



ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

I PIV e gli elementi metodologici ai fini della valutazione

Sabrina Gigli

Dipartimento di Scienze Aziendali

Agenda

- Premessa;
- PIV, struttura e rete concettuale;
- Il processo e i requisiti dell'esperto;
- Le fasi del processo valutativo;
- La Base Informativa;
- Le diverse configurazioni di valore;
- Lo svolgimento dell'incarico;
- La valutazione negli stadi di crisi, richiamo alla Composizione Negoziata.

Premessa

- Il ruolo dell'esperto nella valutazione d'azienda (EV), come si pone il valore sia nelle operazioni straordinarie, sia nelle operazioni di M&A, sia nei diversi gradi di giudizio;
- Le competenze, i requisiti di professionalità in capo all'esperto (quali sono gli ambiti oggi riconducibili all'esperto);
- La «soggettività» insita nel processo valutativo, direttamente funzionale e dipendente dalla tipologia di valore di cui trattasi;
- L'importanza del metodo nella definizione del giudizio.

Principi Italiani di Valutazione - struttura

- A La struttura dei PIV segue uno schema collaudato adottato da altri standard;
- B Principi sono accompagnati da un commento contenente una guida interpretativa del principio stesso;
- C PIV sono corredati di un elenco di simboli, acronimi e da glossario per garantire precisione terminologica ed eliminare possibili ambiguità interpretative.

Parte Prima: la Rete Concettuale di base (**Conceptual Framework**);

Parte Seconda: l'attività dell'esperto;

Parte Terza: principi per specifiche attività

Parte Quarta: applicazioni particolari

Conceptual Framework - «Rete Concettuale di base»

Il Conceptual Framework contiene i concetti e le definizioni a cui fanno riferimento i PIV.

Il **Conceptual Framework** è composto da **23 principi** cardine che possono essere raggruppati nei seguenti blocchi:

- 1 **P1 al P4**: le **caratteristiche del processo valutativo** e l'approccio dell'esperto alle valutazioni;
- 2 **P5 al P13**: la **Base Informativa, le diverse configurazioni di valore**, e altri elementi significativi per il processo valutativo;
- 3 **P14 al P23**: le **metodologie valutative riconosciute dai PIV**, i premi/ sconti applicabili, le principali tecniche riguardanti la stima dei tassi, dei contratti derivati e dell'apprezzamento dell'inflazione.

Processo

PP	CARATTERISTICHE DELLA VALUTAZIONE
1.1.1	La <u>valutazione</u> è <u>un giudizio ragionato</u> e motivato che si fonda su stime, non è mai il risultato di un mero calcolo matematico
1.1.2	Il giudizio di valutazione deve essere formulato obiettivamente e non deve sopra o sotto rappresentare il risultato della valutazione
1.1.3	La valutazione richiede l'esercizio professionale di un giudizio. Affinchè tale giudizio sia fondato su basi solide è indispensabile che l'esperto disponga di <u>adequate competenze tecniche</u> , di una <u>buona esperienza professionale</u> e delle necessarie <u>conoscenze in merito all'oggetto ed allo scopo della valutazione</u> e sia nelle condizioni di esprimere un giudizio affidabile
1.1.4	<u>L'opinione di valore</u> a cui giunge l'esperto deve essere: a) razionale; b) verificabile; c) coerente; d) affidabile; e) svolta in modo professionale; f) svolta con competenza

Requisiti dell'esperto

1.3.1 Costituiscono requisiti imprescindibili soggettivi dell'esperto:

- A rispetto all'etica professionale;
- B indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- C l'oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati;
- D la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo;
- E le doti di professionalità e di competenza tecnica richieste e le conoscenze necessarie allo svolgimento del proprio lavoro.

Il Lavoro svolto dall'esperto

1.4.1

L'esperto deve precisare l'origine del lavoro svolto e la sua natura. Con riguardo all'origine, il lavoro può derivare:

- A dall'esercizio di una funzione generale o di un ufficio;
- B da un mandato specifico.

Con riguardo alla natura, il lavoro può rappresentare:

- A una relazione libera, composta con equo apprezzamento oppure per la tutela di interessi legittimi;
- B una relazione ufficiale o convenzionale, in applicazione di norme definite.

1.4.2

L'esperto deve precisare la tipologia di lavoro svolto. Al riguardo le principali tipologie di lavoro dell'esperto sono 5:

- A valutazione;
- B parere valutativo (Expert opinion, Valuation opinion, Expert report);
- C parere di congruità;
- D calcolo valutativo (calculation engagement);
- E revisione del lavoro di un altro esperto (valuation review).
- F Tutte le tipologie di lavoro dell'esperto assumono la forma di rapporto scritto

Professional Skepticisms (Spirito Critico) (1)

Il valutatore deve possedere *Professional Skepticism* ossia:

«l'esercizio da parte dell'esperto delle proprie competenze per valutare la ragionevolezza e l'utilizzabilità delle informazioni prodotte da fonti non indipendenti. Tale esercizio richiede il confronto con altre informazioni o evidenze esterne o indipendenti non coerenti con quelle di fonti non indipendenti»

Lo scetticismo professionale è atteggiamento tipico del revisore contabile e ai sensi ISA Italia 200, Obiettivi generali: «un atteggiamento mentale critico dubitativo e ragionato in merito ai vari elementi raccolti».

Professional Skepticisms (Spirito Critico)-(2)-

Il valutatore deve verificare in modo accurato se Base Informativa:

- 1 formata da elementi attendibili alla data dell'incarico;
- 2 adeguata e attendibile rispetto all'incarico;
- 3 completa e nel caso non lo fosse stimare il costo ed il tempo per acquisire ulteriori informazioni.

