

Dai PIV indicazioni sulle diverse configurazioni di valore

Essi identificano cinque configurazioni di valore comuni a tutte le attività

/ Nicola AGNOLI e Martino ZAMBONI

In ogni incarico di valutazione bisogna chiedersi quale tipologia di valore misurare. Il *Conceptual Framework* risponde a questa domanda in 12 principi molto articolati, che spiegano le diverse configurazioni di valore e le loro caratteristiche.

I Principi italiani di valutazione ("PIV") richiedono all'esperto di "precisare la configurazione di valore prescelta" (principio I.6.1). Tale attività deve essere fatta considerando le **finalità della stima** e le differenze esistenti fra prezzo (grandezza empirica influenzata da domanda ed offerta che può discostarsi dal valore attribuito all'attività oggetto di stima), costo (grandezza empirica espressione delle risorse utilizzate per acquisire o realizzare l'attività) e valore (grandezza risultato di una stima).

I PIV identificano **cinque configurazioni** di valore comuni a tutte le attività: valore di mercato, valore d'investimento, valore negoziale equitativo, valore convenzionale e valore di smobilizzo (principio I.6.2). L'adozione di tali configurazioni può condurre a stime anche molto diverse, seppure in linea teorica sempre riconciliabili.

Nel caso di valutazione di aziende, partecipazioni, strumenti finanziari e beni immateriali esiste una **setta configurazione**: il valore intrinseco, spesso chiamato anche valore economico del capitale (principio I.6.8). Nella valutazione di passività le configurazioni di valore si riducono invece a quattro: valore di mercato, valore negoziale equitativo, valore convenzionale e valore di adempimento (principio I.6.9).

Analizziamo ora la configurazione del **valore di mercato**. Per il *Conceptual Framework* dei PIV il valore di mercato è "il prezzo al quale verosimilmente [un'attività o un'entità aziendale] 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)".

Il valore di mercato, che coincide con il *market value* degli IVS ("International Valuation Standards"), è una stima "point in time", legata alle specifiche condizioni di mercato alla data di valutazione. Rappresenta il prezzo più probabile sul mercato negoziabile tra soggetti informati, prudenti e razionali e che quindi utilizzano **in modo consapevole** tutta l'informazione disponibile per ottenere il prezzo loro più favorevole.

Il **mercato di riferimento** da considerare è quello in cui l'attività è normalmente scambiata e cui hanno accesso l'attuale suo proprietario e la maggior parte dei par-

tecipanti. Il valore di mercato è un valore oggettivo in quanto esprime un valore rilevante per generici partecipanti al mercato e non per uno specifico soggetto (principio I.6.10). I partecipanti al mercato sono i potenziali acquirenti e venditori di un'attività in grado di garantirne il massimo e miglior uso possibile. Non sono individuabili nominativamente ma sono soggetti identificabili nei loro profili tipici essenziali, ad esempio acquirenti strategici o finanziari e concorrenti diretti o società di settori correlati.

Per una corretta identificazione dei **partecipanti al mercato** l'esperto deve chiedersi: quali sono i mercati potenziali di vendita dell'attività da valutare e tra questi quale è il principale; quale è il miglior uso possibile dell'attività, chi sono i potenziali partecipanti al mercato e come si caratterizzano; quali sono le peculiarità dei partecipanti al mercato rispetto allo specifico soggetto che detiene il controllo dell'attività. In genere i partecipanti al mercato tendono a non riconoscere nel prezzo di acquisto tutti i benefici attesi dal massimo e miglior utilizzo dell'attività oggetto di compravendita perché il loro obiettivo è realizzare investimenti con un rendimento superiore al costo del capitale.

Il valore di mercato deve riflettere il massimo e migliore utilizzo dell'attività (*highest and best use* - HBU), ovvero quello che ne "massimizza il potenziale operativamente e fisicamente possibile, finanziariamente fattibile e legalmente consentito" (principio I.10.1). L'**HBU** potrà essere d'uso corrente o di un uso alternativo rispetto a quello fatto da chi ne detiene il controllo. In tale secondo caso l'esperto dovrà tener conto delle aspettative realistiche dei partecipanti al mercato alla data di valutazione, e non di quelle ipotetiche, nonché dei costi di conversione d'uso che necessariamente si rifletterebbero sul prezzo.

Per l'individuazione del massimo e migliore utilizzo occorre: comprendere se un uso è possibile e ragionevole nella prospettiva dei partecipanti al mercato; considerare gli **eventuali requisiti** e restrizioni legali; valutare se il rendimento ottenibile dall'HBU è superiore a quello attuale in misura tale da giustificare i costi di conversione. Si tratta di un'analisi fondamentale, in quanto l'esperto dovrà precisare puntualmente i criteri utilizzati nell'individuazione del massimo e miglior utilizzo dell'attività oggetto di stima.

Ultima caratteristica del valore di mercato è di presupporre un **adeguato periodo di commercializzazione** dell'attività, tale da consentire una formazione del prezzo in grado di esprimere l'interesse del maggior numero possibile di partecipanti al mercato.