

Marco A. Marinoni

**PROSPETTIVE
ECONOMICO-FINANZIARIE
E SAGGI DI SCONTO**

**Aspetti di quantificazione
e rappresentazione**

FrancoAngeli

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Marco A. Marinoni

**PROSPETTIVE
ECONOMICO-FINANZIARIE
E SAGGI DI SCONTO**

**Aspetti di quantificazione
e rappresentazione**

FrancoAngeli

Copyright © 2018 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Prefazione , di <i>Anna Maria Fellegara</i>	pag. 7
--	--------

PARTE PRIMA ANALISI DOTTRINALE

1. Processo valutativo e base informativa. Struttura e finalità dei Principi Italiani di Valutazione	» 13
Cenni introduttivi/Premessa	» 13
1.1. Principi Italiani di Valutazione. <i>Conceptual framework</i>	» 17
1.2. Processo valutativo e base informativa	» 20
1.3. Analisi fondamentale	» 26
1.4. Criteri, Metodi e Configurazioni di Valore in ottica di valutazioni aziendali	» 28
1.5. Metodiche di valutazione	» 32
1.6. Costo del capitale, saggi di sconto e valore nelle differenti metodiche	» 33
2. Saggi di sconto, remunerazioni del capitale	» 46
Cenni introduttivi/Premessa	» 46
2.1. Saggi di sconto nella valutazione del capitale economico	» 47
2.2. Costo del capitale	» 51
2.3. Tasso risk-free	» 58
2.4. Premio per il rischio	» 62
3. Modelli di apprezzamento del rischio	» 68
Cenni introduttivi/Premessa	» 68

3.1. Modelli per l'apprezzamento del costo del capitale proprio, cd. saggio di sconto, <i>equity side approach</i>	pag.	69
3.2. <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	»	70
3.3. Beta	»	73
3.4. <i>Beta accounting</i> . Stima mediante regressione lineare e <i>Bottom-Up</i>	»	77
3.5. <i>Modified CAPM</i>	»	80
3.6. Modelli di stima alternativi	»	81

PARTE SECONDA
INDAGINE EMPIRICA

4. Modello di regressione e correlazione tra variabili	»	87
Cenni introduttivi/Premessa	»	87
4.1. Descrizione delle fasi di ricerca	»	88
4.2. Indici di performance, linguaggi di programmazione e ambienti di sviluppo statistico	»	90
4.3. Regressione lineare su Variazione del ROE. <i>Beta accounting</i>	»	115
4.4. Creazione di valore, leva finanziaria - analisi grafica	»	124
 Conclusioni	»	177
 Bibliografia	»	185

PREFAZIONE

di Anna Maria Fellegara

L'elaborazione dei Principi Italiani di Valutazione, *PIV*, in linea con gli *International Valuation Standards, IVS*, ha riaperto un significativo dibattito in dottrina e nella prassi sulle modalità di stima e di calcolo dei parametri fondamentali dei modelli valutativi, quali il saggio di sconto, nelle possibili differenti configurazioni (*asset side* e *equity side*).

I profondi mutamenti geopolitici e macroeconomici degli ultimi decenni e le conseguenti molteplici crisi aziendali che hanno colpito in profondità il sistema produttivo e finanziario di alcuni paesi, hanno certamente rimesso in discussione la validità e l'attendibilità di talune assunzioni valutative, sia di scenario, sia di equilibrio e di sviluppo aziendale, che si ritenevano per certi versi imm modificabili e destinati ad essere confermati, come presupposti che non si sarebbero mai messi in discussione. Invece, da una parte, si è assistito a un forte ridimensionamento del giudizio di merito di alcuni *paradigmi* (e.g. *CAPM*) e, dall'altra, si è andata consolidando l'esigenza di implementazione di modelli quantitativi più evoluti per la predizione dei rischi (e.g. modelli di analisi discriminante multivariata, *MDA* – risultato dell'evoluzione dei seguenti modelli, Altman (1968); Merton (1974, 1976); Morrison (1976); Mardia *et al.* (1979); Ohlson (1980); Jarrow, e Turnbull (1995); Lando (2004).