P. 1.5.1.

Esperto non deve accettare incarichi per cui:

- 1 Remunerazione incompatibile con i costi necessari per completare la Base Informativa;
- 2 Tempi non adeguati per acquisire ulteriori informazioni rilevanti per incarico

Fasi processo valutativo

LE QUATTRO FASI DEL PROCESSO VALUTATIVO

AMBIENTAZIONE	ARCHITETTURA IMPIANTO	TECNICHE DI VALUTAZIONE	SINTESI VALUTATIVA
<ul style="list-style-type: none">1) Configurazione di valore (Valore per chi?)2) Unità di valutazione (cosa si valuta?)3) Scopo del lavoro (perché si valuta, consapevolezza delle conseguenze)4) Tipo di incarico (come si valuta, eventuale ricorso ad altri esperti)5) Data di valutazione;6) Presupposti (premises) di valutazione	<ul style="list-style-type: none">1) Base Informativa (proiezioni, piani approvati, ecc)2) Assumptions (imitazioni/ipotesi);3) Approcci di valutazione (criteri principali e secondari)4) Fattori di incertezza (scetticismo professionale)	<ul style="list-style-type: none">1) Modelli (Incomes approach)2) Costo del Capitale3) Criteri di mercato4) Metodi Patrimoniali5) Aggiustamenti (livelli di valore, premi e sconti, passività potenziali)6) Allocazioni di valore fra diverse categorie di titoli	<ul style="list-style-type: none">1) Supporti e verifiche di ragionevolezza2) Giudizio Finale

Caratteristiche del Giudizio

RAZIONALE	La valutazione deve seguire uno schema logico, rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica ossia nell'esprimere la relazione tra input e output valutativo
VERIFICABILE	Nei dati utilizzati, nelle ipotesi formulate e nella struttura del modello valutativo
COERENTE	Tra le finalità delle valutazioni ed il processo valutativo stesso
AFFIDABILE	Il valutatore deve limitare il più possibile la discrezionalità valutativa

Base Informativa

Seconda parte dedicata alla base informativa, la più critica e criticata!!

L'esperto deve mantenere un atteggiamento di " **scetticismo professionale**" in particolare nella fase di raccolta delle informazioni al fine di basare il processo valutativo sulle migliori informazioni disponibili in termini di attendibilità, adeguatezza

1. LA BASE INFORMATIVA

5 La valutazione deve esprimere un **giudizio informato**. L'esperto deve dunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate. La base informativa deve risultare ragionevolmente obiettiva e completa. Un giudizio informato presuppone che l'esperto svolga un'analisi della base informativa a disposizione con il necessario spirito critico (**Professional Skepticism**). Un giudizio informato presuppone altresì che l'esperto non accetti incarichi per i quali sia prevista una remunerazione incompatibile con i costi necessari a garantire la necessaria completezza di base informativa.

REQUISITI della BASE INFORMATIVA

COMPLETEZZA

COERENZA

OBBIETTIVITA'

ATTENIBILITA'

Completezza della B.I.

La B.I. è completa se non mancano informazioni rilevanti ai fini della valutazione.

P.III.1

«Di norma nella valutazione di aziende la Base Informativa dovrebbe essere composta da elementi inerenti al contesto economico generale, al settore di mercato di riferimento, all'azienda oggetto di analisi, al mercato finanziario e a soggetti comparabili.»

INFORMAZIONE INCOMPLETA, se limitata ad alcune componenti

INCOMPLETEZZA DELLA BASE INFORMATIVA, se mancano informazioni rilevanti

In caso di criticità l'esperto deve:

- 1 Identificare le informazioni a cui non ha avuto accesso;
- 2 Stimare gli impatti sulla ragionevolezza della stima;
- 3 Valutare attentamente se le limitazioni siano tali da impedire la valutazione o anche solo un parere valutativo;
- 4 Se in presenza di limitazioni gravi rinunciare al mandato.

COERENZA

- 1 Interna fra input informativi;
- 2 Tra B.I. a disposizione e metodica di stima prescelta;
- 3 Tra B.I. e configurazione di valore da adottare;
- 4 Con la finalità della stima

Obiettività e attendibilità

In funzione del *Professional Skepticism* la B.I. deve comprendere le migliori informazioni acquisibili alla data di riferimento della valutazione in merito all'adeguatezza del suo livello di obiettività, affidabilità e veridicità.

Obiettività fornite da terzi soggetti

L'esperto deve considerare:

- 1 Le caratteristiche del mandato;
- 2 La finalità della valutazione;
- 3 La rilevanza delle informazioni sui risultati della stima;
- 4 La completezza della fonte in relazione alla specifica tipologia di informazione;
- 5 L'indipendenza della fonte sia rispetto al committente che utilizzatore finale della valutazione;
- 6 Se informazione è di pubblico dominio;
- 7 Se vi è asimmetria fra informazione privata e pubblica.

Obiettività dei Piani Industriali

Per es. nel caso di valutazioni obbligatorie per legge (Valutazioni legali per operazioni straordinarie) basate sui Piani predisposti dal management, il **P. IV. 2** al fine di garantire maggior tutela a tutti gli stakeholders richiede che:

«la relazione deve fornire tutti gli elementi che consentano di apprezzare la B.I. utilizzata e che la valutazione deve attribuire un maggior peso alle informazioni esterne ed indipendenti, indicando quali siano i principali fattori di rischio; nelle valutazioni legali inoltre il perito non può considerare all'interno della B.I. le «ipotesi speciali» che un altro soggetto partecipante al mercato non formulerebbe.

Informazioni fornite da terzi specialisti

Nel caso di:

- 1 Valutazioni complesse
- 2 o di necessità di particolari skills
- 3 o nel caso in cui è lo stesso incarico ricevuto ad affidare ad altri la stima di determinate voci ai sensi PIV è lo stesso esperto incaricato della valutazione ad assicurare la coerenza e attendibilità delle stime elaborate da terzi rispetto all'intero processo valutativo e alle complessive finalità del lavoro.

