 2199 andranno attualizzati con gli adeguati tassi di sconto: il *costo-opportunità dei mezzi propri* (*cost of*
 2200 *equity*) e il *costo medio ponderato del capitale* (*weighted-average cost of capital*).
- 2201 • Dato che il metodo RAD può presentare criticità se applicato alla valutazione di passività (liability)
 2202 rischiose (flussi di cassa con valore atteso negativo), si sottintenderà che i cash flow rischiosi
 2203 considerati in questa sezione siano *asset cash flow* (con valore atteso positivo). Inoltre si intenderà
 2204 sempre che i tassi considerati siano espressi su base annua.

2205

2206 **21.1. Il tasso privo di rischio (*risk-free*) r_f è il rendimento riconosciuto in un mercato in equilibrio per** 2207 ***prestiti considerati esenti da incertezza. Ne consegue che un flusso di cassa futuro non rischioso va*** 2208 ***scontato col tasso privo di rischio (relativo al periodo di differimento).***

2209

2210 Commento

- 2211 • Il tasso privo di rischio si ricava dall'osservazione del mercato alla data di valutazione. I dati da
 2212 considerare sono i prezzi (o i rendimenti) di obbligazioni "tripla A". Per l'area Euro la curva tripla A è

2213 stimata giornalmente dalla Banca Centrale Europea e pubblicata nella pagina *Euro area yield curve*
 2214 del sito web BCE.

2215 • In periodi particolari di “*market distress*” è possibile che la curva tripla A fornisca una sottostima
 2216 dei tassi privi di rischio a causa di fenomeni di “*flight-to-quality*”. In queste situazioni si può fare
 2217 riferimento ai “tassi zero-coupon” ricavati dai tassi degli *Interest Rate Swap*, che però è opportuno
 2218 abbattere leggermente (in situazioni normali, 10-30 punti base) per tener conto della presenza di
 2219 un limitato rischio di credito.

2220 • Può essere ammissibile, invece di fare riferimento a una singola osservazione “puntuale” dei tassi,
 2221 usare una media di osservazioni su un periodo storico recente. Il periodo di osservazione dovrà
 2222 comunque includere la data di valutazione e non dovrà essere troppo esteso; una lunghezza annua
 2223 può essere indicata come la durata massima utilizzabile.

2224

2225 **21.2. Il costo-opportunità dei mezzi propri (cost of equity) k_e di un'impresa è il rendimento riconosciuto**
 2226 **agli investitori in un mercato in equilibrio per l'investimento in capitale di rischio. Il cost of equity**
 2227 **stimato sul mercato, con riferimento a un campione di imprese quotate ritenute tra loro**
 2228 **confrontabili, può essere quindi usato per attualizzare flussi di risultati futuri la cui rischiosità sia**
 2229 **ritenuta analoga a quella del campione.**

2230 **Il tasso k_e è appropriato per attualizzare tutti i flussi di risultato di tipo equity side (o levered), cioè**
 2231 **i flussi di pertinenza dei titolari del capitale (utili netti o flussi di cassa disponibili per i soci).**

2232

2233

2234 Commento

2235 *Il CAPM per la determinazione del cost of equity*

2236 • Il modello standard per la determinazione del *cost of equity* è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.
 2237 Questo modello ha la doppia valenza di metodo di valutazione di “asset” rischiosi e di criterio guida
 2238 nella scelta degli investimenti (*portfolio selection*). Il CAPM definisce una misura di *rischio*
 2239 *sistematico* (rischio non eliminabile per diversificazione) e stabilisce che, in un mercato in
 2240 equilibrio, i premi per il rischio (in termini di tasso di rendimento atteso) sono proporzionali al
 2241 rischio sistematico. Questa regola di proporzionalità realizza nel modo più semplice un
 2242 fondamentale principio di efficienza del mercato, per cui i prezzi si aggiustano in modo tale che
 2243 solamente il rischio non eliminabile per diversificazione viene remunerato (*principio del rischio*
 2244 *sistematico*). Il CAPM è un “modello quantitativo stimabile”, nel senso che è rappresentabile in
 2245 formule matematiche esplicite, che utilizzano quantità che possono essere numericamente
 2246 specificate, con metodi statistici, sulla base di osservazioni del mercato.

2247 • Il risultato principale del CAPM è l'equazione della *Security Market Line (SML)*. Con riferimento al
 2248 cash flow generato a una certa data futura da una attività, reale o finanziaria (*asset*), l'equazione
 2249 della SML esprime k_e come la somma del tasso privo di rischio e di un premio al rischio:

$$2250 \quad k_e = r_f + \beta ERP,$$

2251 dove:

- 2252 • r_f è il tasso risk-free,
- 2253 • $ERP = r_M - r_f$ è l'*Equity Risk Premium* (premio per il rischio del portafoglio di mercato), con
 2254 r_M rendimento atteso del *portafoglio di mercato (market portfolio)*,
- 2255 • β (detto anche *beta unlevered*) è una misura di rischio sistematico caratteristica del cash flow
 2256 da valutare.

2257 Il coefficiente “beta” è espresso, a sua volta, dalla relazione:

$$\beta = \rho \frac{\sigma}{\sigma_M},$$

2258 dove:

- 2259 • σ è la deviazione standard del rendimento (volatilità) del cash flow da valutare,
- 2260 • σ_M è la deviazione standard del rendimento (volatilità) del portafoglio di mercato,
- 2261 •
- 2262 • ρ è il coefficiente di correlazione tra il rendimento del cash flow e il rendimento del
- 2263 portafoglio di mercato.

2264 • L’equazione della SML stabilisce quindi che il premio al rischio $k_e - r_f$ è proporzionale al rischio
 2265 sistematico β tramite la costante di proporzionalità ERP . Questa costante è una caratteristica del
 2266 market portfolio M , che rappresenta il mix ottimale di soli asset rischiosi nel mercato considerato.
 2267 Naturalmente tutte le quantità che compaiono nell’equazione della SML andranno stimate da dati
 2268 di mercato. Le metodologie disponibili sono molteplici, e possono condurre a valori stimati anche
 2269 notevolmente diversi tra loro. Sarà compito del valutatore illustrare e giustificare l’uso dei metodi e
 2270 dei dati utilizzati.

2271 • Sarà anche compito del valutatore includere nel calcolo del *cost of equity* tutti gli effetti dovuti a
 2272 eventuali scostamenti dalle ipotesi teoriche del CAPM. Per esempio, saranno necessari
 2273 aggiustamenti per tener conto della eventuale presenza di rischio specifico in aggiunta a quello
 2274 sistematico, o per compensare nel modo appropriato la presenza di rischio paese nel tasso “risk-
 2275 free” utilizzato per il calcolo dei premi al rischio.

2276 • I tassi di interesse considerati nella versione standard del CAPM sono riferiti a un’unica scadenza,
 2277 convenzionalmente definita. Nelle applicazioni sarà necessario quindi prefissare una scadenza di
 2278 riferimento considerata rappresentativa. In molti casi la scelta è quella di riferirsi a rendimenti
 2279 decennali.

2280 • Nelle applicazioni relative a valutazioni d’azienda il beta rappresenta tutti i rischi dell’impresa, sia
 2281 operativi che finanziari. Il suo valore risente quindi della struttura finanziaria caratteristica
 2282 dell’impresa, e in particolare dell’ammontare e della qualità dell’eventuale componente di debito.
 2283 Per questo motivo il beta in questi casi è definito “levered”.

2284 • E’ opportuno ricordare che nel CAPM i tassi k_e e r_M hanno il significato di rendimenti attesi
 2285 (*expected return*). In effetti il CAPM è un modello stocastico (cioè definito in condizioni di
 2286 incertezza), in cui i rendimenti degli asset sono variabili aleatorie, caratterizzate da una specificata
 2287 distribuzione di probabilità (spesso ipotizzata normale). I tassi k_e e r_M coinvolti nell’equazione della
 2288 SML sono le medie delle corrispondenti variabili aleatorie, le quantità che determinano il beta sono
 2289 varianze e covarianza di queste variabili.