Gli stravolgimenti di cui sopra condizionano anche le discipline economico-contabili. Il processo di globalizzazione economico-finanziaria, con gli aspetti problematici già sopra ricordati, esige un'armonizzazione dei principi contabili su scala internazionale, che inevitabilmente funge per attivare una rielaborazione e un ripensamento delle tradizioni contabili nazionali¹. Questo appare costituire l'impulso maggiormente propulsivo che muove il legislatore nazionale e lo *standard setter* italiano – Organismo Italiano di Contabilità. Quest'ultimo sta realizzando una profonda rivisitazione dei principi

¹ Cfr. tra gli Altri Zeff (1978).

contabili adottati in Italia, introducendo nello scenario contabile italiano, principi e criteri di radice anglo-sassone (cfr. riforma delle regole civilistiche di bilancio, D.Lgs. n. 139/2015, introducendo il criterio del costo ammortizzato e *attualizzato*); tuttavia ciò avviene senza operare una semplice trasposizione contabile, bensì rileggendo ed arricchendo concetti e valori che hanno avuto la loro ideazione e prima applicazione in culture e contesti differenti, che potrebbero essere in grado di apportare un accrescimento della significatività e dell'attendibilità delle valutazioni economico-finanziarie, anche per le imprese italiane. Il *fair value*, per la cui implementazione si fa esplicito rinvio agli stessi principi contabili internazionali, diventa quindi riferimento principe anche in Italia, origine e culla del pensiero contabile. Il principio di *utilità* dell'informazione contabile diventa il postulato di riferimento in termini di apprezzamento delle performance aziendali, poiché gli investitori (e non più i creditori) sono i primi portatori d'interesse (cfr. par. 32, *OIC 11*, i destinatari primari dell'informazione del bilancio sono coloro che forniscono risorse finanziarie all'impresa, ossia investitori, finanziatori e altri creditori come da *Conceptual Framework IASB-FASB*).

Questo processo di transizione verso principi contabili e valutativi comunemente accettati a livello internazionale, esige un approfondimento sulle potenzialità, ma anche sui limiti e sulle inevitabili interpretazioni soggettive, oltre che, sui non trascurabili elementi di divergenza rispetto alla cultura aziendale. Tali condizionamenti hanno ripercussioni sull'interpretazione delle informazioni ritraibili dalle sintesi di esercizio, ma anche sulla gestione e sull'organizzazione aziendale, sui processi di mitigazione dei rischi, sul sistema di controllo interno e sui sistemi informativi aziendali.

Il programma di ricerca, di cui si offrono le risultanze di sintesi nel prosieguo del volume, ha inteso esaminare a posteriori l'effettiva aderenza dei processi valutativi con il graduale recepimento dei *PIV/IVS*, in particolare attraverso l'analisi di un campione di società italiane quotate, con esclusione dei settori bancario e assicurativo, coinvolte nell'ultimo decennio da operazioni di *merger and acquisition*.

L'analisi mira a comprendere gli effetti di tali scelte in termini di creazione di valore, miglioramento degli andamenti e superamento di situazioni di crisi.

La ricerca è fondata su selezionati indicatori di performance societaria, giudicati di maggior significatività in termini di rispetto degli equilibri economico-patrimoniale e finanziario, del requisito della continuità aziendale, e di conseguenza di creazione del valore; in particolare:

- *EBITDA*;
- *ROE*;

- *ROI*;
- *OF/DEBT*;
- *MT/MP*;
- *PFN/C.F.*;
- *B/MV*.