Informazioni fornite da terzi specialisti (2)

Se per la stima l'esperto necessita di informazioni basate su competenze diverse prodotte da altri specialisti deve comunque con spirito critico:

- 1 Verificare il processo seguito dallo specialista;
- 2 I risultati a cui lo specialista è arrivato
- 3 La competenza, esperienza dello specialista;
- 4 Rispetto dello specialista al codice etico;
- 5 Coerenza fra configurazione del valore stimato dallo specialista con la configurazione di valore oggetto dell'incarico dell'esperto;
- 6 La rispondenza della valutazione ai PIV o ad altri principi di valutazione
- 7 L'adozione da parte dello specialista dell'appropriata prospettiva di valutazione.

Informazioni fornite da terzi specialisti (3)

Vi è analogia fra quanto richiesto dai PIV in merito all'utilizzo del lavoro di terzi con quanto elaborato da altri standard:

- 1 Isa Italia 610, Utilizzo del lavoro dei revisori interni;
- 2 Isa Italia 620, Utilizzo del lavoro dell'esperto del revisore;
- 3 Linee Guida per il finanziamento delle imprese in crisi, 2015, CNDCEC, Assonime;
- 4 Principi di attestazione dei Piani di risanamento, 2014, FNC, AIDEA, ANDAF

Tutti i documenti concordano nella necessità da parte del professionista di una propria attività di riscontro dell'adeguatezza del lavoro svolto da altri soggetti.

Classificazione degli Input costituenti B.I.

(P. 1.5.4)

Gli INPUT che compongono la B.I. possono essere classificati in funzione del:

- 1 TEMPO:**
 - Informazione storica;
 - Informazione corrente;
 - Informazione prospettica.
- 2 DATA DELLA VALUTAZIONE E DELLA RELAZIONE DI STIMA**
 - Informazione disponibile alla data della valutazione;
 - Informazione relativa ad eventi successivi rispetto alla data valutazione;
 - Informazione disponibile solo successivamente
- 3 ALL' ACCESSIBILITA'**
 - privata
 - pubblica
- 4 FONTE**
 - Informazione interna (prodotta dal soggetto a cui si riferisce la valutazione)
 - Informazione esterna (prodotta dal mercato o altri fonti terze indipendenti)
- 5 COMPLETEZZA**
 - Completa
 - incompleta

Classificazione delle Assumptions. P.1.5.6.

IPOTESI riferite a condizioni ipotetiche (HYPOTHETICAL ASSUMPTIONS)

Si riferiscono a condizioni o azioni che non necessariamente si realizzano (es. valutazioni di società in rapido sviluppo ma con limitati capitali)

IPOTESI SPECIALI (SPECIAL ASSUMPTIONS)

Si riferiscono a fatti o condizioni che differiscono da quelle attuali (es. cambio destinazione d'uso del terreno)

IPOTESI RILEVANTI (KEY ASSUMPTIONS)

Si riferiscono a condizioni o azioni per cui tali ipotesi sono rilevanti per risultato finale. (es. ipotesi di invarianza dei regolamenti per utilities)

IPOTESI SENSIBILI (SENSITIVE ASSUMPTIONS)

Ipotesi con elevata probabilità di subire variazioni nel tempo (es. le previsioni di variabile di prezzo in mercati altamente volatili)

Base Informativa e Carte da lavoro

Ai sensi **P. II. 5.** analogamente con il **Principio Revisione ISA Italia 230, La Documentazione della Revisione Contabile,**

«è richiesta la conservazione di tutti i documenti e le informazioni raccolte nel processo di costituzione della B.I. unitamente a tutte le carte da lavoro».

Ciò al fine di consentire la verifica dell'attività svolta dall'esperto valutatore **per tutto il tempo per cui il professionista potrebbe essere tenuto a rispondere circa la bontà e correttezza del proprio operato e dei risultati raggiunti.**

Price and Cost are Factual, Value is an opinion, Le grandezze economiche fondamentali (1/2)

*PIV I.6.I "L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra **Prezzo, Costo e Valore**; dall'altro le finalità della stima"*

Prezzo costo e valore sono le tre grandezze economiche fondamentali

PREZZO

Rappresenta il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare

COSTO

Indica l'ammontare delle risorse utilizzate per acquisire o per realizzare l'oggetto della valutazione.

VALORE

Costituisce il risultato di una stima condotta da un valutatore sull'attività reale o finanziaria oggetto di valutazione

Price and Cost are Factual, Value is an opinion, Le grandezze economiche fondamentali (2/2)

La macro differenza tra le tre grandezze economiche fondamentali risiede nella natura fattuale di prezzo e costo. Il valore è un'opinione fondata su stime che manca del connotato della "certezza"

Le grandezze economiche fondamentali possono assumere una duplice natura: i. grandezza fattuale; ii. grandezza stimata		Grandezza fattuale	Grandezza stimata
PREZZO	Grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività		
COSTO	Grandezza empirica suscettibile di rilevazione, sulla base dei prezzi sostenuti e delle quantità di fattori impiegate		
VALORE	Grandezza non empirica e risultato di un apprezzamento		

Esempio PIV

COMMENTO A PIV I.6.1

SI PENSI AL CASO DI UNO SVILUPPATORE IMMOBILIARE CHE SOTTOSCRIVE L'IMPEGNO AD ACQUISTARE UN TERRENO E REALIZZARE UN NUOVO EDIFICIO PER UNA SOCIETÀ MANIFATTURIERA AL PREZZO DI **12**.

LO SVILUPPATORE IMMOBILIARE SOSTIENE COSTI PER L'ACQUISTO DEL TERRENO E PER LA COSTRUZIONE PER **10**.

UNA VOLTA COMPLETATO, IL VALORE SUL MERCATO DELL'IMMOBILE È PARI A **13**.