2290

2291 **21.3. Il costo medio ponderato del capitale finanziario (weighted-average cost of capital, WACC) k di**
 2292 **un’impresa è una media del costo dei mezzi propri e del costo dell’indebitamento, riferiti a una**
 2293 **struttura finanziaria normale.**

2294 ***Il tasso k è appropriato per attualizzare tutti i flussi di cassa di tipo asset side (o unlevered), cioè i***
 2295 ***flussi di risultato che sono pertinenza di tutti i finanziatori dell'impresa (risultati operativi o flussi***
 2296 ***monetari operativi, al netto delle imposte di pertinenza).***

2297

2298 Commento

2299 • Sotto condizioni appropriate, il WACC si può ricavare dall'espressione:

2300

$$k = k_e \frac{S}{B + S} + k_d(1 - \tau) \frac{B}{B + S},$$

2301

2302

dove:

2303

- k_e è il costo-opportunità dei mezzi propri,

2304

- k_d è il costo dell'indebitamento,

2305

- S è il valore di mercato dell'equity (*Stock*),

2306

- B è il valore di mercato del debito (*Bond*),

2307

- τ è l'aliquota fiscale.

2308

2309

Il costo dell'indebitamento (*cost of debt*) k_d è ottenuto, a sua volta, come la media ponderata dei tassi di interesse pagati dall'impresa per le varie forme tecniche di raccolta diverse dall'equity.

2310

2311

- Va inteso che il livello dell'indebitamento k_d non deve essere eccessivo, per evitare che l'espressione del WACC generi effetti di agevolazione fiscale alimentati in modo improprio da condizioni di dissesto finanziario. La condizione di indebitamento "normale" è quella che garantisce l'accostamento delle valutazioni *asset-side* a quelle *equity-side*.

2312

2313

2314

2315

- Naturalmente per un'impresa unlevered si avrà $k = k_e$.

2316

- In una valutazione d'impresa, il valore attuale ottenuto scontando col WACC sarà il valore del capitale investito lordo (*enterprise value*), comprensivo della componente di debito. Questa andrà quindi detratta dal totale se si vuole ottenere il solo valore dell'equity.

2317

2318

2319

- In generale il debito d'impresa non è esente da rischio, e anche per k_d si può adottare una rappresentazione ispirata al CAPM, ponendo:

2320

2321

$$k_d = r_f + \beta_d ERP,$$

2322

2323

dove β_d è il "beta del debito". L'uguaglianza di k_d col tasso risk-free si avrà solo se β_d è nullo. Se il valore di β_d non si discosta molto dal valore nullo, il valore B dell'indebitamento è spesso posto uguale al suo valore nominale.

2324

2325

2326

Dato che di solito k_d è direttamente misurabile, in realtà l'equazione del CAPM può essere usata come un'espressione per stimare il beta del debito, essendo evidentemente: $\beta_d = (k_d - r_f)/ERP$.

2327

2328

Va osservato che la circostanza di β_d nullo risulta spesso non realizzata nella pratica e il suo sussistere andrà adeguatamente verificato.

2329

2330

- Il WACC è per definizione dipendente dalla struttura finanziaria – cioè dal rapporto di *leva finanziaria* $B/(S + B)$ – e dai collegati effetti fiscali. Sulla base del teorema di Modigliani-Miller, e

2331

2332 nei limiti di validità delle relative ipotesi, si ricava un'espressione alternativa del WACC basata sul
 2333 *costo del capitale operativo (unlevered cost of equity) k_a* ; si ha:
 2334

$$k = k_a \left(1 - \tau \frac{B}{B + S} \right).$$

2335 • Per la valutazione di *un'impresa multibusiness* andranno considerati separatamente i flussi di
 2336 risultati di pertinenza di ciascuna area di attività (*Business Unit, BU*), che saranno caratterizzati, in
 2337 generale, da differenti profili rischio-rendimento. Nella stima del WACC delle singole BU si dovrà
 2338 muovere dal beta unlevered dei singoli business.

2339 Annex

2340 • Il *costo del capitale operativo (unlevered cost of equity) k_a* per un'impresa è il rendimento
 2341 riconosciuto agli investitori in un mercato in equilibrio per sostenere il solo rischio operativo.
 2342 Quindi si avrà $k_a = k_e$ solo per un'impresa unlevered.
 2343 Anche per il tasso k_a si può adottare un modello di tipo CAPM, basandosi sulla relazione:
 2344

$$k_a = r_f + \beta_u ERP,$$

2345 dove β_u rappresenta il cosiddetto beta *unlevered*. Questa misura di rischiosità si può ricavare
 2346 esplicitando β_u nella:
 2347
 2348

$$\beta = \beta_u + (\beta_u - \beta_d)(1 - \tau) \frac{B}{S}, \quad (1)$$

2349 che è anch'essa conseguenza del teorema di Modigliani-Miller (*Proposition 2*). Per β_d nullo questa
 2350 espressione è nota come "formula di Hamada", una relazione di larga utilizzazione pratica. Va
 2351 ricordato comunque che le condizioni di applicabilità di questa formula debbono essere
 2352 adeguatamente verificate.
 2353
 2354
 2355

2356 **22. Metodi e modelli per l'attualizzazione dell'equivalente certo (*Discounted Certainty*** 2357 ***Equivalent*)**

2358 Commento di premessa

2360 • Va ricordato che quando un cash flow futuro rischioso è direttamente replicabile prendendo
 2361 posizioni di acquisto o vendita su contratti quotati sul mercato, il valore del cash flow dovrà
 2362 coincidere col prezzo di mercato del contratto. Nei fatti si realizza in questo modo una valutazione
 2363 basata su un *cost approach/market approach*. Nel caso di passività (liability), in particolare, questo
 2364 è l'approccio dell'"attività a copertura" (o del *corresponding asset*). Il problema della valutazione
 2365 diventa delicato quando questa logica non è percorribile, non esistendo contratti quotati che
 2366 replichino direttamente il flusso di cassa. In generale si tratta della situazione tipica di tutti i flussi di
 2367 cassa di tipo non finanziario.

2368 • Il metodo basato sull'equivalente certo (DCE), cui sono dedicati i punti che seguono, è lo schema
 2369 concettuale adeguato per concretizzare le possibili risposte a queste problematiche di valutazione.

2370 In particolare ci si concentrerà sui derivati e sui cash flow rappresentanti passività, per la cui
 2371 valutazione il DCE, nelle forme opportune, si propone come il metodo raccomandabile.
 2372 Naturalmente, dato che l'attualizzazione al tasso privo di rischio non presenta particolari problemi
 2373 metodologici, l'attenzione modellistica si concentra in queste situazioni sulla modalità di
 2374 determinazione dell'equivalente certo.

2375
 2376 **22.1. Se il flusso di cassa rischioso da valutare è non replicabile con attività quotate (unhedgeable),
 2377 l'equivalente certo è ottenuto sommando al valore atteso del flusso di cassa un adeguato
 2378 caricamento per il rischio (risk loading). Se il flusso di cassa è una liability (un asset) il risk loading è
 2379 positivo (negativo).**

2380
 2381 Commento

2382 • Se si considera un flusso di cassa rischioso C esigibile in t , secondo questo approccio DCE con risk
 2383 loading (DCE/RL) il valore attuale di C è ottenuto come:

$$2384 \quad V = (1 + r_f)^{-t} [E(C) + L],$$

2385
 2386 dove r_f è il tasso *risk-free*, $E(C)$ è il valore atteso (*probability-weighted average*) di C e L è il
 2387 caricamento per il rischio.

2388 Il risk loading L è positivo se C è una passività, ed è tanto maggiore quanto maggiore è la rischiosità
 2389 di C e quanto maggiore è l'avversione al rischio del valutatore.

2390
 2391 • *Risk loading esplicito*

2392 Si tratta di un metodo di valutazione a caricamento esplicito, nel senso che il caricamento per il
 2393 rischio – il premio per il rischio in termini monetari – è calcolato esplicitamente, invece di essere
 2394 implicitamente incorporato nel valore V (per esempio attraverso un aggiustamento del tasso di
 2395 sconto).

2396 • *Valutazione di liability assicurative*

2397 Nelle applicazioni assicurative il caso più rilevante si ha quando il cash flow rischioso C rappresenta
 2398 il valore della prestazione dovuta al beneficiario (*policyholder*) alla data t da una compagnia di
 2399 assicurazione. In generale, i cash flow che rappresentano prestazioni, quindi *liability*, assicurative
 2400 sono esposti a incertezza sia di tipo "tecnico" (attuariale) che di tipo finanziario. Come criterio
 2401 indicativo si può assumere che sono assimilabili a cash flow *unhedgeable* (non replicabili con
 2402 contratti di mercato) solo le *liability* assicurative caratterizzate in modo preponderante da
 2403 incertezza di tipo tecnico. Per la valutazione di questi cash flow il metodo DCE/RL è da considerarsi
 2404 quello più adeguato.