Il rigore scientifico della ricerca appare dalla struttura logica del presente volume che ambisce a riportare una sintesi dei principali risultati a cui l'Autore è pervenuto. Infatti nel primo capitolo si analizzano i *PIV* e il *conceptual framework*; in particolare si approfondiscono i metodi valutativi e le finalità proprie della valutazione economica d'azienda, nonché le molteplici configurazioni di valore. Nel secondo capitolo è offerta un'analisi generale del saggio di sconto e dei principali approcci di calcolo dei suoi componenti, quale il costo del capitale, sia di rischio, sia di debito. In questa sezione del volume si mettono a confronto i modelli più tradizionali per il calcolo della parte rischiosa, quali il *CAPM*, con i modelli più evoluti. L'intento è comprenderne la consistenza teorica e l'applicazione pratica anche nel tessuto industriale italiano, ponendo enfasi sulle criticità e sui limiti. Nel terzo capitolo si colloca la parte empirica della ricerca, fondata su indicatori di performance, sia di mercato, sia gestionali. Attraverso modelli statistici di correlazione e di regressione, l'Autore mira *in primis* a comprendere se il mercato riesce ad apprezzare gli andamenti societari, soprattutto a compimento di un'operazione straordinaria.

Si noti che il tema oggetto della presente ricerca è vivo nell'attuale dibattito *interdisciplinare* sulle valutazioni, anche a motivo della trasversalità che presenta, interessando i più recenti recepimenti legislativi comunitari. Come spesso accade, in presenza di temi oggetto di analisi da prospettive differenti, non poco smarrimento e carenza di complementarietà di approcci si è andata confermando anche in questa partita.

Tale schema di indagine si colloca nelle direttrici proprie degli studi economico-aziendali, tese ad individuare le interrelazioni che abbracciano aspetti contabili, valutativi, gestionali e organizzativi nella vita delle aziende e dei professionisti coinvolti.

La correttezza dell'impostazione metodologica del volume che, si ribadisce, costituisce un contributo di ricerca empirica, è data dallo sforzo di rendere evidente l'interdisciplinarietà della tematica che, tuttavia, si conferma ampiamente fondata nelle aree di studio e di ricerca dell'Economia Aziendale.

Più in generale, tanto il tema, quanto i suoi risvolti applicativi (a conoscenza dei tassi di remunerazione degli investimenti, in uno scenario sempre più dinamico e stocastico, come quello dell'ultimo decennio), comporta uno sforzo da parte della disciplina economico-aziendale nel comprendere gli effetti di tali esternalità, sulle scelte economico-contabili, nonché strategico-gestionali.

PARTE PRIMA
ANALISI DOTTRINALE

1. PROCESSO VALUTATIVO E BASE INFORMATIVA. STRUTTURA E FINALITÀ DEI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE

Cenni introduttivi/Premessa

La presente ricerca di *Economia Aziendale* vuole inserirsi nella letteratura di riferimento in tema di apprezzamento del rischio aziendale e del correlato saggio di sconto, al fine di evidenziare eventuali punti di criticità dei modelli *tradizionali*, e approfondire modelli più *evoluti*, per comprenderne la consistenza teorica e l'applicabilità pratica, anche nel tessuto industriale italiano.

Aspira a investigare la letteratura italiana e internazionale in tema di valutazioni societarie e, in particolare, il recente *Conceptual Framework* dei Principi Italiani di Valutazione (di seguito denominati semplicemente *PIV*). Da qui l'esplicitazione della domanda di ricerca che accompagnerà l'intera monografia: *il book-to-market ratio riesce ad apprezzare l'economicità d'impresa, in periodi di crisi economico-finanziaria e a seguito di scelte strategiche di gestione straordinaria?*

La metodologia di ricerca presenta un'analisi suddivisa sui seguenti tre livelli conoscitivi:

- analisi *documentale* per esaminare a posteriore l'effettiva aderenza dei processi valutativi con il graduale recepimento dei *PIV/IVS* e approfondire così le tipiche tecniche di apprezzamento (da parte degli analisti finanziari e di conseguenza degli *advisors* societari) delle remunerazioni del capitale che condizionano i saggi di sconto e quindi il valore (costo del capitale proprio nelle valutazioni *equity side* con flussi reddituali netti distribuibili, ovvero media ponderata del capitale di rischio e del capitale di debito, *WACC*, nelle valutazioni *asset side* con flussi reddituali operativi disponibili al netto delle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata); negli scenari non *steady state*, ossia scenari non stabilizzati, il *PIV* III.1.32 sancisce la pre-

ferenza nell'uso di flussi finanziari prospettici futuri, *levered, free cash flow to equity* nel primo caso e *unlevered, free cash flow to firm* nel secondo. Il *PIV* III.1.43, in merito alla determinazione del capitale proprio, stabilisce che è normalmente utilizzato il modello *CAPM* ed eventuali “correttivi” - volti ad aggiustare le criticità proprie del modello tradizionale - devono essere segnalati. Il perito è chiamato a indicare le scelte adottate, le basi informative consultate per la costruzione dei coefficienti di cui si è avvalso per la determinazione del saggio di sconto (e.g. beta). Il modello di riferimento è costituito quindi dalle linee guida dei *PIV* (che rimandano poi ai tradizionali modelli per la determinazione dei tassi di remunerazione e di apprezzamento del rischio), le quali proclamano i metodi indiretti fondati su flussi prospettici, i metodi fondamentali per la stima del valore economico d'azienda. Nel complesso, tali principi rappresentano quindi anche il modello di riferimento per valutare parzialmente i risultati della ricerca empirica. In aggiunta, completano lo schema concettuale di riferimento i principi che la dottrina economico aziendale ha delineato sulle valutazioni d'azienda e sui processi di determinazione del capitale economico;

- analisi *strategico-gestionale* per comprendere gli effetti delle scelte di gestione straordinaria su un campione di società italiane quotate, con esclusione dei settori bancario e assicurativo, protagoniste nell'ultimo decennio di operazioni di *M&A* (a superamento di situazioni di crisi);
- analisi *empirica* per comprendere *in primis* (3.1) se il mercato (attraverso la variabile *book-to-market*) riesce ad apprezzare gli scostamenti degli andamenti societari in termini di performance economico-patrimoniale e finanziaria (soprattutto a compimento dell'operazione *M&A* di cui sopra). Un secondo momento (3.2) dell'indagine empirica è volto a determinare un modello per stimare i coefficienti beta delle società del *sample*, al fine di comprendere se uno dei modelli tipicamente utilizzati dagli analisti per la determinazione del costo del capitale di rischio (i.e. *CAPM*) possa essere implementato anche nel tessuto industriale italiano, contraddistinto da poche società quotate e molteplici attività economiche di medie dimensioni (anche s.r.l. e s.p.a.) – il modello stima il coefficiente beta delle singole società attraverso la regressione della variazione del *ROE* delle singole società del campione dall'anno n-1 all'anno n, e la variazione del *ROE* dell'intero campione. Tale modello ha dato le risultanze dei singoli beta e ciò può essere esteso anche a realtà industriali non quotate, anche se con accorgimenti non così immediati, cfr. *database* quali *AIDA* con raggruppamenti di società per

codice *ATECO* o *RAE/SAE code*. Si ritiene più improbabile riuscire a utilizzare nelle perizie di stima del capitale economico modelli multifattoriali più evoluti, quali Fama e French. Ulteriori sviluppi dell'indagine, qui non sviluppati, possono riguardare l'associazione tra beta e indicatori di performance per comprendere se essi sono effettivamente interconnessi all'economicità prospettica della società. In un terzo momento (3.3) dell'indagine empirica l'autore ha voluto rappresentare graficamente gli indicatori di performance selezionati per ciascuna società del campione e comprendere se, principalmente a seguito di un'operazione di gestione straordinaria, vi fosse il soddisfacimento dei requisiti della leva finanziaria, con conseguente creazione di valore e spinta per l'uscita da una situazione di crisi.