NELL'ESEMPIO;

- IL COSTO DI ACQUISTO PER L'IMPRESA MANIFATTURIERA È PARI A **12** (CHE COINCIDE CON IL PREZZO PAGATO),
- IL PREZZO DI MERCATO È PARI A **13** (E NON È IN RELAZIONE CON IL PREZZO PAGATO DALL'IMPRESA MANIFATTURIERA),
- IL VALORE DELL'IMMOBILE PER LO SVILUPPATORE IMMOBILIARE È PARI A **12** (=IMPEGNO CONTRATTUALE),
- MENTRE IL VALORE DELL'IMMOBILE PER L'IMPRESA MANIFATTURIERA, QUALORA SI CONSIDERINO ANCHE I BENEFICI CHE L'IMMOBILE PUÒ GENERARE PUÒ ESSERE SUPERIORE AL PREZZO DI MERCATO (AD ESEMPIO PARI A **14**)

La finalità della stima (1/2)

Le grandezze economiche fondamentali possono assumere una duplice natura: i. gr

		Grandezza fattuale	Grandezza stimata
PREZZO	Grandezza empirica suscettibile di misurazione diretta incidenza può essere		
COSTO	Grandezza empirica suscettibile di misurazione diretta base dei prezzi sostenuti e delle quantità di fattori impiegate		
VALORE	Grandezza non empirica e risultato di un apprezzamento		

IL VALUTATORE È CHIAMATO A PRONUNCIARSI SU "VALORI", OVVERO SU "STIME". PER FARLO DEVE CHIARIRE CON IL COMMITTENTE LA FINALITÀ DELLA STIMA...

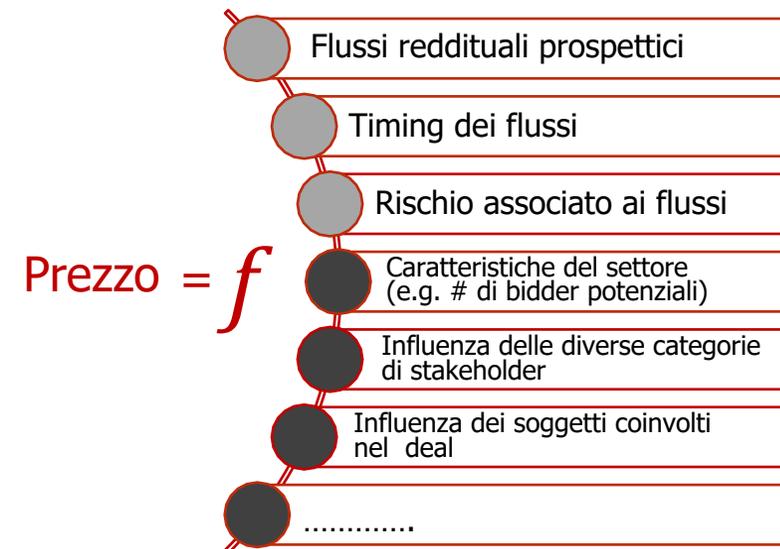
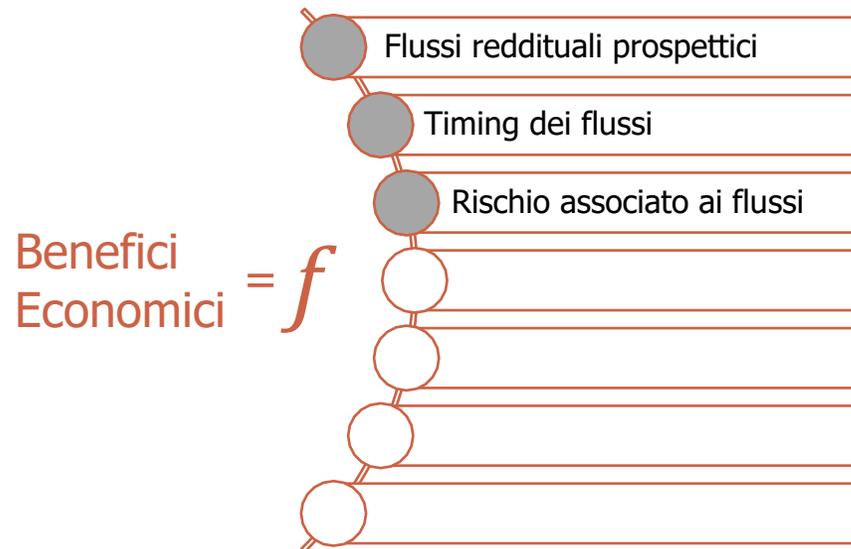
La finalità della stima (2/2)

È possibile distinguere due tipologie di finalità della stima

Stime che hanno per oggetto
I BENEFICI ECONOMICI
offerti dall'attività

Stime che hanno per oggetto un
PREZZO
fattibile sul mercato

Entrambe le grandezze sono influenzate dai flussi di reddito attesi dall'attività oggetto di valutazione. Tuttavia i prezzi possono differire dai benefici economici a causa della natura "negoziale" della grandezza "Prezzo". Di seguito si elencano le variabili che influenzano le due finalità di stima e che comportano lo scollamento tra le due finalità di stima (prezzi e benefici economici):