2405
 2406 **22.2. Se il flusso di cassa rischioso da valutare è il valore a scadenza (payoff) di un contratto derivato non
 2407 esposto a rischio di controparte, la valutazione andrà effettuata col metodo DCE.**

2408 **Se il payoff è indipendente dai tassi di interesse, l'equivalente certo è il valore atteso del payoff
 2409 calcolato secondo le probabilità risk-neutral.**

2410 **Se il payoff non è indipendente dai tassi di interesse, l'equivalente certo va calcolato come valore
 2411 atteso del payoff secondo le probabilità forward risk-neutral.**

2412 **Le probabilità (forward) risk-neutral andranno ricavate calibrando sul mercato alla data di
 2413 valutazione un opportuno asset model .**

2414
 2415 Commento

- 2416 • *Contratti derivati privi di rischio di controparte*
 2417 In generale il *payoff* di un contratto derivato è esposto sia ai rischi che caratterizzano il contratto
 2418 sottostante (rischio azionario, rischio di tasso di interesse, rischio di cambio, rischio di insolvenza,
 2419 etc.), sia al rischio che la parte che deve consegnare il *payoff* possa non onorare, in tutto o in parte,
 2420 l'impegno assunto. Ci si riferisce in questa sezione ai derivati che possono essere considerati privi di
 2421 rischio di controparte, nel senso che la consegna del *payoff* è considerata esente da incertezza.
- 2422 • *Lo schema della valutazione DCE/RN*
 2423 Se si considera un cash flow rischioso C disponibile con certezza in t (e indipendente dai tassi di
 2424 interesse), secondo l'approccio DCE con probabilità *risk-neutral* (DCE/RN) il valore attuale di C è
 2425 ottenuto come:
 2426
- $$2427 \quad V = (1 + r_f)^{-t} E^{RN}(C),$$
- 2428
 2429 dove r_f è il tasso privo di rischio e $E^{RN}(C)$ è il valore atteso di C secondo le probabilità *risk-*
 2430 *neutral*.
- 2431 • *Risk loading implicito*
 2432 Rispetto al DCE con caricamento esplicito (DCE/RL), in questo caso si ha un *risk loading implicito*,
 2433 definibile come $L = E^{RN}(C) - E(C)$. Il segno di questo premio per il rischio dipenderà dal valore
 2434 delle probabilità *risk-neutral*. Nella valutazione di derivati, L non dipende dall'avversione al rischio
 2435 del valutatore, ma è determinato dai dati di mercato (è cioè quello implicitamente incorporato nei
 2436 prezzi osservati). In questo senso, si può dire che L esprime l'aggiustamento per il rischio richiesto
 2437 dall'agente rappresentativo del mercato.
- 2438 • Dato che le probabilità *risk-neutral* sono individuate dalla calibratura di un *asset model* sui dati di
 2439 mercato, il metodo è anche qualificato come "*marked-to-model approach*". Metodologie di questo
 2440 tipo sono necessarie quando il mercato di riferimento è *ipotetico* (o *potenziale*).
- 2441 • *Equivalente certo di mercato*
 2442 L'approccio DCE/RN è tipico nei modelli di *option pricing*, quando cioè il flusso di cassa da valutare
 2443 è il *payoff* di un contratto di *opzione finanziaria* o, più in generale, il *payoff* di un contratto derivato.
 2444 In queste applicazioni, dove la valutazione ha la finalità specifica di produrre un prezzo di mercato
 2445 esente da arbitraggi, la determinazione dell'equivalente certo ha speciali caratteristiche di
 2446 oggettività, essendo dettata dall'osservazione del mercato: una volta scelto il modello di *option*
 2447 *pricing*, la struttura delle probabilità *risk-neutral* è individuata calibrando il modello sui dati correnti
 2448 di mercato (prezzi, tassi, volatilità); l'equivalente certo è calcolato di conseguenza e può essere
 2449 inteso come un "equivalente certo di mercato".
- 2450 • *Replicabilità e valutazione marked-to-model*
 2451 Il presupposto per la corretta applicazione della metodologia DCE/RN è che il flusso di cassa da
 2452 valutare sia *hedgeable*; sia cioè *replicabile* con un portafoglio di prodotti quotati sul mercato. I
 2453 *payoff* dei contratti derivati sono, almeno in linea di principio, replicabili (questo è anche il motivo
 2454 per cui il *trading* di derivati è largamente esposto ad arbitraggi). Per cash flow che non possano
 2455 essere considerati *hedgeable*, l'approccio delle probabilità *risk neutral* non è in generale un metodo
 2456 di valutazione affidabile e sono preferibili approcci alternativi, come il DCE con *risk loading* esplicito
 2457 (DCE/RL). L'approccio DCE/RN estende l'applicabilità della logica del *corresponding asset* a
 2458 situazioni in cui un vero e proprio asset a copertura non esiste e quindi una effettiva valutazione

2459 “*marked-to-market*” è preclusa. Nell’approccio DCE/RN il portafoglio replicante (o portafoglio di
 2460 *hedging*) è di solito effettivamente costruibile solo sotto forti ipotesi di perfezione del mercato. Si
 2461 tratta inoltre di un portafoglio *dinamico*, nel senso che la sua struttura cambia continuamente nel
 2462 tempo (realizza quindi una *dynamic hedging strategy*). Dato che il portafoglio replicante è
 2463 generalmente individuato sulla base di un modello stocastico di *pricing*, il DCE/RN realizza una
 2464 valutazione *marked-to-model*.

2465 • *Margini di discrezionalità residui*
 2466 Nonostante il metodo *marking-to-model* elimini la soggettività dell’avversione al rischio individuale,
 2467 restano comunque al valutatore evidenti margini di discrezionalità nel calcolo dell’equivalente
 2468 certo, dovuti sia alla scelta del modello, sia alle tecniche statistiche e ai dati utilizzati per la
 2469 calibratura. Tutte queste scelte dovranno essere adeguatamente documentate.

2470 • In nessun senso le probabilità (forward) risk neutral possono essere interpretate come “probabilità
 2471 naturali” (*real world probabilities*), cioè come opinioni probabilistiche sui possibili valori del cash
 2472 flow da valutare. Essendo distorte dai premi al rischio impliciti, non hanno alcun valore previsivo,
 2473 ma sono un mero strumento tecnico per produrre un prezzo *market consistent*.

2474 • *Passività assicurative hedgeable*
 2475 In molte liability assicurative dei rami vita è presente anche incertezza finanziaria, spesso in modo
 2476 preponderante rispetto ai rischi tecnici. L’esempio tipico è quello delle polizze *rivalutabili* (*profit*
 2477 *sharing policies*). La struttura finanziaria di queste prestazioni vita è tale da renderle di fatto
 2478 assimilabili a payoff di contratti derivati. Se si prescinde dai rischi tecnici, quindi, l’approccio
 2479 adeguato alla valutazione di queste passività assicurative è quello del DCE/RN.

2480 Questa è anche l’indicazione contenuta nella Direttiva Quadro Solvency II. Per la valutazione delle
 2481 prestazioni assicurative i cui cash flow “*can be replicated reliably using financial instruments*” – che
 2482 siano quindi di tipo *hedgeable* – la Direttiva stabilisce che “*In this case, separate calculations of the*
 2483 *best estimate and the risk margin shall not be required*”, e che “*technical provisions shall be*
 2484 *calculated as a whole*”. Il metodo DCE/RN realizza correttamente questo approccio a *risk loading*
 2485 implicito.

2486

2487 Annex

2488 *Option pricing*

2489 • Il payoff in t di un’opzione *call europea* su un’azione (stock) che non paga dividendi, con tempo di
 2490 esercizio t e prezzo di esercizio K , ha, per definizione contrattuale, la forma $C_t = \max(S_t - K, 0)$,
 2491 dove S_t è il prezzo in t dello stock sottostante. L’equivalente certo di C_t è il valore atteso $E^{RN}(C_t)$
 2492 del payoff calcolato secondo le probabilità *risk-neutral*. Dato che C_t si può assumere indipendente
 2493 dai tassi di interesse, in questo caso le probabilità *risk-neutral* e quelle *forward risk-neutral*
 2494 coincidono.