Seguendo le sopra-menzionate linee conoscitive d'indagine, la ricerca ha sottoposto a verifica se le società quotate italiane presentino indici *book-to-market* aderenti agli andamenti societari in termini di economicità e quindi degli equilibri economico-patrimoniali e finanziari, soprattutto durante l'ultima decade 2008-2016, *ex post* crisi economico-finanziaria e caratterizzata da scelte straordinarie di riorganizzazione societaria, quali fusioni e scissioni. L'ipotesi di fondo riguarda la possibilità che l'indice di mercato *book-to-market* possa essere condizionato maggiormente da esternalità finanziarie di mercato, piuttosto che dalle specifiche prospettive economico-finanziarie, in termini di capitalizzazione di borsa.

Specificatamente, sono state indagate tre ipotesi che guidano la domanda di ricerca iniziale, ossia:

- *hp. 1* discontinuità nella correlazione tra *book-to-market* e selezionati indici di liquidità, solidità e redditività – all'interno dell'*hp. 1* si mira a comprendere se gli indici di redditività selezionati sono ugualmente significativi, a supporto anche del modello di Fama e French a 5 fattori (rispetto al precedente modello a 3 fattori, nel quale mancava “profitability”);
- *hp. 2* riuscire a stimare il beta delle società quotate italiane con il modello di regressione fondato sul *delta ROE* (scostamenti temporali della singola società rispetto agli scostamenti temporali dell'indice del *sample*) – si ipotizza possa essere implementato il medesimo calcolo del *beta accounting* anche per società *non* quotate italiane. Il *ROE* è una misura del rendimento degli utili al netto dei costi legati all'indebitamento e ai benefici fiscali; nella presente indagine, si ritiene non estendere l'analisi di regressione con modelli basati su altri indicatori di performance, per potenziali carenze in termini di consistenza teorica.

- *hp. 3* dimostrare che le operazioni di gestione straordinaria sono volano di creazione di valore, soprattutto in scenari di crisi come quelli dell'ultimo decennio; in particolare, si mira a dimostrare l'attendibilità dell'analisi "statica" di leva finanziaria, attraverso un'analisi grafica e comparativa degli indicatori di performance propri della leva, *i.e. ROI*, remunerazione del capitale di debito, indice di indebitamento, e documentare così l'eventuale effetto moltiplicatore o riduttivo sul *ROE*.

Precedenti ricerche (tra gli Altri Pontiff e Schall, 1998) hanno rivelato che il rapporto *book-to-market* riesce a stimare i rendimenti di mercato del *Dow Jones Industrial Average* e i rendimenti in eccesso di imprese di più piccole dimensioni nel periodo 1926-1994. Il rapporto *book-to-market* contiene informazioni sui rendimenti futuri che non sono rilevati da altre variabili, quali per esempio gli *spread* dei tassi di interesse e i rendimenti dei dividendi. Al contrario, sembra che il rapporto *book-to-market* non presenti le stesse capacità predittive se calcolato sull'indice *S&P ex post* 1960. La conclusione a cui sono pervenuti gli autori Pontiff e Schall è che tale capacità predittiva del *book-to-market* sembra derivare dalla relazione tra valore contabile dell'*equity* e capacità di generare futuri redditi. Da qui anche l'interesse dell'Autore della presente ricerca nell'investigare tale relazione tra indice di mercato e indice di performance reddituale e non, nel contesto delle società quotate italiane e in un periodo storico caratterizzato da incerte prospettive economico-finanziarie e da profondi mutamenti geopolitici e macroeconomici.

La conferma, tuttavia, non può che derivare da indagini empiriche svolte direttamente sui bilanci e sugli indicatori di mercato delle società del campione.

In letteratura sono stati proposti differenti metodi per l'identificazione di *proxies* empiriche, al fine di intercettare il rischio dei ritorni futuri attesi degli investimenti. Tra essi, la struttura analitica più *tradizionale* è quella proposta da Sharp (1964) e Lintner (1965), basata sul modello *Capital Asset Pricing Model, CAPM*. Gli stessi *Principi Italiani di Valutazione, PIV*, per esempio, sono ancorati a questo modello, per la determinazione del costo del capitale proprio, *cost of equity*, componente del saggio di sconto.