● Componenti economiche

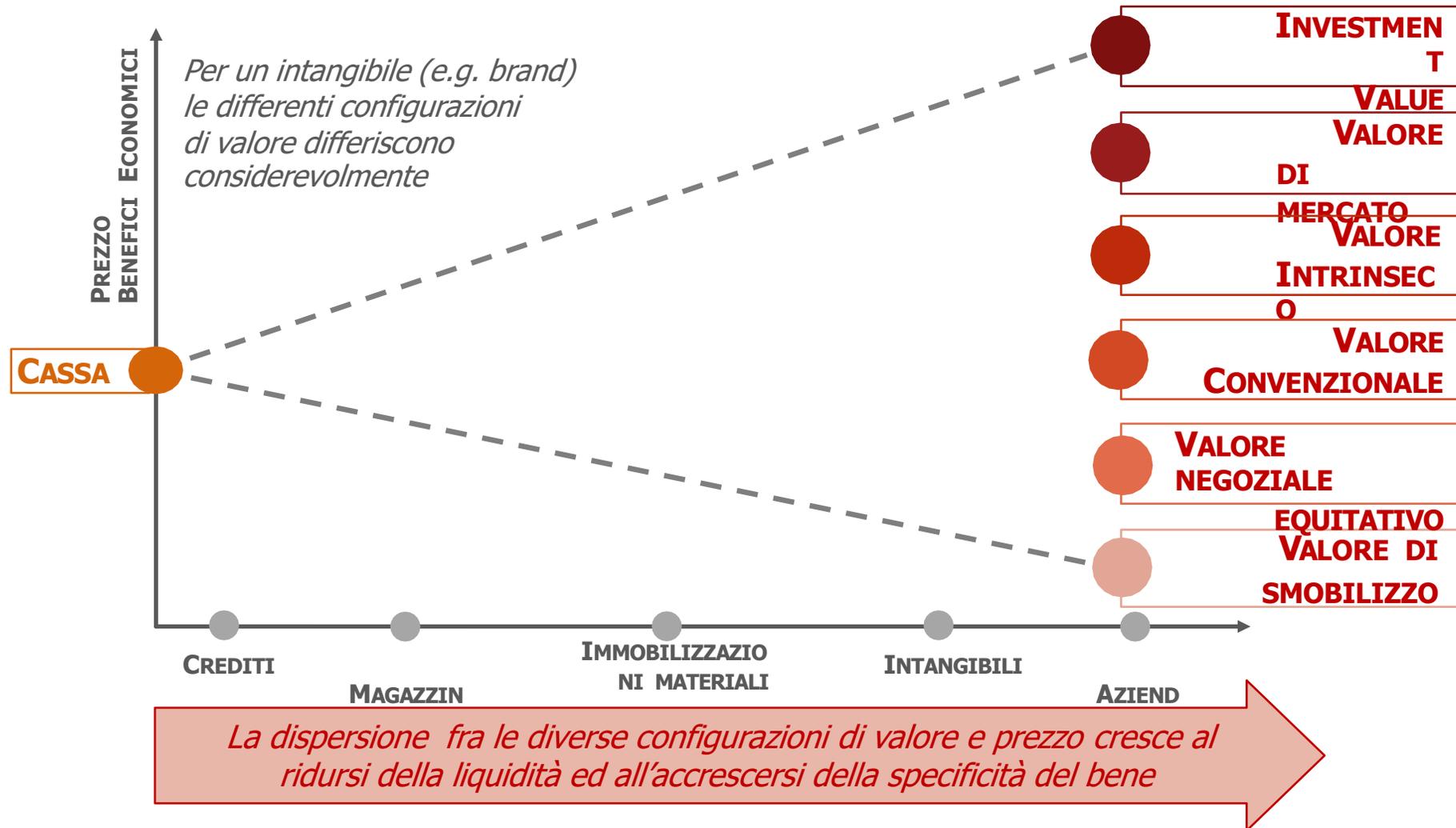
● Componenti negoziali

La configurazione di valore dipende dalla finalità della stima

In funzione della diversa finalità della stima, è possibile individuare sei configurazioni di valore

<i>Finalità di stima</i>	<i>Configurazioni di Valore</i>					
	Valore di mercato	Valore negoziale equitativo	Valore intrinseco	Valore di investimento	Valore di smobilizzo	Valore convenzionale
BENEFICI ECONOMICI						
PREZZO						

...e dall'attività oggetto di stima



La definizione delle configurazioni di valore nei PIV, Il Valore di Mercato

LA DEFINIZIONE (PIV I.6.3)

"IL VALORE DI MERCATO DI UN'ATTIVITÀ REALE O FINANZIARIA (O DI UN'ENTITÀ AZIENDALE) O DI UNA PASSIVITÀ È IL PREZZO AL QUALE VEROSIMILMENTE LA MEDESIMA POTREBBE ESSERE NEGOZIATA, ALLA DATA DI RIFERIMENTO DOPO UN APPROPRIATO PERIODO DI COMMERCIALIZZAZIONE, FRA SOGGETTI INDIPENDENTI E MOTIVATI CHE OPERANO IN MODO INFORMATO, PRUDENTE, SENZA ESSERE ESPOSTI A PARTICOLARI PRESSIONI (OBBLIGHI A COMPRARE O A VENDERE)"

COSA ESPRIME

ESPRIME IL MIGLIOR PREZZO RAGIONEVOLMENTE REALIZZABILE DAL VENDITORE ED IL PREZZO PIU' VANTAGGIOSO RAGIONEVOLMENTE REALIZZABILE PER L'ACQUIRENTE

Le Caratteristiche

HBU	<u>RIFLETTE IL MASSIMO E MIGLIOR USO POSSIBILE DELL'ATTIVITÀ.</u> IL MASSIMO E MIGLIOR USO PUÒ ESSERE L'USO CORRENTE DELL'ATTIVITÀ O UN USO ALTERNATIVO
POINT IN TIME	<u>NON POSTULA LA RAZIONALITÀ DEI PREZZI FATTI.</u> IL VALORE DI MERCATO È UNA <u>STIMA "POINT-IN-TIME"</u> ANCORATA ALLE SPECIFICHE CONDIZIONI DI MERCATO ALLA DATA DELLA VALUTAZIONE
MERCATO DI RIFERIMENTO O	IL MERCATO DI RIFERIMENTO PER L'ATTIVITÀ O LA PASSIVITÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE È <u>IL MERCATO NEL QUALE L'ATTIVITÀ È NORMALMENTE SCAMBIATA ALLA DATA DI VALUTAZIONE E AL QUALE LA MAGGIOR PARTE DEI PARTECIPANTI AL MERCATO (MARKET PARTICIPANT) E L'ATTUALE PROPRIETARIO (O OBBLIGATO) HANNO ACCESSO.</u> IL MERCATO DI RIFERIMENTO PRESUPPONE CHE GLI OPERATORI AGISCANO IN MODO INFORMATO, PRUDENTE E RAZIONALE. [...] LA PRUDENZA SI RIFERISCE AD UN USO CONSAPEVOLE DELL'INFORMAZIONE ALLA DATA DELLA VALUTAZIONE E NON INVECE ALLA SCELTA DI COMPRARE O VENDERE
INCLUDE SINERGIE	COSTITUENDO UN PREZZO FATTIBILE CHE RIFLETTE L'HIGHEST AND BEST USE DELL'ASSET, <u>INCLUDE LA QUOTA DI SINERGIE SAREBBERO RAGIONEVOLMENTE RICONOSCIUTE AL VENDITORE NELL'AMBITO DI UNA TRANSAZIONE TRA GENERICI MARKET PARTICIPANT</u>