2495 Nel modello di *Black e Scholes* (BS) la distribuzione *risk-neutral* è lognormale con parametro di
 2496 media istantanea r (rendimento privo di rischio) e parametro di varianza istantanea σ^2 (quadrato
 2497 della volatilità). Ne risulta che l’equivalente certo dell’opzione call ha la forma:

2498

$$E^{RN}(C_t) = S_0 e^{r t} N(d_1) - K N(d_2),$$

2499

2500 dove N è la cumulata della distribuzione normale standard, calcolata su due specificati punti d_1 e
 2501 d_2 (nella cui determinazione entra anche la volatilità). Il prezzo C_0 della call si ottiene scontando al
 2502 “tasso” risk-free:

$$2503 \\ 2504 C_0 = e^{-r t} E^{RN}(C_t) = S_0 N(d_1) - K e^{-r t} N(d_2). \\ 2505$$

2506 • La forma dell’espressione per C_0 è conseguenza del fatto che il *payoff* C_0 della call è replicabile (e
 2507 quindi è hedgeable) acquistando $N(d_1)$ unità dello stock sottostante e vendendo allo scoperto
 2508 $N(d_2)$ zero-coupon bond non rischiosi con scadenza t e valore facciale K . Questo portafoglio stock-
 2509 bond è il portafoglio replicante l’opzione call e C_0 è il suo costo di acquisizione in 0.

2510 • Per verifica di coerenza, si consideri una call con $K = 0$. L’opzione equivale in questo caso a un
 2511 contratto che alla scadenza t garantisce la consegna del sottostante (che avrà valore S_t). Dato che
 2512 lo stock non paga dividendi, questo contratto dovrà equivalere a ricevere S_0 al tempo 0. Dalla
 2513 formula BS risulta che in questo caso è $N(d_1) = 1$ e quindi si ha $E^{RN}(C_t) = S_0 e^{r t}$: l’equivalente
 2514 certo è il prezzo *forward* del sottostante “per consegna in t ”. Si ottiene quindi la quadratura logica:
 2515 $C_0 = e^{-r t} E^{RN}(C_t) = S_0$.

2516 In questo caso il *payoff* del derivato si replica nel modo ovvio: acquistando in 0 una unità del
 2517 sottostante.

2518 • Nel modello BS la calibratura delle probabilità *risk-neutral* corrisponde a specificare S_0 e a scegliere
 2519 i parametri r_f e σ (rendimento *risk-free* e volatilità del sottostante) in coerenza coi valori osservati
 2520 sul mercato alla data di valutazione. Il rendimento r_f sarà scelto prendendo il punto della curva
 2521 risk-free corrispondente alla scadenza t dell’opzione. La volatilità σ verrà stimata su serie storica,
 2522 calcolando la varianza campionaria dei rendimenti dello stock sottostante (*historical volatility*);
 2523 oppure ricavando la volatilità implicita nel prezzo di analoghe opzioni quotate scritte sullo stesso
 2524 sottostante (*implied volatility*).

2525 • Il principio che il valore di arbitraggio di un *payoff* rischioso sia espresso come il valore attuale, al
 2526 tasso privo di rischio, del valore atteso del payoff secondo le probabilità (*forward*) *risk-neutral* è
 2527 comune a tutti i modelli di *option pricing* e, più in generale, a tutti i modelli per la valutazione
 2528 *arbitrage-free* dei derivati. Qualora non sia possibile esprimere il prezzo così ottenuto secondo una
 2529 formula esplicita (*pricing formula, closed form solution*), si ricorrerà all’uso di metodi numerici di
 2530 *pricing*. Si hanno tre classi principali di approcci numerici:

- 2531 • i metodi su reticolo (*lattice models*),
- 2532 • i metodi alle differenze finite (*finite difference methods*),
- 2533 • i metodi di simulazione Monte Carlo.

2534 Le specificità contrattuali dei derivati che usualmente rendono necessario il ricorso a metodi
 2535 numerici di pricing sono in genere:

- 2536 • complessità della formula che definisce il payoff (opzioni “esotiche”),
- 2537 • *path dependence*, cioè dipendenza del payoff dalla traiettoria di prezzo del sottostante
 2538 (opzioni “asiatiche”, opzioni *cliquet o ratchet*, ...),
- 2539 • diritto di esercizio anticipato (opzioni “americane”),
- 2540 • stacco di dividendi secondo schemi complessi.

2541 Va comunque precisato che questi metodi numerici – in particolare quelli su reticolo o quelli di
 2542 simulazione – non definiscono, in genere, modelli alternativi a quelli che forniscono formule chiuse,

2543 ma sono una loro riformulazione che ne rende possibile la “risoluzione” per via numerica. Così, per
 2544 esempio, il più famoso *lattice model*, il modello binomiale di Cox, Ross e Rubinstein, è di solito
 2545 calibrato in modo da replicare ed estendere il modello BS. Applicato al pricing di una call europea
 2546 fornirà quindi un valore identico (a meno delle approssimazioni numeriche) a quello ottenuto con
 2547 la formula BS. Se utilizzato per il *pricing* di una call asiatica, invece, produrrà un valore di prezzo non
 2548 ottenibile in forma chiusa col modello BS.

2549 • Nell’ambito dei modelli di option pricing, una classe di grande importanza è costituita dagli
 2550 “*interest rate model*”, finalizzati alla valutazione di derivati su tassi di interesse. In questo caso i
 2551 cash flow da valutare dipendono dall’andamento futuro dei tassi di interesse, ma valgono gli stessi
 2552 principi di valutazione, con l’unica differenza che in questo ambiente di tassi stocastici gli
 2553 equivalenti certi vanno calcolati con le probabilità *forward risk-neutral*. Naturalmente, in assenza di
 2554 rischio di tasso le probabilità *risk-neutral* e *forward risk-neutral* coincidono.

2555

2556 23. Metodi di valutazione ibridi

2557

2558 **23.1. Se il flusso di cassa da valutare è esposto sia a rischi hedgeable che a rischi unhedgeable la**
 2559 **valutazione andrà effettuata col metodo dell’equivalente certo scontato.**

2560 **Se i rischi hedgeable e unhedgeable sono indipendenti, l’equivalente certo potrà essere calcolato**
 2561 **come valore atteso neutralizzato per i soli rischi hedgeable, con l’aggiunta di un adeguato risk**
 2562 **loading per i rischi unhedgeable.**

2563

2564 Commento

2565 • Si consideri un importo C , esigibile in t , che sia esposto solo a rischi finanziari (hedgeable), e un
 2566 evento A , con probabilità p , la cui realizzazione non dipende da fatti di mercato, ed è quindi
 2567 esposto a incertezza *unhedgeable*. La situazione tipica si ha considerando un cash flow in t espresso
 2568 come il prodotto $C^* = C \cdot I_A$, dove I_A (l’indicatore dell’evento A) vale 1 oppure 0 a seconda che
 2569 l’evento A si riveli vero oppure falso.

2570 Secondo l’approccio DCE ibrido, il valore attuale di C^* è ottenuto come:

2571

$$V = (1 + r_f)^{-t} [p E^{RN}(C) + L]$$

2572

2573 dove r_f è il tasso *risk-free*, $E^{RN}(C)$ è il valore atteso di C secondo le probabilità *risk-neutral* che
 2574 compensano i rischi *hedgeable* di C , e L è il caricamento per il rischio relativo al solo evento A .

2575 La quantità $E^* = p E^{RN}(C)$ è il valore atteso di C^* neutralizzato rispetto ai soli rischi *hedgeable*, e
 2576 la somma $E^* + L$ è l’equivalente certo di C^* , con la componente di caricamento esplicito per i rischi
 2577 *unhedgeable*.

2578

2579 **23.2. Se il flusso di cassa da valutare è esposto a più di un tipo di rischio, si possono considerare metodi**
 2580 **ibridi RAD-DCE, nei quali l’aggiustamento per alcuni tipi di rischio è applicato al flusso di cassa**
 2581 **atteso (logica DCE), l’aggiustamento per altri tipi di rischio è applicato al tasso di sconto (logica**
 2582 **RAD).**

2583 Commento

2584 • Un esempio può aversi nella valutazione di *asset cash flow* tramite il CAPM nel caso in cui sia
 2585 presente anche una componente di rischio specifico. Invece di applicare un approccio RAD “totale”
 2586 scontando il cash flow atteso con il tasso privo di rischio maggiorato sia per il rischio sistematico

2587 che per quello specifico (metodo *total beta*), si può adottare un approccio ibrido RAD-DCE: a)
 2588 abbattendo il cash flow atteso per tener conto del rischio specifico; b) attualizzando questo
 2589 importo con il tasso fornito dall'equazione della Security Market Line, cioè col tasso ottenuto
 2590 maggiorando il tasso privo di rischio col premio βERP , relativo al solo rischio sistematico.

2591 • Un altro esempio di approccio ibrido RAD-DCE, in ambito assicurativo, è fornito dalla *riserva*
 2592 *matematica*, che definisce il valore delle prestazioni fornite da una polizza (o da un portafoglio di
 2593 polizze), convenzionalmente definito secondo l'attuale regime di solvibilità (*Solvency I*). La riserva
 2594 matematica di una prestazione è ottenuta calcolando il valore atteso della prestazione secondo le
 2595 "basi tecniche del primo ordine" e scontando questo valore con il "tasso tecnico". In *Solvency I* si
 2596 richiede che: a) il valore atteso secondo le basi del primo ordine fornisca una sovrastima del valore
 2597 atteso: si ha quindi una maggiorazione della passività con logica DCE/RN; b) il tasso tecnico sia
 2598 (almeno alla data di emissione della polizza) più basso del tasso privo di rischio in vigore sul
 2599 mercato: si ottiene quindi una ulteriore maggiorazione della *liability* con logica RAD. L'approccio
 2600 fornisce quindi una valutazione "prudenziale" della passività assicurativa, ottenuta includendo un
 2601 doppio caricamento implicito per il rischio, che viene applicato sia nel calcolo dell'equivalente
 2602 certo, sia nella scelta del tasso di sconto.

2603 • Può rientrare nella situazione qui considerata anche il caso di un contratto derivato esposto a
 2604 rischio di controparte. In questi casi il *payoff* del derivato è esposto sia ai rischi che caratterizzano il
 2605 contratto sottostante, sia al rischio che la parte che deve consegnare il *payoff* non onori l'impegno.
 2606 Anziché adottare un metodo DCE/RN "totale", è possibile, e spesso preferibile, adottare un
 2607 approccio ibrido RAD-DCE in cui si calcola l'equivalente certo del *payoff* col metodo DCE/RN
 2608 prescindendo dal rischio di controparte, e si sconta poi l'importo così ottenuto con un opportuno
 2609 tasso aggiustato per il rischio di default. Quando è possibile attribuire un rating creditizio alla parte
 2610 che deve consegnare il *payoff*, l'aggiustamento applicato al tasso risk free sarà dato dallo spread
 2611 creditizio osservato sul mercato in corrispondenza di questo rating (e in corrispondenza della
 2612 scadenza del *payoff*). Per la corretta applicazione del metodo è necessario verificare la validità
 2613 dell'ipotesi di indipendenza tra il rischio di default della controparte e i rischi che gravano sul
 2614 sottostante (in particolare il rischio di tasso di interesse).

2615
 2616

2617 **24. I tassi di cambio nelle valutazioni**

2618 **24.1. La valutazione deve essere effettuata nella valuta funzionale dell'entità aziendale da valutare, cioè**
 2619 **nella valuta dell'ambiente economico prevalente in cui questa opera.**

2620 Commento

2621 • La "valuta funzionale" è la valuta dell'ambiente economico prevalente in cui opera l'entità
 2622 aziendale, ovvero, normalmente, quello, in cui essa genera e impiega le disponibilità liquide. Nel
 2623 caso in cui l'entità aziendale rediga un bilancio secondo un set di *standard* contabili che prevedono
 2624 l'individuazione della "valuta funzionale", questa sarà utilizzata anche per la valutazione.

2625

2626 • Nel caso in cui il set di *standard* contabili non preveda l'individuazione della "valuta funzionale",
 2627 questa potrà essere definita avendo riferimento ai criteri stabiliti dal principio contabile
 2628 internazionale IAS 21, *Effetti delle variazioni dei cambi e delle valute estere*. In particolare, potranno

2629 essere presi in considerazione i seguenti elementi: a) la valuta: i) che influisce principalmente sui
 2630 prezzi di vendita di beni e servizi; e ii) del paese le cui forze competitive e la cui normativa
 2631 determinano principalmente i prezzi di vendita di beni e servizi; b) la valuta che influenza
 2632 principalmente il costo della manodopera, dei materiali e degli altri costi di fornitura di beni o
 2633 servizi. Inoltre, potranno fornire evidenza di quale debba essere la valuta funzionale i seguenti
 2634 aspetti: a) la valuta in cui i fondi derivanti dalle attività di finanziamento (ossia emissione di un
 2635 titolo di debito e strumenti rappresentativi di capitale) sono generati; b) la valuta in cui sono
 2636 solitamente tenuti gli incassi dall'attività operativa.

2637

2638 **24.2. Se un'entità aziendale opera in altro ambiente economico, caratterizzato da una propria valuta**
 2639 **funzionale, devono essere precisati i criteri di conversione delle operazioni effettuate in valuta**
 2640 **estera.**

2641 Commento

2642 • Quando un'entità aziendale svolge operazioni in una o più valute estere, la valutazione deve
 2643 indicare i criteri di conversione di tali operazioni. Tali criteri riguarderanno le modalità di
 2644 conversione dei flussi (economici e finanziari) sui quali si fonda la valutazione, così come le poste
 2645 patrimoniali, monetarie e non monetarie, correnti e non correnti, facenti parte del patrimonio
 2646 dell'entità aziendale oggetto della valutazione.

2647

2648 **24.3 Le "gestioni estere" valutate separatamente rispetto all'entità aziendale oggetto di stima devono**
 2649 **essere compiute nella "valuta funzionale". La successiva traduzione nella valuta funzionale**
 2650 **dell'entità aziendale avviene al tasso di cambio a pronti alla data di riferimento della valutazione.**

2651 Commento

2652 • Sono esempi di "gestioni estere" le società controllate, collegate, joint venture o filiali di un'entità
 2653 aziendale che redigono il bilancio, le cui attività sono situate o sono gestite in un Paese o in una
 2654 valuta differente da quella funzionale dell'entità aziendale che redige il bilancio.

2655

2656 • La valuta funzionale della gestione estera deve essere individuata con criteri analoghi a quelli di cui
 2657 al paragrafo 24.1. La traduzione della valutazione della gestione estera nella valuta funzionale
 2658 dell'entità aziendale avviene al tasso di cambio a pronti alla data di riferimento della valutazione.

2659

2660 • Nel caso in cui un'entità aziendale possieda "gestioni estere" e la valutazione di queste avvenga
 2661 separatamente rispetto all'entità aziendale (secondo la tecnica della valutazione stratificata o per
 2662 somma delle parti), la gestione estera va considerata a tutti gli effetti un'entità aziendale
 2663 autonoma.

2664

2665 • Nel caso in cui un'entità aziendale possieda "gestioni estere" ma la valutazione di queste avvenga
 2666 unitamente all'entità aziendale (su base consolidata), la gestione estera va considerata a tutti gli
 2667 effetti parte dell'entità.

2668

2669 • La presentazione delle risultanze di una valutazione in moneta diversa da quella funzionale deve
 2670 essere effettuata traducendo il risultato della stima effettuata al tasso di cambio a pronti alla data
 2671 di riferimento della valutazione.

2672 **25. GLOSSARIO**

2673

2674 **Voce (equivalente inglese)** = definizione

2675 **Asset-liability approach** = modalità di realizzazione dell'income approach in cui le attività (asset) e le
 2676 passività (liability) vengono valutate separatamente (anche se non indipendentemente), avendo diversa
 2677 struttura contrattuale e diverse caratteristiche di rischiosità.

2678 **Attualizzazione dell'equivalente certo (Discounted Certainty Equivalent, DCE)** = processo attraverso il
 2679 quale si attualizza l'equivalente certo* al tasso privo di rischio.

2680 **Attualizzazione aggiustata per il rischio (Risk-Adjusted Discounting, RAD)** = processo attraverso il quale si
 2681 sconta il flusso di cassa atteso sommando un aggiustamento per il rischio (premio/sconto) al tasso di
 2682 attualizzazione. Questo tasso, che incorpora sia il price of time che il price of risk, è il tasso aggiustato per il
 2683 rischio (risk-adjusted rate, risky rate), relativo al periodo di differimento considerato.

2684 **Avversione al rischio** = caratteristica comportamentale degli agenti economici, i quali invece di accettare di
 2685 assumere una posizione rischiosa, preferiscono assumere una posizione certa con valore uguale al valore
 2686 atteso* della posizione rischiosa.

2687 **Base informativa (information basis o information set)** = l'insieme delle informazioni (storiche e
 2688 prospettive) necessarie allo svolgimento dell'incarico, tenuto conto dell'incarico ricevuto dall'esperto,
 2689 della data della valutazione, della configurazione di valore ricercata e della finalità della valutazione.

2690 **Beneficio fiscale connesso alla deducibilità fiscale degli ammortamenti di immobilizzazioni materiali o
 2691 immateriali (Tax Amortization Benefits, TAB)** = addendo di valore che può essere considerato nella stima
 2692 del valore di una immobilizzazione quando esistono evidenze di mercato che mostrano l'effettivo
 2693 riconoscimento di tale componente di valore.

2694 **Best estimate** = in Solvency II indica il valore attuale atteso (valore atteso scontato al tasso privo di rischio).
 2695 Ne andrebbe evitato l'uso nell'accezione di "valore stimato".

2696 **Beta totale (total beta)** = misura del rischio totale di un asset nel mercato. Include sia la componente di
 2697 rischio sistematico, che la componente di rischio specifico (eliminabile per diversificazione). Coincide con la
 2698 deviazione standard, normalizzata, del rendimento dell'asset.

2699 **Beta unlevered** = coefficiente beta di un'impresa non indebitata (unlevered), cioè con struttura finanziaria
 2700 composta solo da mezzi propri.

2701 **Calibratura di un modello (model calibration)** = negli approcci valutativi marked-to-model*, è la procedura
 2702 di specificazione dei parametri del modello di mercato in base alla quale, per i contratti quotati, i prezzi di
 2703 modello risultano il più possibile vicini ai prezzi effettivamente osservati.

2704 **Coefficiente beta** = misura del rischio sistematico (rischio non eliminabile per diversificazione) di un asset
 2705 nel mercato. È dato dalla covarianza, normalizzata, tra il rendimento dell'asset e il rendimento del
 2706 portafoglio di mercato. Con riferimento alla struttura finanziaria dell'impresa rappresentata dall'asset, è
 2707 detto anche "beta levered".

2708 **Coerenza col mercato (market consistency)** = proprietà di una valutazione di essere coerente coi prezzi
 2709 correnti di mercato. La market consistency è il requisito essenziale che caratterizza una valutazione
 2710 ambientata nella prospettiva dei partecipanti al mercato.

- 2711 **Contratto derivato (*derivative contract*)** = contratto il cui payoff è definito come una funzione (tipicamente
2712 non lineare) del prezzo di uno specificato portafoglio di asset, o beni, quotati (il “sottostante”). Il caso
2713 rappresentativo è quello delle opzioni finanziarie.
- 2714 **Costi di transazione (*transaction costs*)** = costi di transazione, ovvero i costi diretti incrementali che
2715 acquirente e/o venditore sopportano nel trasferimento di un bene, gruppo di beni, entità aziendale.
- 2716 **Costo dei mezzi propri (*cost of equity*)** = rendimento riconosciuto agli investitori in un mercato in equilibrio
2717 per il prestito azionario a un’impresa.
- 2718 **Costo del capitale operativo (*unlevered cost of equity*)** = rendimento riconosciuto agli investitori in un
2719 mercato in equilibrio per sostenere il solo rischio operativo di un’impresa.
- 2720 **Costo dell’indebitamento (*cost of debt*)** = media ponderata dei tassi di interesse pagati da un’impresa per
2721 le diverse forme tecniche di raccolta del capitale diverse dall’equity.
- 2722 **Costo di riproduzione (*reproduction cost*)** = si definisce come il costo necessario per riprodurre un bene e
2723 viene utilizzato quando la riproduzione rappresenta il modo più economico per rimpiazzare un bene. Se
2724 essa risulta fisicamente non possibile, oppure non è tecnicamente valida a motivo delle innovazioni
2725 tecnologiche intervenute, si ricorre al costo di sostituzione.
- 2726 **Costo di sostituzione o rimpiazzo (*replacement cost*)** = si definisce come il costo necessario per costruire o
2727 acquistare fabbricati, macchine, impianti e accessori basati su tecnologie e materiali correnti, che siano in
2728 grado di rimpiazzare il bene in uso possedendone analoga capacità e resa e, in generale, la stessa utilità.
- 2729 **Costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital, WACC*)** = media ponderata del
2730 costo dei mezzi propri e del costo dell’indebitamento di un’impresa.
- 2731 **Criterio basato sul concetto di extra-reddito (*economic profit*)** = criterio di valutazione in base al quale i
2732 risultati attesi vengano idealmente frazionati in due componenti: la prima che individua il risultato riferibile
2733 alla normale remunerazione di mercato e la seconda che individua la quota di risultato incrementale (extra-
2734 reddito o *economic value added*) superiore alla normale remunerazione di mercato.
- 2735 **Criterio finanziario (*Discounted Cash Flow*)** = criterio di valutazione in base al quale il valore di un’attività
2736 viene determinato in funzione della generazione di flussi di cassa futuri attesi, analiticamente determinati.
- 2737 **Criterio reddituale (*capitalization of income*)** = criterio di valutazione in base al quale il valore è ottenuto
2738 attraverso la capitalizzazione del risultato economico normalizzato, vale a dire del risultato che
2739 ragionevolmente l’attività oggetto di valutazione sarà in grado di generare su un orizzonte di lungo periodo.
- 2740 **Data della valutazione (*valuation date o appraisal date o effective date o measurement date*)** = data di
2741 riferimento della stima (la data alla quale si applica la stima). Caratterizza la base informativa della
2742 valutazione.
- 2743 **Entità aziendale (*business*)** = un’entità aziendale è un’azienda o un ramo d’azienda, ovvero un complesso di
2744 beni organizzati per l’esercizio dell’attività d’impresa ovvero un’articolazione funzionalmente autonoma di
2745 un’attività economica organizzata, identificata come tale dal cedente e dal cessionario al momento del suo
2746 trasferimento.
- 2747 **Entità aziendale in funzionamento (*going concern*)** = l’espressione going concern identifica un’entità
2748 aziendale in funzionamento.

2749 **Equivalente certo (*certainty equivalent*)** = importo certo che il valutatore è disposto a scambiare con un
2750 importo rischioso alla stessa data di esigibilità.

2751 **Eventi successivi (*subsequent events*)** eventi che si manifestano fra la data di valutazione e la data di
2752 redazione del rapporto di valutazione. Nel caso di valutazioni contemporanee se tali eventi possano, o
2753 meno, essere considerati nella valutazione dipende da (a) la configurazione di valore ricercata (e gli
2754 eventuali limiti di legge); (b) la finalità della valutazione; (c) l'esigenza di ricomporre l'asimmetria fra
2755 informazione privata e informazione pubblica.

2756 **Fattori dello specifico soggetto (*entity specific factor*)** = sono quei fattori economici che caratterizzano lo
2757 specifico soggetto rispetto al quale è compiuta la valutazione dell'attività (il soggetto che già ne detiene il
2758 controllo o un potenziale acquirente) e che non caratterizzano i partecipanti al mercato in grado di
2759 garantire il miglior uso dell'attività.

2760 **Gestione estera (*foreign operation*)** = è qualsiasi entità aziendale – società controllata, collegata, joint
2761 venture o filiale di un'entità aziendale tenuta alla redazione del bilancio – le cui attività sono situate o sono
2762 gestite in un Paese o in una valuta differente da quella funzionale dell'entità aziendale oggetto della
2763 valutazione.

2764 **Informazione privata (*private information*)** = informazione che non è pubblicamente disponibile ed alla
2765 quale l'esperto ha accesso in virtù del proprio incarico.

2766 **Informazione pubblica (*public information*)** = informazione pubblicamente disponibile (non
2767 necessariamente in forma gratuita). Si intende come tale l'informazione che è ragionevolmente reperibile
2768 dall'esperto dotato di una struttura adeguata allo svolgimento dell'incarico, con normale diligenza e ad un
2769 costo coerente con l'incarico ricevuto.

2770 **Informazioni limitate** = l'esperto può essere incaricato di svolgere una valutazione facendo uso
2771 d'informazioni limitate, ad esempio quando è richiesto di aggiornare una valutazione già svolta in
2772 precedenza e non è possibile, né conveniente aggiornare tutti i dati d'input, non essendo intervenuti fatti
2773 rilevanti.

2774 **Ipotesi relativa a situazioni ipotetiche (*hypothetical assumption*)** = quando la stima di valore è riferita ad
2775 una situazione che non è quella corrente, ma ad una situazione ipotetica, l'ipotesi in parola riguarda lo
2776 specifico fatto o circostanza (ad esempio la sottoscrizione di un aumento di capitale, oppure la cessione di
2777 parte di un business ad un determinato prezzo) che la valutazione considera come già manifestatasi.

2778 **Ipotesi rilevante (*significant assumption*)** = ipotesi che ha un peso notevole sul risultato finale.

2779 **Ipotesi sensibile (*sensitive assumption*)** = ipotesi per la quale vi è un'elevata probabilità di variazioni e che
2780 può incidere in modo rilevante sul risultato finale (ad esempio ipotesi che anticipano condizioni
2781 significativamente diverse da quelle correnti).

2782 **Ipotesi speciale (*special assumption*)** = ipotesi che un normale operatore partecipante al mercato non
2783 formulerebbe in un negoziato, alla data della valutazione.

2784 **Marking-to-market** = metodo di valutazione in base al quale il valore di una attività o di una passività viene
2785 sistematicamente aggiustato in senso market consistent*, cioè in accordo coi prezzi correnti di mercato.

- 2786 **Marking-to-model** = metodo di valutazione che surroga il marking-to-market* quando il mercato di
 2787 riferimento è soltanto ipotetico, o potenziale. La struttura e il prezzo del portafoglio replicante, necessari
 2788 per la valutazione marked-to-market, sono ottenuti ricorrendo a un opportuno modello di mercato.
- 2789 **Metodica del costo (*cost approach*)** = approccio di valutazione che fornisce indicazioni in ordine all'onere
 2790 che dovrebbe essere sostenuto per ottenere un'attività simile a quella oggetto di valutazione.
- 2791 **Metodica di mercato (*market approach*)** = approccio di valutazione che fornisce un'indicazione di valore
 2792 attraverso la comparazione dell'attività che deve essere valutata con attività simili o identiche con
 2793 riferimento alle quali siano disponibili indicazioni di prezzi.
- 2794 **Metodica dei risultati attesi (*income approach*)** = approccio di valutazione che fornisce un'indicazione del
 2795 valore basata sulla capacità di una attività di generare flussi di risultati nel futuro.
- 2796 **Metodo delle probabilità risk-neutral** = metodo di valutazione utilizzabile qualora i flussi di cassa da
 2797 valutare siano replicabili con strumenti quotati sul mercato. Oltre che per la valutazione di contratti
 2798 derivati, è anche raccomandabile nel caso della valutazione di progetti che incorporano *opzioni reali*; di
 2799 progetti, cioè, articolati in fasi nei quali l'incertezza assume caratteristiche sequenziali.
- 2800 **Miglior uso possibile di un'attività (*highest and best use_ HBU*)** = miglior uso che può essere garantito di
 2801 un'attività reale. E' l'uso che massimizza il valore della specifica attività o del gruppo di attività entro cui
 2802 l'attività reale è utilizzata.
- 2803 **Non-performance risk** = possibilità che una passività non sia corrisposta, in tutto o in parte, dal debitore.
- 2804 **Opzione finanziaria (*financial option*)** = nella versione più semplice, si tratta di un contratto che dà al
 2805 detentore il diritto, e non l'obbligo, di comprare (opzione call), o vendere (opzione put), un fissato
 2806 portafoglio di asset, o beni, quotati (il "sottostante") a un prezzo prefissato. Si possono avere molte
 2807 varianti. In particolare, il diritto di opzione può essere esercitato a una data prefissata (opzione europea),
 2808 entro una data prefissata (opzione americana), o a più date prefissate (opzione Bermuda).
- 2809 **Parere valutativo (*valuation opinion*)** = E' un giudizio in merito ad una o più fasi del processo valutativo
 2810 (che non è svolto in modo completo). Frequentemente riguarda la fase conclusiva di applicazione della
 2811 metrica del valore (*calculation engagement*), sulla base di *input* informativi almeno in parte forniti
 2812 all'esperto. Se è espresso con equo apprezzamento, prende il nome di *fairness opinion*.
- 2813 **Parere sulla valutazione di un terzo esperto (*valuation review*)** = E' un giudizio indipendente che può avere
 2814 per oggetto solo la congruità del risultato finale, oppure la sua rispondenza a particolari criteri di
 2815 valutazione, o ancora l'adeguatezza di una o più fasi del processo valutativo.
- 2816 **Partecipante al mercato (*market participant*)** = l'espressione identifica un tipo di operatore che potrebbe
 2817 essere controparte in un negoziato alla data della stima una, ovvero la categoria di soggetti che potrebbe
 2818 garantire il miglior uso possibile dell'attività oggetto di valutazione. I partecipanti al mercato non devono
 2819 essere specificamente (nominativamente) indicati e possono essere riferiti a un ipotetico mercato. Il
 2820 partecipante al mercato è un soggetto indipendente, competente e sufficientemente informato, in grado di
 2821 realizzare una transazione avente per oggetto l'attività. Non è necessario che abbia già realizzato delle
 2822 transazioni sul mercato, ma che abbia manifestato interesse o ne sia evidente la convenienza.
- 2823 **Premi e sconti (*premiums and discounts*)** = rettifiche, rispettivamente in aumento e in diminuzione, da
 2824 applicare (eventualmente) ad una stima di valore ottenuta sulla base di un approccio del reddito o del costo
 2825 per tradurla in prezzo fattibile. I premi o gli sconti servono per catturare elementi che eventualmente non

2826 siano stati considerati nella stima della base di valore ottenuta sulla base dell'approccio del reddito, del
2827 costo o di mercato. Occorre molta cautela nell'uso di premi e sconti per evitare errori di duplicazione.

2828 **Premio per il rischio (*risk premium, price of risk*)** = remunerazione che gli agenti economici, in quanto
2829 avversi al rischio*, richiedono per accettare un aumento della rischiosità della loro posizione finanziaria.
2830 Oltre che in termini di premio/sconto monetario, può essere espresso anche in termini di premio/sconto
2831 sul tasso di attualizzazione (tasso aggiustato per il rischio).

2832 **Premio di mercato per il rischio (*equity risk premium, ERP*)** = premio per il rischio relativo al mercato,
2833 espresso dalla differenza tra il rendimento atteso del portafoglio di mercato e il tasso privo di rischio.

2834 **Presupposti della valutazione (*premise of value*)** = i presupposti in base ai quali viene condotta la
2835 valutazione: prospettiva della continuazione dell'attività dell'entità aziendale; prospettiva della liquidazione
2836 delle attività dell'entità aziendale

2837 **Price of time (*time cost of money, time value of money*)** = interessi richiesti dal debitore per accettare il
2838 differimento della scadenza del debito, assumendo che non ci sia incertezza sul suo pieno rimborso.

2839 **Probabilità forward risk-neutral** = probabilità che svolgono lo stesso ruolo delle probabilità risk-neutral*,
2840 ma vanno utilizzate per cash flow esposti a rischio di tasso di interesse.

2841 **Probabilità risk-neutral** = probabilità che incorporano l'adeguato aggiustamento per il rischio. Se si
2842 considera un cash flow rischioso che non dipenda dai tassi di interesse, il valore atteso calcolato con le
2843 probabilità risk-neutral fornisce l'equivalente certo del cash flow. Dato che le probabilità risk-neutral
2844 vengono determinate calibrando un modello di pricing sui dati di mercato, l'equivalente certo così ottenuto
2845 può essere considerato coerente col mercato (market consistent).

2846 **Replicabile (*hedgeable*)** = replicabile con asset quotati sul mercato; si dice di un cash flow (o del rischio
2847 associato). Il senso è: se un cash flow è replicabile (ricostruibile) con un portafoglio di contratti quotati sul
2848 mercato: a) il suo valore deve coincidere col prezzo del portafoglio replicante (*replicating portfolio,*
2849 *equivalent portfolio*); b) la sua rischiosità è quantificabile oggettivamente, perché "prezzata" dal mercato.

2850 **Sinergie divisibili (*divisible synergies*)** = sinergie (speciali e/o universali) che si traducono in benefici diretti
2851 in capo all'attività e di cui possono godere anche i soggetti che non hanno il controllo dell'attività.

2852 **Sinergie indivisibili (*non-divisible synergies*)** = sinergie (speciali e/o universali) che si traducono in benefici in
2853 capo ad altre attività detenute dal soggetto che controlla (o che potrebbe controllare) l'attività oggetto di
2854 valutazione. Di questi benefici (indiretti), i soggetti che non hanno il controllo dell'attività oggetto di
2855 valutazione non possono godere.

2856 **Sinergie speciali (*entity specific synergies o buyer specific synergies*)** = sinergie realizzabili solo da una
2857 specifica entità (possono essere sinergie operative, finanziarie, fiscali o legali.)

2858 **Sinergie universali (*market participant synergies*)** = sinergie realizzabili dai partecipanti al mercato in grado
2859 di garantire il miglior uso dell'attività (possono essere sinergie operative, finanziarie, fiscali o legali.)

2860 **Spirito critico (*professional skepticism*)** = esercizio da parte dell'esperto delle proprie competenze per
2861 valutare la ragionevolezza e l'utilizzabilità delle informazioni prodotte da fonti non indipendenti. Tale
2862 esercizio richiede la verifica dell'esistenza di altre informazioni non coerenti con quelle di fonti non
2863 indipendenti.

- 2864 **Struttura per scadenza dei tassi di interesse (*term structure of interest rates*)** = insieme dei tassi di
 2865 interesse osservati sul mercato a una data fissata, ordinati secondo la scadenza.
- 2866 **Target price** = valore di mercato potenziale raggiungibile in un certo orizzonte temporale.
- 2867 **Tasso interno di rendimento (*Internal rate of return, IRR*)** = tasso di attualizzazione in base al quale una
 2868 data sequenza di cash flow futuri ha valore attuale* uguale a un valore assegnato.
- 2869 **Unità di valutazione (*unit of valuation*)** = aggregato minimo di riferimento di una valutazione. La scelta
 2870 dell'unità di valutazione può modificare il risultato della stima e per questa ragione deve essere coerente
 2871 alla finalità della valutazione e dalla configurazione di valore ricercata.
- 2872 **Utilizzo di condizioni ipotetiche (*hypotetical assumptions o hypotetical conditions*)** = = ipotesi che
 2873 riguardano la manifestazione (o meno) di eventi futuri incerti oppure di eventi particolari.
- 2874 **Valore atteso (*expected value*)** = media dei possibili valori che un cash flow rischioso può assumere,
 2875 ponderati con le relative probabilità.
- 2876 **Valore attuale (*present value*)** = importo, esigibile alla *data di valutazione*, considerato equivalente a una
 2877 sequenza di flussi di cassa esigibili a date future. È di solito riferito a una sequenza di cash flow
 2878 deterministici, che vengono attualizzati utilizzando un apposito tasso di sconto (o una apposita struttura di
 2879 tassi di sconto).
- 2880 **Valore convenzionale (*notional value*)** = E' una delle sei configurazioni di valore. Un valore convenzionale
 2881 discende dall'applicazione degli speciali criteri che sono stati fissati per la sua determinazione. La
 2882 correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi.
- 2883 **Valore d'investimento (*investment value*)** = E' una delle sei configurazioni di valore. Tiene conto dei
 2884 benefici offerti da un'attività reale o finanziaria al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro,
 2885 con finalità operative o a puro scopo d'investimento.
- 2886 **Valore dell'entità aziendale in funzionamento (*Going concern value*)** = il valore di un'entità aziendale nel
 2887 presupposto che continui la propria attività in futuro.
- 2888 **Valore di liquidazione (*Liquidation value*)** = il valore di un'entità aziendale realizzabile se l'azienda/ramo
 2889 d'azienda fossero terminati e i beni fossero atomisticamente ceduti.
- 2890 **Valore di liquidazione "forzata" (*Forced liquidation value*)** = valore di liquidazione dell'entità aziendale nel
 2891 più breve tempo ragionevolmente possibile
- 2892 **Valore di liquidazione "ordinaria" (*Orderly liquidation value*)** = valore di liquidazione dell'entità aziendale
 2893 nel tempo ragionevolmente utile a conseguire il miglior realizzo delle attività aziendali
- 2894 **Valore di mercato (*market value*)** = E' una delle sei configurazioni di valore. Il valore di mercato di
 2895 un'attività reale o finanziaria è il prezzo più probabile al quale la medesima potrebbe essere negoziata alla
 2896 data di riferimento, in un mercato ordinato e trasparente fra soggetti che operano in modo razionale, senza
 2897 essere esposti a particolari pressioni.
- 2898 **Valore di smobilizzo (*exit value*)** = E' una delle sei configurazioni di valore. Il valore di smobilizzo è un
 2899 prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento
- 2900 **Valore in atto (*current value*)** = Non è una configurazione di valore, ma un attributo di valore che precisa la
 2901 natura dei benefici futuri attesi presi in considerazione. Il valore in atto tiene conto dei benefici economici

2902 dell'attività reale o finanziaria che già si stanno manifestando, o che potranno manifestarsi per effetto di
 2903 azioni già intraprese. Si contrappone al valore potenziale, che tiene invece conto anche di possibili sviluppi
 2904 futuri, per effetto di azioni ancora da intraprendere. Il valore di mercato di una attività (configurazione di
 2905 valore) può catturare o meno i benefici futuri potenziali, in relazione alla maggiore o minore propensione
 2906 del mercato a considerarli.

2907 **Valore intrinseco o fondamentale (*intrinsic or fundamental value*)** = E' una delle sei configurazioni di
 2908 valore. Il valore intrinseco (o fondamentale) di un'attività reale o finanziaria esprime l'apprezzamento che
 2909 qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa
 2910 dovrebbe formulare alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività
 2911 medesima e dei relativi rischi.

2912 **Valore negoziale equitativo (*fair value o fair price*)** = E' una delle sei configurazioni di valore. Sebbene la
 2913 sua denominazione in lingua inglese (*fair value*), contenuta nei principi internazionali di valutazione,
 2914 coincida con una configurazione di valore contabile (IFRS 13), si tratta di una figura diversa . Il valore
 2915 negoziale equitativo di un'attività finanziaria o reale esprime il prezzo più probabile al quale la medesima
 2916 potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più soggetti identificati, fra loro indipendenti,
 2917 correttamente informati e senza vincoli a vendere o a comprare.

2918 **Valore oggettivo (*ordinary value*)** = Non è una configurazione di valore, ma un attributo di valore che
 2919 riguarda la sua riconoscibilità. Il valore oggettivo è un valore riconoscibile da qualunque operatore attivo sul
 2920 mercato.

2921 **Valore potenziale (*potential value*)** = Non è una configurazione di valore, ma un attributo di valore che
 2922 permette di precisare la natura dei benefici futuri considerati. Il valore potenziale tiene conto dei possibili
 2923 benefici futuri per effetto di azioni ancora da intraprendere.

2924 **Valore potenziale controllabile (*verifiable potential value*)** = Non è una configurazione di valore, ma un
 2925 attributo di valore che precisa la natura dei benefici futuri considerati. Il valore potenziale controllabile
 2926 tiene conto di futuri possibili benefici futuri per effetto di azioni ancora da intraprendere, ma già
 2927 individuate con sufficiente accuratezza.

2928 **Valore sinergico (*Synergistic value*)** = elemento aggiuntivo di valore creato dalla combinazione di due o più
 2929 attività o partecipazioni per le quali il valore combinato è superiore alla somma delle parti.

2930 **Valore soggettivo (*value referred to a subject*)** = Non è una configurazione di valore ma un attributo di
 2931 valore che riguarda la sua riconoscibilità. Il valore soggettivo è riconoscibile solo da un particolare
 2932 detentore dell'attività reale o finanziaria, al quale si riferiscono i benefici futuri considerati.

2933 **Valore stimato** = riferito a un cash flow rischioso, esprime una valutazione prospettica del cash flow, di
 2934 solito ottenuta con una base informativa, o con un ventaglio di ipotesi, più ristretto di quella usata per la
 2935 determinazione del valore atteso. Può essere inteso come un valore atteso che incorpora una distorsione.

2936 **Valuta di presentazione (*presentation currency*)** = è la valuta nella quale viene espresso il risultato della
 2937 valutazione.

2938 **Valuta estera (*foreign currency*)** = è ogni valuta diversa dalla valuta funzionale.

2939 **Valuta funzionale (*functional currency*)** = è la valuta dell'ambiente prevalente dove opera l'entità
 2940 aziendale.

2941 **Valutazione (*valuation engagement*)** = E' il processo svolto in modo completo, partendo dalla formazione e
 2942 dall'apprezzamento della base informativa, attraverso il quale un esperto esprime in modo motivato un

2943 valore, o un giudizio in merito ad un valore. Le valutazioni possono essere *libere* (soggette a libera
2944 accettazione), *ufficiali* (vincolanti per il compimento di alcuni atti) o *di parte* (proposte valutative ai fini di
2945 un confronto di opinioni).

2946 **Valutazione contemporanea (*current valuation o current appraisal o contemporaneous valuation*)** =
2947 valutazione che prevede un arco temporale fra la data di valutazione e la data di redazione del rapporto
2948 contenuta entro i normali tempi necessari a raccogliere le informazioni rilevanti e ad effettuare la stima

2949 **Valutazione retrospettiva (*historical appraisal o historical valuation o retrospective valuation*)** =
2950 valutazione che prevede un arco temporale fra la data di valutazione e la data di redazione del rapporto più
2951 ampio rispetto ai normali tempi necessari a raccogliere le informazioni rilevanti e a compiere la stima.

2952 **Visione professionale (*professional practice*)** = Le prassi di riferimento dell'esperto in relazione alla propria
2953 formazione ed estrazione professionale ed al proprio bagaglio tecnico.