L'evoluzione di modelli predittivi più evoluti rispetto al *CAPM* prevede lo *sviluppo* dell'analisi multifattoriale, quale l'*Arbitrage Pricing Theory, APT*; tale modello fu inizialmente proposto da Ross (1976; poi con Gibbons e Shanken, 1989), da cui poi ne derivò il modello a 3 fattori, *3F*, di Fama e French (1993). Il modello *APT* si fonda sul presupposto che il ritorno di un investimento può essere previsto attraverso i legami (*i.e.* regressione lineare) con determinati fattori di rischio specifico comuni ai mercati e fattori di rischio non specifico. La ricerca di Fama e French (1993; 2006; 2008; 2012) è

incentrata sull'associazione del premio per il rischio di un'attività finanziaria; attraverso la creazione di portafogli omogenei e utilizzando il modello del *dividend discount* i ricercatori hanno inizialmente intercettato il ruolo dei seguenti predittori dei rendimenti azionari 1. rendimento supplementare atteso quando i titoli sono investiti in un portafoglio *diversificato*; 2. differenza tra rendimento atteso di un portafoglio di titoli a debole/forte *capitalizzazione*; 3. differenza tra rendimento atteso di un portafoglio di titoli con un debole/forte rapporto *book-to-market*. Fama e French nel 2015 approfondirono le loro precedenti ricerche fondate sulle teorie di *trading off* e *pecking order*, e così facendo migliorarono il loro modello di apprezzamento del rischio di credito con ulteriori due fattori, quali 4. *redditività* e 5. stile di investimento.

La cornice dell'Economia Aziendale, a prescindere dai modelli quantitativi utilizzati, che sono *strumento* e non *asse portante*, è necessaria per non disperdere la visione sistemica della disciplina. Tale qualità è storicamente propria della disciplina economico-aziendale, la quale può portare notevole beneficio in termini di *Value Relevance* e di *Disclosure*. Da qui l'esigenza di investigare sulle modalità di stima e di calcolo dei coefficienti fondamentali dei modelli valutativi e dei loro parametri, quali appunto il saggio di sconto nelle sue differenti configurazioni (*e.g. cost of equity, WACC, tasso di interesse effettivo o tasso interno di rendimento, TIE o TIR, Internal Rate of Return, IRR*).

1.1. Principi Italiani di Valutazione. *Conceptual framework*

L'Organismo Italiano di Valutazione, *OIV*, ha elaborato la versione definitiva dei *PIV*, entrata in vigore il 1° gennaio 2016, e strutturata in quattro parti. La *prima* parte contiene la rete concettuale di base, *conceptual framework*, la *seconda* le indicazioni per l'attività dell'esperto, la *terza* i principi per la valutazione di specifiche attività, ed infine, la *quarta* le applicazioni a casi particolari.

I *PIV* in linea con gli *International Valuation Standards, IVS*, sono aggiornati ogni biennio e precisamente negli esercizi dispari (*i.e.* 2017, 2019 e così via dall'edizione italiana del luglio 2015). È bene ricordare che l'*OIV*, non essendo un'associazione professionale, non può imporre l'adozione dei *PIV*, ma la loro adozione è strettamente raccomandabile e deve essere dichiarata nella relazione di valutazione, unitamente anche alla dichiarazione che l'esperto aderisca al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* emanato nel 2011 dall'*International Valuation Standards Council, IVSC*.

Nella premessa della parte I dei *PIV*, *conceptual framework*, sono esplicitati i concetti e le definizioni su cui si fondano gli standard valutativi ed in particolare i quattro principi cardine della teoria della valutazione secondo cui ogni valutazione:

- si riferisce ad un determinato punto nel tempo;
- è per sua natura prospettica;
- si fonda su tassi di attualizzazione derivati dal mercato;
- può essere condizionata dalla liquidità e da altri fattori.