La definizione delle configurazioni di valore nei PIV, Il Valore Negoziale Equitativo

LA DEFINIZIONE (PIV I.6.5)

“IL VALORE NEGOZIALE EQUITATIVO DI UN’ATTIVITÀ FINANZIARIA O REALE (O DI UNA ENTITÀ AZIENDALE) ESPRIME IL PREZZO AL QUALE VEROSIMILMENTE LA MEDESIMA POTREBBE ESSERE NEGOZIATA ALLA DATA DI RIFERIMENTO FRA DUE O PIÙ SOGGETTI IDENTIFICATI, CORRETTAMENTE INFORMATI CONCRETAMENTE E INTERESSATI, BILANCIANDO IN MODO EQUO I RISPETTIVI INTERESSI”

COSA ESPRIME

ESPRIME VALORE EQUO FRA DUE O PIÙ SOGGETTI SPECIFICAMENTE IDENTIFICATI. IN TAL SENSO RAPPRESENTA UN VALORE SOGGETTIVO E DIFFERISCE DAL VALORE DI MERCATO PERCHÉ CONSIDERA GLI SPECIFICI BENEFICI DELLE PARTI

Le Caratteristiche

SPECIFICITA’

IL VALORE NEGOZIALE EQUITATIVO RICHIEDE LA STIMA DI UN PREZZO EQUO PER DUE PARTI IDENTIFICATE, PER LE QUALI OCCORRE CONSIDERARE I RISPETTIVI VANTAGGI E SVANTAGGI RIVENIENTI DALL’OPERAZIONE. AL CONTRARIO, IL VALORE DI MERCATO ESCLUDE INVECE QUALSIASI VANTAGGIO CHE NON SIA ACCESSIBILE A TUTTI GLI OPERATORI ATTIVI

POINT IN TIME

È UNA STIMA “POINT-IN-TIME” ANCORATA ALLE SPECIFICHE CONDIZIONI DI MERCATO ALLA DATA DELLA VALUTAZIONE

INCLUDE SINERGIE

IL VALORE NEGOZIALE EQUITATIVO, COSTITUENDO UN PREZZO TRA DUE SPECIFICHE CONTROPARTI, INCLUDE LA QUOTA DI SINERGIE SAREBBERO RAGIONEVOLMENTE RICONOSCIUTE AL VENDITORE NELL’AMBITO DI UNA SPECIFICA TRANSAZIONE

La definizione delle configurazioni di valore nei PIV, Il Valore Intrinseco

LA DEFINIZIONE (PIV I.6.8)

"IL VALORE INTRINSECO ESPRIME L'APPREZZAMENTO CHE UN QUALSIASI SOGGETTO RAZIONALE OPERANTE SUL MERCATO SENZA VINCOLI E IN CONDIZIONI DI TRASPARENZA INFORMATIVA DOVREBBE ESPRIMERE ALLA DATA DI RIFERIMENTO, IN FUNZIONE DEI BENEFICI ECONOMICI OFFERTI DA DESTINAZIONE DEI RELATIVI RISCHI"

COSA ESPRIME

ESPRIME UN VALORE FRUTTO DI ANALISI FONDAMENTALE, POICHÉ, PUR TENENDO PRESENTI GLI INDICATORI DI MERCATO PER LA QUANTIFICAZIONE DEGLI *INPUT* (IN PARTICOLARE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE), RICHIEDE LA STIMA DEI BENEFICI ECONOMICI E LA QUANTIFICAZIONE DEL RISCHIO AD ESSI ASSOCIATO

Le Caratteristiche

AS IS WHERE IS

RIFLETTE LA REALTÀ OPERATIVA DELL'AZIENDA NELLE SUE CONDIZIONI CORRENTI (CON L'ATTUALE DESTINAZIONE D'USO, L'EFFICIENZA MANAGERIALE OD OPERATIVA CORRENTE ECC.)

CAPACITÀ DI REDDITO CORRENTE

È FUNZIONE DELLA CAPACITÀ DI REDDITO CORRENTE DELL'AZIENDA O DEL BENE E DELLE OPPORTUNITÀ DI CRESCITA CONCRETAMENTE REALIZZABILI SULLA BASE DI AZIONI O PROGETTI IN CUI L'IMPRESA SI È GIÀ IMPEGNATA, ESCLUDENDO OGNI TIPO DI POTENZIALITÀ LATENTE.
ESPRIME UN VALORE RECUPERABILE SULLA BASE DI FLUSSI DI REDDITO PROSPETTICI E QUINDI ESCLUDE PREMI E SCONTI POTENZIALMENTE RICONOSCIBILI IN UN CONTESTO TRANSATTIVO

POINT IN TIME

È UNA STIMA "POINT-IN-TIME" ANCORATA ALLE SPECIFICHE CONDIZIONI DI MERCATO ALLA DATA DELLA VALUTAZIONE

ESCLUDE SINERGIE

ESCLUDE OGNI TIPO DI SINERGIA O EFFICIENTAMENTI CHE UN TERZO SOGGETTO SAREBBE IN GRADO DI REALIZZARE E, QUINDI, POTREBBE RICONOSCERE NEL PREZZO D'ACQUISTO

La definizione delle configurazioni di valore nei PIV, Il Valore d'Investimento

LA DEFINIZIONE (PIV I.6.)

"IL VALORE D'INVESTIMENTO ESPRIME I BENEFICI OFFERTI DA UN'ATTIVITÀ REALE O FINANZIARIA (O DI UN'ENTITÀ AZIENDALE) AL SOGGETTO CHE LA DETIENE, O CHE POTRÀ DETENERLA IN FUTURO, CON FINALITÀ OPERATIVE O A PURO SCOPO D'INVESTIMENTO"

COSA ESPRIME

ESPRIME UN VALORE FRUTTO DI ANALISI FONDAMENTALE, POICHÉ, PUR TENENDO PRESENTI GLI INDICATORI DI MERCATO PER LA QUANTIFICAZIONE DEGLI *INPUT* (IN PARTICOLARE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE), RICHIEDE LA STIMA DEI BENEFICI ECONOMICI E LA QUANTIFICAZIONE DEL RISCHIO AD ESSI ASSOCIATO

Le Caratteristiche

VALORE POTENZIALE

RIFLETTE LA REALTÀ OPERATIVA DELL'AZIENDA NELLE MANI DI UNO SPECIFICO INVESTITORE, INDUSTRIALE O FINANZIARIO

CAPACITÀ DI REDDITO

È FUNZIONE DELLA CAPACITÀ DI REDDITO CORRENTE DELL'AZIENDA O DEL BENE OGGETTO DI VALUTAZIONE E DELLE OPPORTUNITÀ DI CRESCITA REALIZZABILI DA UNO SPECIFICO INVESTITORE (INDUSTRIALE O FINANZIARIO) CHE DECIDA DI ACQUISIRE L'ASSET. ESPRIME UN VALORE RECUPERABILE SULLA BASE DI FLUSSI DI REDDITO PROSPETTICI

POINT IN TIME

È UNA STIMA "POINT-IN-TIME" ANCORATA ALLE SPECIFICHE CONDIZIONI DI MERCATO ALLA DATA DELLA VALUTAZIONE

INCLUDE SINERGIE

INCLUDE TUTTE LE SINERGIE E GLI EFFICIENTAMENTI REALIZZABILI DA UN POTENZIALE INVESTITORE, INDUSTRIALE O FINANZIARIO

La definizione delle configurazioni di valore nei PIV, Il Valore Convenzionale

LA DEFINIZIONE (PIV I.6.6)

“UN VALORE CONVENZIONALE DISCENDE DALL’APPLICAZIONE DEI CRITERI SPECIFICI (PARTICOLARI) CHE SONO STATI FISSATI PER LA SUA DETERMINAZIONE DALLA LEGGE, E/O DA REGOLAMENTI, E/O DA PRINCIPI CONTABILI, O DA CONTRATTI. LA CORRETTEZZA DI TALE VALORE DISCENDE ESCLUSIVAMENTE DALLA PUNTUALE APPLICAZIONE DEI CRITERI MEDESIMI”

Le Caratteristiche

PREZZO E/O BENEFICI ECONOMICI

LA FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE PUO ESSERE ALTERNATIVAMENTE LA STIMA DI UN PREZZO O DI BENEFICI ECONOMICI A SECONDA DEI CRITERI SPECIFICI (CONVENZIONI) A CUI IL VALUTATORE È CHIAMATO AD ATTENERSI

CASI PARTICOLARI

- VALORI DI BILANCIO, DERIVANTI DALL’APPLICAZIONE DI CERTI PRINCIPI CONTABILI (*FAIR VALUE* IFRS, VALORE RECUPERABILE O IL COSTO DI SOSTITUZIONE, ECC.)
- VALORI RISULTANTI DALL’APPLICAZIONE DEI CRITERI PREVISTI DALLA LEGGE PER PARTICOLARI OPERAZIONI STRAORDINARIE (OGGETTO DELLE VALUTAZIONI LEGALI)
- VALORI RISULTANTI DA NORME TRIBUTARIE
- VALORI RISULTANTI DAI CRITERI FISSATI DAGLI ENTI REGOLATORI
- VALORI RISULTANTI DA PARTICOLARI PATTUZIONI CONTRATTUALI

N.B.

OLTRE A DEFINIRE LA CONFIGURAZIONE DI VALORE “CONVENZIONALE”, I PIV FORNISCONO I FRAMEWORK VALUTATIVI DA APPLICARE NELLE VALUTAZIONI CONVENZIONALI



Lo svolgimento dell'incarico (Engagement)

1	Oggetto della valutazione: elemento al quale devono essere ordinati i requisiti dell'esperto e la sua esperienza.
2	Finalità della valutazione: da cui l' idonea configurazione di valore da adottare
3	Identità dell'esperto, del committente del destinatario/i: dall'incarico deve evincersi ogni riferimento utile per le comunicazioni che possono essere rivolte ai soggetti coinvolti nel processo valutativo
4	Competenza professionale dell'esperto: dall'incarico deve evincersi il profilo delle competenze richieste dell'esperto per il corretto espletamento dell'oggetto della valutazione.
5	Natura del giudizio e indicazioni della configurazione di valore che l'esperto è chiamato a formulare: il mandato scritto può essere corredato da breve presentazione dell'esperto nonché una breve descrizione della configurazione di valore che è tenuto a determinare in relazione all'oggetto di valutazione (in valore di mercato, di investimento, negoziale equitativo, convenzionale, di smobilizzo, intrinseco, di adempimento).

Lo svolgimento dell'incarico (Engagement)

6	Data di riferimento della valutazione e le modalità con cui le informazioni saranno acquisite: è necessario che venga precisata la data di riferimento anche richiamando quella di un documento contabile fra quelli da cui vengono desunte le informazioni fondamentali
7	Eventuali limiti: l'incarico deve contenere indicazione di eventuali limiti all'attività dell'esperto e le speciali difficoltà di espletamento del mandato (se già disponibili in sede di conferimento). Fra i limiti per esempio la disponibilità e completezza delle informazioni disponibili. La relazione di parere valutativo ai sensi del P: II:4.4. richiede che vengano riportate le possibili limitazioni connesse ai contenuti minimi richiesti per la relazione stessa.
8	Modalità di acquisizione delle informazioni e di circolazione/ pubblicizzazione delle valutazioni effettuate: l'incarico deve riportare che l'esperto acquisisce le informazioni in autonomia e ne accerta l'affidabilità, la completezza e veridicità. Devono essere inoltre precisato gli obblighi di riservatezza concernenti le informazioni acquisite nonché eventuali limiti alla circolazione delle stesse.

Lo svolgimento dell'incarico (Engagement)

9	<p>Tempo assegnato all'esperto per effettuazione della valutazione: deve essere indicato il tempo stabilito per espletamento dell'incarico che deve essere coerente con il grado di complessità della valutazione stessa.</p>
10	<p>Corrispettivi: l'incarico deve indicare i corrispettivi riconosciuti all'esperto per la valutazione ed in particolare le modalità per la determinazione. A tal fine i PIV sottolineano che tali vanno previsti in funzione del tempo stimato per l'espletamento dell'incarico, oppure in misura fissa. Sono da evitare modalità di determinazione in funzione del risultato della valutazione o come percentuale del valore dell'oggetto della valutazione in quanto possono influire negativamente sull'operato dell'esperto e soprattutto compromettere l'indipendenza.</p>

Esperto deve effettuare attenta e preliminare valutazione (**pre-engagement activity**) dei sopra elencati requisiti per accettare o meno responsabilmente l'incarico. E' negligente l'esperto che accetta un incarico rispetto al quale non dispone di risorse o strutture adeguate a svolgere professionalmente nei tempi indicati l'incarico.



ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

La valutazione negli stadi di crisi



ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

Composizione negoziata

La stima del valore dell'azienda

Il paragrafo 13.1 Sez. III del Decreto attuativo, indica che *«in qualunque momento risulti utile per le trattative è opportuno ... che l'esperto proceda alla stima delle risorse derivanti dalla liquidazione dell'intero patrimonio o di parti di esso o, ove siano richieste competenze diverse dalle proprie, che proponga alle parti la nomina congiunta di un soggetto di fiducia di tutte, che proceda alle valutazioni necessarie, con costi ripartite tra di esse»*

Per poter determinare il valore dell'azienda è necessario rilevarne preliminarmente la situazione contabile e l'andamento corrente e gli eventuali costi di dismissione. l'imprenditore deve quindi:

- (i) verificare se la situazione debitoria sia *«completa ed affidabile»* e se il valore dei cespiti sia superiore *«al maggiore tra il valore recuperabile e quelli di mercato»* e *«in difetto, occorre quanto meno appostare con prudenza adeguati fondi rischi e fondi per l'adeguamento delle attività e delle passività»* (Decreto Attuativo, sezione II, par. 2.2).
- (ii) valutare *«le effettive prospettive di realizzo in termini di ammontare al netto dei costi di dismissione»* e se le *«relative stime sono adeguatamente suffragate»* (Decreto Attuativo, sezione II, par. 4.9).

Composizione negoziata

La stima del valore dell'azienda

Per poter determinare il valore dell'azienda si possono utilizzare diversi metodi:

“Linee guida per la valutazione di aziende in crisi – CNDCEC – SIDREA”

“Principi Italiani di Valutazione (PIV)”

“Principi Internazionali di Valutazione (IVS)”

Nel caso della cessione di azienda da parte di un'impresa in crisi o insolvente si dovranno adottare valutazioni prudentziali nel piano, quali:

- determinazione valore dell'azienda senza sinergie con l'acquirente (valore *as it is*);
- Utilizzo metodo “patrimoniale semplice” (stima prospettica dei costi capitalizzati e dei beni immateriali presenti in bilancio) o, con notevoli cautele, “patrimoniale complesso” (stima di tutti i beni immateriali anche non presenti in bilancio).

Composizione negoziata

La stima del valore dell'azienda

«All'esperto potrà essere richiesto di:

- i. individuare il perimetro dell'azienda o di rami di essa ritenuto idoneo per il miglior realizzo;
- ii. fornire indicazioni all'imprenditore per organizzare data room informativa da utilizzare la raccolta delle manifestazioni di interesse (a tal fine potrà essere utilizzata la Piattaforma);
- iii. dare corso, o far dare corso, alla selezione dei soggetti potenzialmente interessati, anche attraverso procedure competitive, raccogliendo le relative manifestazioni di interesse e le eventuali offerte vincolanti (a tal fine potrà essere utilizzata la Piattaforma);
- iv. se richiesto, esprimere il proprio parere sulle manifestazioni di interesse e le offerte ricevute» (Decreto Attuativo, sezione III, par. 12.2)



ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

Case Study



ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

Corte dei conti

Condanna per danno erariale

Operazione di supporto finanziario volta a promuovere lo sviluppo di attività imprenditoriali all'estero, posta in essere attraverso la partecipazione al capitale sociale; la società finanziatrice entra nella compagine sociale.

La società finanziata entra in crisi, inizia (e termina con «successo») una procedura di Concordato, al quale la società finanziatrice partecipa, accettando le somme proposte ad estinzione del debito.

La chiusura del rapporto di partecipazione societaria avviene tramite l'acquisizione delle quote, detenute dalla società finanziatrice, nella società finanziata, da parte di un soggetto terzo.

Corte dei conti

Condanna per danno erariale

Quesito posto dal Giudice:

«Stimi il valore delle partecipazioni per cui è causa al tempo della "transazione novativa" del e del successivo accordo con la Società del

Tra gli atti, non si è rinvenuto nessun «documento probatorio» dell'avvenuto processo di stima del valore della partecipazione, né da parte del cedente né da parte del cessionario.

Soltanto una dichiarazione del manager che riporta: «EBITDA di 100, multiplo di 5, pertanto il prezzo è equo»!!!!

Con che cosa, con quali strumenti il CTU/CTP oggi, può giustificare quel valore? – IL METODO



ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

Sabrina Gigli

Dipartimento di Scienze Aziendali

sabrina.gigli@unibo.it

www.unibo.it