

I principi italiani di valutazione: una sfida per gli studi professionali

di Massimo Buongiorno – docente di finanza aziendale, Università Bocconi di Milano e Università Ca' Foscari di Venezia

La bozza in consultazione dei principi italiani di valutazione (Piv) redatti dall'Organismo italiano di valutazione nel dicembre 2014 pone con forza il tema della certificazione di qualità delle valutazioni finanziarie nell'interesse di una maggiore trasparenza e migliore qualità dei risultati.

Se l'adesione ai Piv è forse meno complessa per un insieme di soggetti specializzati nelle valutazioni finanziarie, è invece più critica per gli studi professionali che pur essendo chiamati ad un gran numero di incarichi di questo tipo hanno competenze più estese.

Il presente lavoro richiama il contenuto del documento, soffermandosi sui principi più critici e lasciando di fondo le tematiche più strettamente tecniche che richiedono differenti approfondimenti. Verranno svolte in conclusione alcune considerazioni in merito alla distanza tra i principi così come oggi disponibili e la normale prassi valutativa degli studi professionali, nonché in merito alle modalità e ai tempi di effettiva adesione di tali principi.

L'Organismo italiano di valutazione e i principi italiani di valutazione

L'attività valutativa può essere influenzata da molteplici fattori legati alla natura della società da valutare, ma anche alle finalità per cui la valutazione deve essere resa o alle modalità specifiche che possono rendersi necessarie (ad esempio specifiche richieste normative).

La conseguenza è l'impossibilità di determinare un valore assoluto od oggettivo, rimanendo ineliminabili elementi di soggettività e specificità.

La letteratura recente si è però concentrata sulla qualità delle valutazioni o al contrario sugli errori che riducono la credibilità del risultato.

In altri termini, ad una soggettività "normale" del valore si aggiunge una componente legata alla scarsa attenzione dell'esperto al rispetto di un approccio metodologicamente rigoroso alla valutazione.

L'Organismo italiano di valutazione nasce proprio con l'obiettivo di definire delle Linee Guida nelle valutazioni finanziarie condivise con le principali istituzioni interessate (Aiaf, Andaf, Assirevi, Borsa Italiana, Cndcec unitamente all'Università Bocconi).

L'Organismo italiano di valutazione ha tenuto la prima riunione il 29 novembre 2011 presso l'Università Bocconi dove ha sede.

Nell'atto costitutivo si legge che l'Oiv è una Fondazione (non profit e indipendente) che ha come compito primario accrescere la credibilità delle valutazioni e, per questa via, la fiducia degli utilizzatori finali dei servizi di valutazione. Per perseguire tale obiettivo

viene approvato un primo documento, in data 12 giugno 2012 che riguarda l'*impairment test* in contesti di crisi, mentre nel 2013 e successivamente nel 2014 è stato affrontato il tema più generale dei principi di valutazione che costituisce l'oggetto del presente lavoro.

L'Oiv ha pubblicato, nel mese di dicembre del 2014, la bozza per la discussione del documento "principi italiani di valutazione".

Questo documento, si compone di quattro parti:

1. la rete concettuale di base;
2. l'attività dell'esperto;
3. principi per specifiche attività;
4. applicazioni particolari.

L'entrata in vigore dei Piv si avrà al termine del periodo di consultazione.

Verranno di seguito analizzati i principali contenuti dei Piv, necessariamente in breve, per poi provare a comprendere quanto i Piv sono effettivamente distanti dalla normale prassi valutativa e quale sforzo si richiede per redigere una valutazione "Piv compliant".

In merito a quest'ultimo punto, l'adesione ai principi redatti dall'Oiv è su base volontaria; tuttavia è anche richiesta:

1. l'adesione (sempre su base volontaria) anche al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* emanato dall'Ivsc nel dicembre 2011;
2. la dichiarazione del professionista in merito alla propria competenza sui temi specifici oggetto della valutazione.

Inoltre, l'adesione ai Piv non può essere parziale, ma il professionista è chiamato ad attestare l'integrale applicazione degli stessi.

La rete concettuale

La parte centrale e fondante è costituita dalla rete concettuale di base dei Piv che devono essere interpretati con la finalità di "garantire" gli utilizzatori finali in merito ai risultati del processo valutativo. L'Oiv insiste sul tema del continuo aggiornamento dei Piv richiedendo un analogo impegno da parte del professionista.

La premessa precisa che la rete concettuale si sviluppa secondo due direttrici fondamentali.

La prima segue i quattro principi cardine della valutazione:

- a) ogni valutazione si riferisce ad un determinato punto nel tempo;
- b) è per sua natura prospettica;
- c) i tassi di attualizzazione sono derivati dal mercato;
- d) può essere influenzata dalla liquidità e da altri fattori.

Vengono successivamente indicati i profili che devono caratterizzare ogni valutazione nei seguenti:

- a) il tipo di incarico;
- b) la data della valutazione;
- c) la configurazione di valore;
- d) l'unità di valutazione;
- e) le metodiche di valutazione.

La rete concettuale è composta da 24 punti strutturati come di seguito indicato:

- dal punto 1 al punto 3 viene analizzato il profilo professionale e l'approccio dell'esperto;
- dal punto 4 al punto 13 sono oggetto di esame gli aspetti informativi e di fondo del processo valutativo;
- dal punto 14 al punto 19 si analizzano le metodologie valutative e i premi/sconti applicabili;
- dal punto 20 al punto 24 vengono approfondite le principali tecnicità riguardanti la stima dei tassi, dei contratti derivati e dell'apprezzamento dell'inflazione.

Ogni punto presenta poi molteplici sottopunti.

Le attività professionali per le quali i Piv possono essere applicati sono molto ampie e comprendono qualunque tipologia di valutazione, ma anche i pareri valutativi e l'esame della valutazioni compiute da un terzo (ad esempio le *fairness opinion* o tutta l'area del contenzioso inerente il valore di un'azienda).

Vengono definite in dettaglio le fasi sulle quali deve articolarsi il processo valutativo come di seguito:

1. la costituzione e l'apprezzamento della base informativa;
2. l'applicazione dell'analisi fondamentale;
3. la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
4. l'identificazione dei principali fattori di rischio e delle modalità più idonee per il loro trattamento;
5. la costruzione di una razionale sintesi valutativa. L'esperto deve quindi preoccuparsi di disporre di informazioni sufficientemente dettagliate per esprimersi, in primo luogo, in merito alle dinamiche che spiegano la performance aziendale (analisi fondamentale) e solo successivamente alla traduzione in valore di queste ultime.

Poiché le valutazioni si fondano in gran parte sulla stima di eventi futuri, i risultati sono aleatori e, quindi, soggetti ad un rischio che deve trovare adeguato trattamento nei modelli valutativi, ma anche idonea rappresentazione nei rapporti valutativi.

Infine la sintesi valutativa, specie ove l'esperto si sia avvalso di più metodi, deve essere costruita in modo razionale.

Al punto 1 i Piv sostengono che *"la valutazione richiede l'esercizio di un giudizio. Ed affinché esso sia fondato su basi solide è indispensabile che l'esperto disponga di adeguate competenze tecniche, di una buona esperienza professionale e delle necessarie conoscenze in merito all'oggetto della valutazione, all'eventuale settore o mercato di riferimento e alle caratteristiche della valutazione medesima"*.

Sancire che la valutazione è un giudizio, implica l'inevitabile soggettività che potrà essere limitata solo da un rigoroso approccio metodologico e, quindi, secondo l'Oiv, attraverso l'applicazione dei Piv tanto che al punto 1.2 viene affermato che il giudizio deve essere:

1. razionale ovvero fondato su uno modello convincente nell'esprimere la relazione tra *input* e *output* valutativo;
2. verificabile nei dati utilizzati, nelle ipotesi formulate e nella struttura del modello valutativo;
3. coerente tra le finalità valutative e lo svolgimento del lavoro;
4. affidabile nel senso ultimo di circoscrivere la soggettività al massimo possibile.

I Piv sottolineano con forza che l'esperto deve possedere i requisiti di natura etica, indipendenza, oggettività e diligenza nello svolgimento delle fasi del processo valutativo e tali requisiti (ove possibile) dovranno essere attestati nella valutazione. Nella

medesima relazione dovrà risultare la provenienza dell'incarico, la portata delle analisi e le modalità di svolgimento e l'utilizzo che ne può essere fatto, esplicitando eventuali limitazioni.

Il secondo blocco di principi riguarda la situazione di contesto nella quale si deve svolgere il processo valutativo.

Centrale importanza viene attribuita alla base informativa usata dal valutatore che è costituita da dati (pubblici o privati) e da ipotesi che l'esperto deve analizzare con spirito critico. L'analisi non si deve limitare ai dati storici, ma anche e soprattutto estendersi a quelli prospettici.

Per quanto riguarda le ipotesi, che rappresentano l'incertezza intrinseca della valutazione, esse devono essere ragionevoli e adeguatamente giustificate. Maggiore attenzione dovrà essere riservata alle ipotesi classificate come rilevanti, ovvero che hanno un peso elevato sul risultato finale e sensibili (elevata probabilità di subire variazioni nel tempo e che possono avere un effetto rilevante sul risultato finale).

Il terzo blocco riguarda la configurazione di valore prescelta che deve rientrare in uno dei seguenti casi:

1. intrinseco: valore che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato, senza vincoli e in condizioni di trasparenza dovrebbe esprimere;
2. di mercato: prezzo di ipotetica goziazione;
3. d'investimento: valore dei benefici che un'attività finanziaria e reale potrà produrre in futuro;
4. negoziale equitativo: esprime il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi;
5. convenzionale: discende dagli specifici criteri valutativi che sono stati fissati per la sua determinazione;
6. di smobilizzo: prezzo fattibile in condizioni di chiusura del ciclo di investimento.

Ciascuna delle precedenti configurazioni può trovare uno dei quattro attributi di valore seguenti:

1. in atto: tiene conto dei benefici che già si stanno manifestando;
2. potenziale: tiene conto anche dei benefici di iniziative ancora da intraprendere;
3. oggettivo: riconoscibile da qualunque operatore di mercato;
4. soggettivo: riconoscibile solo da particolari operatori di mercato (ad esempio le sinergie nelle acquisizioni).

La data della valutazione viene intesa come il momento temporale al quale la stima si riferisce e costituisce il riferimento per la disponibilità dei dati.

La valutazione può riguardare un'azienda in funzionamento (*going concern*) oppure riguardare una condizione di liquidazione.

Il blocco centrale del *framework* affronta il tema dei metodi valutativi che vengono ricondotti a tre categorie principali:

- metodica di mercato;
- metodica dei risultati attesi;
- metodica del costo.

L'esposizione delle metodiche nei Piv è molto sintetica e si limita ad elencare le soluzioni riconosciute come praticabili dall'Oiv.

Non si ritiene qui opportuno approfondire i diversi metodi non evidenziandosi particolari elementi di novità rispetto all'ampia produzione di letteratura in tal senso.

L'attività dell'esperto

Per quanto attiene alle modalità attraverso le quali l'esperto deve compiere il suo lavoro, i Piv sottolineano l'esistenza di un obbligo di condotta professionale al meglio delle proprie capacità che si estrinseca:

1. in un'attività verificabile da parte di un terzo;
2. in un'attività neutrale in termini di indipendenza di giudizio;
3. in un'attività completa nel senso dell'adeguatezza delle informazioni disponibili.

L'attività viene svolta a fronte di un incarico scritto, datato e ben precisato nei termini dei soggetti beneficiari della valutazione e delle sue finalità.

I Piv in questa sezione affrontano anche le tematiche di gestione del rapporto tra il professionista e il committente, senza invero introdurre elementi di particolare novità.

Più interessante è invece la struttura tipica di una relazione di stima che costituisce un termine di riferimento opportuno anche per i professionisti che non intendano aderire ai Piv.

Principi per specifiche attività e per applicazioni particolari

I Piv analizzano le seguenti attività specifiche:

1. valutazioni d'azienda e di rami d'azienda;
2. valutazioni d'azienda in particolari contesti (quote/non quotate, piccole/grandi dimensioni, *surplus asset*);
3. interessenze partecipative ed aggiustamenti di valore (premi e sconti);

4. beni immateriali;
5. impianti e macchinari;
6. immobili;
7. strumenti finanziari;
8. passività, passività non finanziarie e passività potenziali.

La terza sezione dei Piv è indubbiamente la più corposa poiché le metodiche valutative già anticipate nella rete concettuale vengono approfondite con grande dettaglio fornendo indicazioni specifiche nelle diverse aree indagate.

Valgono per la terza sezione le stesse indicazioni già formulate in precedenza; tuttavia si ravvisa che nello svolgimento dei principi applicabili alle diverse attività valutative, i Piv paiono a tratti portare avanti posizioni teoriche ed astratte, facilmente riconducibili ad abbondanti filoni di letteratura piuttosto che indicazioni operative stringenti.

Lo testimonia il frequente ricorso sia nei principi che soprattutto nei commenti a termini quali “generalmente”, “di solito”, “è opportuno siano valutati”.

Analoghe considerazioni valgono per l'ultima sezione dedicata alle applicazioni particolari che coprono l'insieme delle operazioni straordinarie. In questo caso, il professionista si trova spesso in difficoltà nell'interpretare norme di legge non chiarissime per cui la disponibilità di principi codificati è sicuramente apprezzabile.

Lo sviluppo dei Piv, invece, appare frettoloso e a volte trascura aspetti potenzialmente interessanti. Si cita ad esempio nella scissione, la dibattuta questione di cosa intenda il legislatore con il termine “valore effettivo” di cui all'art.2506-*quater* cod.civ. che viene completamente ignorata nei Piv.

Piv e studi professionali

L'introduzione dei Piv costituisce indubbiamente un significativo passo in avanti verso una maggiore trasparenza del mercato rendendo più chiari i presupposti su cui si fondano le valutazioni finanziarie che sono sovente lette come un tema esclusivamente da esperti.

Ne deriva che è sicuramente auspicabile che i professionisti si muovano nel senso di adottare i Piv creando i presupposti per distinguere chiaramente tra una valutazione “*Piv compliant*” - quindi rispondente ad elevati requisiti di professionalità - ed una “*non Piv compliant*” che non è soggetta ad alcuna certificazione.

Ovviamente un ruolo importante dovranno giocarlo i committenti muovendosi sempre più verso l'attribuzione di incarichi solamente a professionisti “*Piv compliant*”.

L'adesione ad un importante network internazionale contribuisce a porre le basi per la futura evoluzione dei Piv verso una dimensione che inevitabilmente dovrà trascendere i confini nazionali.

Si pone ora un tema interessante nel comprendere se l'auspicata adesione abbia reali presupposti di fattibilità, ovvero quanto i Piv sono lontani dalla prassi professionale.

Limitando l'analisi al contesto che qui più rileva, ovvero le valutazioni effettuate dagli studi professionali, l'adesione ai Piv presuppone due grandi profili:

1. il rigore dell'approccio valutativo, in termini soprattutto di raccolta di una adeguata base informativa e di capacità di porsi di fronte alle ipotesi con spirito critico;
2. la solidità dell'impianto metodologico in termini di accettabilità della funzione di valore che viene sviluppata.

In merito al primo tema, spesso accade che non venga attribuita la giusta importanza al dato e che vengano assunte come acquisite le ipotesi fornite dal committente senza porle in discussione, per mancanza di tempo o anche per una male interpretata forma di rispetto.

Su questo punto, lo sforzo che la maggior parte dei professionisti deve compiere è molto rilevante e non solamente dal punto qualitativo, posto che l'accesso a dati significativi ha un costo notevole per lo studio.

Il secondo tema è leggermente meno critico, prima di tutto perché gli studi professionali hanno negli ultimi tempi affinato i metodi valutativi, introducendo le valutazioni comparabili e spesso anche i metodi Dcf. Qui lo sforzo è senza dubbio di formazione ed aggiornamento del professionista, ma la disponibilità sul mercato qui è molto ampia. I Piv possono rivestire un ruolo significativo in tal senso, tracciando un percorso formativo di progressivo adeguamento ai principi da attuarsi compiutamente nel corso del tempo. Ove la lettura di un principio o di un commento introduca temi non conosciuti dal professionista, quello è un ambito nel quale si deve intervenire e colmare la lacuna.

Non pare invece che la sezione dedicata alla rigosità del rapporto con il committente possa costituire un aspetto così critico posto che si tratta meramente di estendere prassi professionali già tipiche delle altre attività consulenziali.

La critica più volte avanzata ai Piv, e cioè di essere a tratti troppo didattici descrivendo modelli e tecniche che dovrebbero essere già conosciute, va proprio

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

interpreta nel senso di contribuire anche ad un necessario processo formativo che nel nostro Paese in parte è ancora da compiere.

Rimangono nella versione attualmente in consultazione ancora spazi di potenziale miglioramento, qualificando meglio alcuni punti e, a parere di chi scrive, particolarmente nell'ultima sezione.

I Piv rimangono comunque imprescindibili anche per chi non intenda applicarli ma si trovi a effettuare valutazioni, soprattutto ove abbiano particolari profili di criticità e si prestino a potenziali rischi di future contestazioni. In tali situazioni, il richiamo a principi che si configurano come *best practices* codificate può mostrarsi particolarmente utile.