La premessa continua delineando sette *profili* principali che devono qualificare ogni valutazione:

- scopo della valutazione;
- natura dell'incarico o mandato;
- tipologia di lavoro dell'esperto;
- configurazione del valore;
- data della valutazione;
- unità di valutazione;
- metodiche di valutazione.

I *paragrafi* all'interno del *conceptual framework* sono 23 e si possono suddividere in 3 *sezioni* principali. La *prima* sezione riguarda i paragrafi dall'I.1 al I.4, in cui vengono elencate le caratteristiche su cui deve essere costruito il processo valutativo e l'approccio che l'esperto deve avere nei confronti delle valutazioni. La *seconda*, dal paragrafo I.5 al I.13, tratta la base informativa da cui attingere le informazioni, la configurazione del valore¹ che si sceglie di adottare, le prospettive di valutazione, il valore sinergico, i costi di negoziazione, la fiscalità ed altri elementi significativi del processo di valutazione. Infine, la *terza*, dal paragrafo I.14 al I.23, definisce le metodiche di valutazione generalmente riconosciute dai *PIV*, i tassi di sconto, i premi e gli sconti da applicare ai tassi, e le principali tecniche per la determinazione dei tassi dell'apprezzamento dell'inflazione.

La relazione di stima deve essere redatta in forma scritta, con eventuali allegati separatamente identificabili. Il contenuto della relazione deve essere organizzato in modo chiaro e logico, tale da consentire ai destinatari di apprendere pienamente l'intero processo valutativo adottato. La quantità, la fattispecie e i contenuti della documentazione allegata alla relazione sono materia di giudizio dell'esperto, ma devono consentire di ripercorrere le scelte e i calcoli compiuti. I *PIV* precisano che qualunque sia la natura della

¹ Cfr. tra gli Altri Allegrini (2001); Andrei (2004); Bozzolan (2001); Catuogno (2003); Edwards e Bell (1961); Galassi (1980; 1987; 2012; 2017); Ijiry (1975); Marchini (2004); Pizzo (2000); Viganò (1967).

relazione di stima, nella parte introduttiva devono essere definiti i contenuti minimi che definiscono il lavoro compiuto dall'esperto, ovvero:

- identità del committente ed i destinatari della valutazione;
- descrizione dell'incarico;
- oggetto della valutazione;
- finalità della valutazione;
- eventuali restrizioni legali o convenzioni nello svolgimento dell'incarico;
- data di riferimento della valutazione;
- valuta funzionale alla valutazione;
- identità dell'esperto;
- competenza professionale dell'esperto;
- attestazione dell'esperto di adesione al *Code of Ethical Principles for professional valuer* dell'IVSC;
- attestazione di indipendenza richiesta rispetto al mandato ricevuto;
- eventuale dichiarazione di potenziali conflitti diretti o indiretti;
- eventuale ricorso ad altri specialisti ausiliari;
- attestazione di adesioni ai PIV;
- natura della stima;
- data di riferimento della valutazione/parere/calcolo/revisione;
- presupposto della valutazione (funzionamento o liquidazione);
- prospettiva della valutazione;
- configurazione di valore adottata;
- unità di valutazione e aggregazione di attività;
- natura e fonti delle informazioni su cui si basa la valutazione;
- ipotesi/condizioni adottate;
- eventuali limitazioni allo svolgimento delle valutazioni;
- eventuali particolarità riscontrate (fra cui gli eventi intercorsi fra la data a cui si riferisce la valutazione e la data di rapporto di essa);
- attestazione che è stato seguito tutto il processo ritenuto necessario per il giudizio;
- data della relazione;
- modalità di espressione del valore;
- eventuali richiami di informativa.

L'esperto, accanto alla relazione, può redigere delle sintesi che assolvono a finalità pratiche di comunicazione e di diffusione della valutazione. Inoltre, i contenuti della relazione di valutazione ed il grado di dettaglio devono consentire ai destinatari di comprendere il processo valutativo che è stato adottato e di ripercorrerlo criticamente, afferrando le ragioni delle scelte intraprese. Per queste finalità, la relazione deve riportare i seguenti elementi strutturali: