



DOCUMENTO

**Aspetti metodologici della valutazione
delle partecipazioni (al *fair value*)
nel bilancio separato redatto in
conformità agli IAS/IFRS**

CNDCEC
Area Principi Contabili
e di Valutazione

CONSIGLIERI DELEGATI
Raffaele Marcello
Andrea Foschi

Si ringraziano i colleghi:
Giorgio Alessio Acunzo
Francesca Amatimaggio
Pier Giorgio Bedogni
Iviano Bibbiani
Renato Camodeca
Gianfranco Capodaglio
Matteo Catalano
Vanina Dangarska
Marco Fazzini
Giovanna Fossa
Alessandro Gaetano
Lara Giacomini
Paolo Maloberti
Simone Scettri
Tortolini Marco

RICERCATORE
Matteo Pozzoli

INDICE

PRESENTAZIONE	4
1. PREMESSA	5
2. INQUADRAMENTO CONCETTUALE DEI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI IN MATERIA DI VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI.....	7
3. LA VALUTAZIONE AL FAIR VALUE	8
3.1 - LE TECNICHE DI VALUTAZIONE	8
3.2. METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO	9
3.2.1 La selezione del campione	10
3.2.2 La scelta del multiplo	11
3.2.3 Le correzioni al multiplo	12
3.2.4 La scelta tra le opzioni applicative del metodo	13
3.3. METODO DEI FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATI	14
3.3.1 La determinazione dei flussi di cassa	15
3.3.2 Il periodo di proiezione dei flussi.....	16
3.3.3 Il tasso di attualizzazione	17
3.3.4 Il terminal value	18
4. LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI NELL’OTTICA DEI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE.....	19
5. ELEMENTI DI VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI NEL SISTEMA CODICISTICO E DEI PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI (CENNI)	21

Presentazione

L'attività degli iscritti all'albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili diventa inevitabilmente più articolata e complessa con il passare del tempo. Ciò è dovuto anche (non solo) all'ambiente economico di riferimento che si evolve e che richiede al professionista sempre nuove conoscenze, nonché una dimestichezza con ambiti del sapere che, tempo addietro, non costituivano propriamente il *core business* della nostra attività.

I Principi contabili internazionali (IAS/IFRS) sono documenti per loro stessa natura contabili, la cui piena comprensione ai fini applicativi necessita di nozioni di finanza, estimo, informatica, ed altro ancora. Gli strumenti finanziari sono, in questo ambito, un "micro-cosmo" di specializzazione, articolato e complesso, che, tuttavia, può offrire nuovi stimoli ed occasioni di sviluppo culturale e professionale.

Per tale motivo, il CNDCEC ha deciso, con un percorso già avviato nella precedente consiliatura, di sviluppare guide operative volte, in parte, ad introdurre e sistemizzare norme complesse, come la valutazione delle partecipazioni nonché, in altra parte, ad offrire ulteriori sollecitazioni per approfondimenti futuri.

Il documento "Aspetti metodologici della valutazione delle partecipazioni (al fair value) nel bilancio separato redatto in conformità agli IAS/IFRS" ambisce, quindi, ad avere una funzione di agile consultazione per il collega che affronta tematiche articolate come quella considerata. Si ritiene che le problematiche esaminate possano essere ampiamente diffuse. L'allargamento dell'adozione degli IAS/IFRS operato dalla legge 116/2014 (di conversione del DI 91/2014) ha comportato nella pratica un maggior interessamento ai Principi contabili internazionali.

Inoltre, il documento ha un "ambito di applicazione" più ampio, poiché le norme tecniche esaminate possono, in talune fattispecie, adottarsi anche nelle valutazioni di partecipazioni effettuate con le disposizioni "nazionali", come il testo ha modo di illustrare. Così facendo, speriamo di soddisfare le esigenze anche di quei colleghi che hanno come *target* principale di clientela le società che adottano le disposizioni del codice civile ed i Principi contabili nazionali. Il contributo ricopre un ruolo di prassi operativa ed è il primo elaborato, anche per questo motivo più divulgativo e generale, dedicato alla materia degli strumenti finanziari negli IAS/IFRS. Nel futuro, aspiriamo a pubblicare ulteriori contributi con taglio analogo, ma dedicati all'approfondimento di più specifiche tematiche.

Raffaele Marcello
Consigliere Nazionale con delega alla
Revisione legale, ai Principi contabili e di
valutazione e ai Sistemi di amministrazione e
controllo

1. Premessa

Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) intende fornire ai Colleghi e a tutti i soggetti interessati le prime indicazioni in merito all'applicazione di alcuni profili critici in tema di valutazione delle partecipazioni nel bilancio separato, redatto in conformità agli International Financial Reporting Standards (IAS/IFRS).

Pur in un contesto ove la regolamentazione IAS/IFRS guarda al bilancio consolidato di gruppo come punto di riferimento della comunicazione economico-finanziaria delle imprese *IAS Adopter*, il tema del bilancio separato - e *in primis* le problematiche di classificazione, valutazione e rappresentazione delle partecipazioni - presenta specifici spunti di interesse, e non di meno costituisce un'area applicativa degli IAS/IFRS piuttosto comune anche per il dottore commercialista che assiste le piccole e medie imprese.

Il presente documento si pone l'obiettivo di fornire al lettore una sintesi ricognitiva delle disposizioni dettate dai Principi Contabili Internazionali con riferimento agli aspetti metodologici della valutazione delle partecipazioni, approfondendo e sviluppando, in particolare, il tema della valutazione al *fair value* delle stesse, secondo le novità espresse - da ultimo - dal principio contabile IFRS 13 - Valutazione del fair value (*Fair Value Measurement*).

In questa prospettiva, il contributo non aspira a fornire una guida esaustiva dell'attività da porre in essere per svolgere un processo completo di valutazione delle partecipazioni; piuttosto mira a riportare una semplificazione delle tecniche di valutazione maggiormente adottate per la misurazione delle partecipazioni in bilanci IAS/IFRS.

Come in precedenza indicato, gli aspetti metodologici della valutazione delle partecipazioni, in particolare al *fair value*, rappresentano solo uno dei temi che il dottore commercialista deve affrontare nell'ambito del processo di predisposizione, analisi o controllo di un bilancio redatto secondo i principi IAS/IFRS. Più in generale, gli aspetti connessi all'*accounting* delle partecipazioni nel bilancio separato, ma anche in quello consolidato, sono influenzati dal tipo di controllo che un'azienda esercita su di un'altra per effetto della interessenza posseduta. In risposta a questa più generale tematica, il CNDCEC prevede di sviluppare un più organico contributo sull'applicazione del concetto di controllo ai fini della rappresentazione e misurazione delle interessenze di terzi nei bilanci IAS/IFRS. Purtroppo, si è ritenuto utile anticipare la pubblicazione del presente contributo in quanto si vogliono fornire agli operatori utili spunti per supportarli nella risoluzione di problematiche metodologiche nel breve periodo, considerando la possibilità offerta dallo IAS 27 - Bilancio separato (*Separate Financial Statements*), di misurare al *fair value* le partecipazioni nel bilancio separato come meglio indicato di seguito.

Giova segnalare, infine, che il contenuto del presente contributo potrebbe essere rivisto alla luce del processo di revisione periodica che lo IASB ha avviato con riferimento all'IFRS 13 (cosiddetta *Post Implementation Review* o PIR). Nel corso della PIR sull'IFRS 13 infatti, lo IASB mira a considerare e risolvere le problematiche attuative emerse nel corso della implementazione dello *standard* ed ad esso segnalate dalle parti interessate (società, *regulators*, utilizzatori di bilancio, *auditor*).

A tal fine, il presente documento fornisce:

- un inquadramento concettuale dei principi IAS/IFRS dedicati al tema della valutazione delle partecipazioni (Paragrafo 2);
- un'analisi della valutazione delle partecipazioni al *fair value*, in particolare con riferimento alle novità introdotte dal principio IFRS 13 (Paragrafo 3);
- un'analisi di sintesi ragionata in merito alle previsioni dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) sul tema della valutazione delle partecipazioni ai fini della redazione del bilancio (Paragrafo 4);
- una sintesi degli elementi per la valutazione delle partecipazioni nel bilancio predisposto con le norme del Codice civile, così come integrate e interpretate dai Principi contabili nazionali (Paragrafo 5).

Il presente documento è focalizzato, come accennato, sulla valutazione delle partecipazioni al *fair value*, metodo che attualmente trova scarsa applicazione, soprattutto nei bilanci delle imprese, anche in relazione alle difficoltà di determinazione pratica dello stesso, ma che avrà sempre più larga diffusione anche alla luce del nuovo IFRS 9 - Strumenti finanziari (*Financial Instruments*)¹.

In aggiunta, si tenga presente che, nonostante il documento sia focalizzato sui bilanci redatti in conformità agli IAS/IFRS, le considerazioni in esso contenute sono riferibili, come meglio indicato nel Paragrafo 5, anche alle misurazioni delle interessenze partecipative nei bilanci predisposti con le norme del Codice civile, laddove il *fair value* rappresenti un parametro di riferimento per la valutazione delle partecipazioni in ottemperanza alle disposizioni contenute nel Codice civile o nei Principi contabili nazionali.

¹ L'IFRS 9 – Strumenti finanziari sostituisce lo IAS 39. Una delle principali novità introdotte dall'IFRS 9 riguarda le attività finanziarie, che possono essere classificate sostanzialmente in due macro categorie: al "*fair value*" (al conto economico o al conto economico complessivo) oppure al "*costo ammortizzato*". La classificazione all'interno delle due categorie deve avvenire sulla base del modello di *business* dell'entità e in relazione alle caratteristiche dei flussi di cassa generati dalle attività stesse. Esula dal presente contributo una disamina completa delle novità introdotte dall'IFRS 9.

2. Inquadramento concettuale dei principi contabili internazionali in materia di valutazione delle partecipazioni

I principi contabili di riferimento per la rilevazione e valutazione delle partecipazioni nel bilancio separato sono contenuti in diversi *standard*:

IAS 27 - Bilancio separato (*Separate Financial Statement*);

IAS 28 - Partecipazioni in società collegate e joint venture (*Investment in Associates and Joint Ventures*);

IAS 39 – Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione (*Financial Instruments: Recognition and Measurement*);

IFRS 9 – Strumenti finanziari (*Financial Instruments*)²;

IFRS 10 – Bilancio consolidato (*Consolidated Financial Statements*);

IFRS 11 – Accordi a controllo congiunto (*Joint Arrangements*);

IFRS 13 - Valutazione del fair value (*Fair value Measurement*).

Come anticipato in premessa, esula dallo scopo del presente contributo una disamina sistematica delle diverse modalità di rappresentazione e misurazione delle partecipazioni nel bilancio consolidato e separato. Tuttavia, al fine di definire, seppur sinteticamente, le tecniche di misurazione richieste per la valutazione delle partecipazioni nei bilanci IAS/IFRS, è opportuno schematicamente evidenziare le circostanze nelle quali viene ammessa la misurazione al *fair value* delle partecipazioni nel bilancio consolidato e nel bilancio separato. Generalmente, gli *standard* internazionali richiedono che le cosiddette ‘altre partecipazioni’, cioè le partecipazioni che non si configurano nei suddetti bilanci come partecipazioni controllate, collegate, *joint venture* e *joint operation*, siano misurate al *fair value*. La *ratio* sottostante tale trattamento contabile riflette la natura di interessenza aziendale in essere; in queste circostanze infatti, in assenza di un rapporto che possa configurarsi come di controllo, influenza notevole, o controllo congiunto, gli IAS/IFRS prevedono che la misurazione al *fair value* dei singoli strumenti partecipativi dia agli utilizzatori di bilancio una informazione finanziaria rilevante. Detto in altro modo, l'unità contabile minima da considerare ai fini dell'applicazione degli IAS/IFRS (in questo caso IAS 39 o IFRS 9) è rappresentata dal singolo

² Il 24 luglio 2014 lo IASB ha emesso la versione definitiva dell'IFRS 9, in sostituzione dello IAS 39. Il nuovo *standard*, che contiene fra l'altro un nuovo modello di classificazione e misurazione degli strumenti finanziari, si applicherà a partire dal 1° gennaio 2018 (consentita l'applicazione anticipata) completando il progetto dello IASB di sostituzione dello IAS 39. L'Unione Europea ha omologato il menzionato IFRS 9 per mezzo del Regolamento (UE) 2016/2067.

titolo partecipativo (i.e. azione) e non dalla somma degli stessi (i.e. partecipazione).

Ulteriore caso dove il *fair value* diviene applicabile per la valutazione delle partecipazioni si ha nel **bilancio separato** dove una entità deve iscrivere le **partecipazioni in società controllate** utilizzando una delle seguenti opzioni:

- **costo storico**;
- ***fair value***; o
- **metodo del patrimonio netto**³.

È d'uopo segnalare, inoltre, che il *fair value* può assumere un ruolo cruciale anche nell'ambito della misurazione successiva delle partecipazioni, cioè allorquando si applicano i principi contenuti nello IAS 36 – Riduzione di valore delle attività (*Impairment of Assets*), dove sorge l'obbligo di rilevazione di una svalutazione se il valore di iscrizione di una partecipazione che non sia misurata al *fair value* nel momento in cui un indicatore evidenzia l'esistenza di un fattore esogeno o endogeno di *impairment loss* e il valore contabile dell'interessenza risulta essere superiore rispetto al valore recuperabile, inteso come il valore più alto tra *fair value* al netto dei costi di vendita e il valore d'uso⁴.

3. La valutazione al *fair value*

3.1 - Le tecniche di valutazione

L'IFRS 13 definisce il *fair value* come “il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione” (IFRS 13, Paragrafo 9).

Secondo il citato IFRS 13, una società deve utilizzare tecniche di valutazione adatte alle circostanze e per le quali siano disponibili dati sufficienti per valutare il *fair value*, massimizzando l'utilizzo di *input* osservabili rilevanti e riducendo al minimo l'utilizzo di *input* non osservabili. In particolare, lo *standard* individua le seguenti tre metodologie:

- **metodo della valutazione di mercato**, che utilizza informazioni generate da entità e/o

³ Un emendamento apportato allo IAS 27 dallo IASB il 12 agosto 2014 e applicabile dal 1° gennaio 2016, consente alle società di utilizzare il metodo del patrimonio netto per contabilizzare nel bilancio separato gli investimenti in società controllate, *joint ventures* e in imprese collegate. È consentita l'applicazione anticipata.

⁴ Lo IASB - o meglio l'*International Financial Reporting Standards Interpretation Committee* (IFRS *Interpretation Committee*) - si è chiesto se dovessero essere meglio specificate le norme tecniche inerenti la svalutazione delle partecipazioni iscritte in bilancio con il criterio del costo.

L'IFRIC aveva ricevuto nel 2012 una richiesta di chiarimento in merito all'identificazione delle disposizioni di riferimento per misurare l'*impairment loss* di partecipazioni in collegate nel bilancio separato; più specificamente, il quesito chiedeva se il riferimento dovesse essere lo IAS 36 - Riduzione di valore di attività, o lo IAS 39.

In quella sede, il Comitato ha chiarito che il combinato delle disposizioni contenute nei paragrafi 4 e 5 dello IAS 36 e del paragrafo 2(a) dello IAS 39 prevedono che le partecipazioni in controllate, *joint venture* e collegate che non sono contabilizzate in conformità allo IAS 39 rientrano nell'ambito di applicazione dello IAS 36. Ne consegue che le partecipazioni iscritte al costo (sia nel bilancio d'esercizio, sia nel bilancio consolidato) sono soggette all'*impairment test* dello IAS 36.

operazioni comparabili;

- **metodo reddituale**, che interpreta il valore in funzione dei risultati attesi che un'entità è in grado di generare nel futuro;
- **metodo del costo**, che riflette l'ammontare che sarebbe richiesto per sostituire la capacità di servizio di un'attività (costo di sostituzione corrente).

Per ciascuno di questi ambiti possono essere individuati più criteri e varianti. L'IFRS 13 non suggerisce il metodo di valutazione che deve essere applicato, poiché tale scelta deve essere effettuata dal valutatore anche in funzione del complesso economico valutato e della base informativa a disposizione. Lo Staff dello IASB indica alcuni fattori che potrebbero guidare nella scelta del metodo:

- l'informativa ragionevolmente disponibile;
- le attese concernenti le condizioni di mercato;
- l'orizzonte temporale dell'investimento e la tipologia dello stesso;
- lo stadio di vita dell'azienda che è oggetto di valutazione;
- la natura (più o meno volatile e ciclica) del *business* aziendale;
- il settore in cui opera l'azienda di cui viene effettuata la valutazione⁵.

Tenuto conto delle soluzioni che incontrano una più diffusa applicazione nella prassi, in questa sede sono approfonditi i seguenti metodi di valutazione d'azienda:

- metodo dei multipli di mercato;
- metodo dei flussi di cassa attualizzati.

3.2. Metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli è un criterio empirico di determinazione del valore che si basa sull'esame di entità con caratteristiche simili. Sono rinvenibili nella pratica due tipologie:

- i multipli di borsa;
- i multipli dedotti dalle transazioni comparabili.

Nei primi, al numeratore sono inseriti i prezzi di borsa di un campione di aziende similari; nella seconda tipologia di multiplo, a figurare al numeratore sono i prezzi registrati in transazioni simili.

In entrambi i casi, il metodo di valutazione si fonda su due semplici assunti:

⁵ Si veda: IASB Staff (2013), *Educational material on fair value measurement. Measuring the fair value of unquoted equity instruments within the scope of IFRS 9 Financial Instruments*, par.18.

-
- (a) esistono parametri di *performance* che possiedono una relazione di diretta proporzionalità con il valore di un'impresa;
 - (b) fissato il multiplo su un campione di società omogenee per dimensione, grado di rischio ed altri attributi ritenuti rilevanti, l'entità sottoposta a misurazione del valore presenterà la stessa correlazione tra prezzo (e quindi valore) o valore d'impresa e misura impiegata al denominatore.

In virtù delle grandezze utilizzate, possono essere applicate più tipologie di moltiplicatori. In particolare, si distinguono:

- multipli *equity side*, mediante i quali si perviene alla diretta stima del patrimonio netto aziendale. Tale approccio, detto *levered* in quanto al netto della struttura finanziaria, richiede al numeratore una misura espressiva del valore azionario o delle quote di capitale sociale;
- i multipli *asset side*, ispirati ad un approccio *unlevered*, al numeratore presentano invece l'*enterprise value*. Conseguentemente, il valore è determinato sottraendo dall'importo individuato l'ammontare della posizione finanziaria netta.

L'applicazione del metodo dei multipli si articola nelle seguenti fasi:

- (1) selezione del campione;
- (2) scelta del multiplo;
- (3) correzioni al multiplo;
- (4) scelta tra le opzioni applicative del metodo.

Nel prosieguo è approfondito il metodo dei multipli di borsa, che trova un'applicazione più estesa di quello delle transazioni comparabili, a causa della maggiore facilità nel reperimento dei dati.

3.2.1 La selezione del campione

La quantità di imprese che compongono il campione non è determinabile *a priori*. L'essenziale è accertare la comparabilità, utilizzando come parametri di riferimento alcuni fattori significativi, quali il settore, la dimensione, il posizionamento strategico, il livello di indebitamento, il sistema di *governance*, il regime fiscale, ecc.

La prima verifica riguarda il *settore di appartenenza*, dal momento che è logico supporre che chi opera nello stesso comparto presenti un analogo rischio operativo.

La *dimensione* può costituire un elemento discriminante nella selezione delle società

comparabili, in quanto essa si riflette sulla struttura dei costi, sulle politiche commerciali, sulla possibilità di accesso al credito, ecc.

Il *posizionamento strategico* è un parametro più complesso da esaminare, in quanto non esistono grandezze in astratto atte ad esprimerlo in termini quantitativi. In generale, si devono confrontare clienti e fornitori, il giro di affari, i mercati di approvvigionamento e di sbocco, le caratteristiche produttive, i canali distributivi, ecc.

Il *livello di indebitamento*, misurabile ad esempio attraverso il rapporto D/E (*Debt/Equity*), rappresenta un ulteriore fattore rilevante, poiché un'analogia politica finanziaria sottintende un sistema di rischi relativamente omogeneo.

Anche il *regime fiscale* ha una sua influenza ed è consigliabile confrontare realtà sottoposte a normative simili.

A questi fattori se ne potrebbero aggiungere molti altri, come la *governance*, il sistema contabile, il grado di *disclosure*, ecc.; in generale, gli attributi da ritenersi rilevanti per la caratterizzazione del campione sono da fissarsi di volta in volta, in relazione alla specifica circostanza.

3.2.2 La scelta del multiplo

Nella scelta del multiplo, possono intervenire vari elementi che influiscono sul risultato finale:

- l'ottica valutativa (*asset side* o *equity side*);
- la dimensione temporale dei dati;
- la grandezza che costituisce il denominatore della formula.

Circa l'ottica valutativa è già stato detto in precedenza.

Per ciò che concerne la dimensione temporale dei dati, è possibile scegliere tra le seguenti opzioni:

- (a) *storici*, qualora la misura economica, patrimoniale o finanziaria sia estratta dall'ultimo bilancio d'esercizio pubblicato;
- (b) *trailing*, quando la misura economica, patrimoniale o finanziaria è stata rilevata nei 12 mesi precedenti alla valutazione;
- (c) *leading*, quando la misura economica, patrimoniale o finanziaria è riferita a periodi futuri.

La decisione di assumere un multiplo storico, *trailing* o *leading* scaturisce da scelte contingenti; a seconda dei casi, occorre valutare quali risultati rappresentano e interpretano meglio il

processo di creazione di valore.

Infine, è necessario selezionare con cura la misura di *performance* da collocare al denominatore del rapporto. In tale ottica, occorre effettuare un'analisi attenta del settore, delle caratteristiche delle società comparabili e dell'impresa *target*, al fine di individuare i migliori *driver* che ne interpretano il valore. Questa fase risulta complessa poiché le misure in grado di "guidare" il valore possono essere numerose: è compito del valutatore selezionare le grandezze che risultano più idonee a garantire una più elevata capacità segnaletica.

In astratto, ogni grandezza è adatta ad essere utilizzata per l'elaborazione di un multiplo. Concretamente, si registra una più diffusa applicazione dei seguenti rapporti:

Multipli <i>equity side</i>	Multipli <i>asset side</i>
<i>Price / Free cash flow to equity</i>	<i>Enterprise Value / Free cash flow</i>
<i>Price / Earnings</i>	<i>Enterprise Value / Sales</i>
<i>Price / Book value</i>	<i>Enterprise Value / Ebitda</i>
	<i>Enterprise Value / Ebit</i>
	<i>Enterprise Value / Invested capital</i>

I multipli più comunemente utilizzati sono quelli *asset side* e, al loro interno, quelli basati su grandezze economiche. A questo riguardo, si ritiene che i multipli dell'*Ebitda* e dell'*Ebit* siano da giudicare più significativi rispetto a quelli incentrati sui ricavi, dal momento che riflettono le caratteristiche della struttura dei costi. È, infatti, possibile che entità simili e con un analogo livello di fatturato presentino marginalità differenti a causa delle specifiche modalità di gestione del *business*.

3.2.3 Le correzioni al multiplo

Definito il multiplo (o il set di multipli), occorre procedere alla sua determinazione per ogni entità appartenente al gruppo di *comparables*. I valori acquisiti sovente richiedono aggiustamenti che ne assicurino un'adeguata omogeneità. Essi si sostanziano, principalmente, nell'eliminazione degli elementi non pertinenti all'attività caratteristica, nell'esclusione di *business units* suscettibili di autonoma valutazione, negli aggiustamenti finalizzati a rimuovere le distonie contabili, ecc.

Le correzioni dei multipli richiedono un'elevata capacità di lettura e di interpretazione dei dati e delle informazioni inerenti alle singole società del campione. In linea di massima, se non vi sono sufficienti elementi sulla base dei quali apportare le rettifiche, è più prudente utilizzare i

dati originari.

3.2.4 La scelta tra le opzioni applicative del metodo

Una volta individuate le entità comparabili, selezionato il tipo di multiplo e apportate su di esso le eventuali correzioni, è necessario determinare il rapporto da applicare all'impresa *target*.

Ad esempio, supponendo di aver identificato più imprese confrontabili, si dispone di più valori del medesimo moltiplicatore. Se il campione è omogeneo, le differenze non dovrebbero essere rilevanti e, in ogni caso, riflettono fisiologicamente le peculiarità delle singole realtà prese a riferimento. In generale, è opportuno, in alternativa:

- determinare una media dei multipli;
- calcolare una mediana dei multipli;
- eliminare i valori massimi e minimi e procedere al calcolo di una media/mediana.

Nel caso in cui sia utilizzato un set composto da più multipli, è possibile:

- ricorrere ad una media/mediana dei valori conseguiti;
- impiegare metodi statistici che, mediante il riconoscimento di relazioni lineari tra i multipli, permettano di identificare quello più esplicativo.

Ad esempio, si ipotizzi di dover stimare l'*equity value* di una società che presenta ricavi per 115.000 Euro, un *Ebitda* "normalizzato" di 60.000 Euro e una posizione finanziaria netta pari a 40.000 Euro.

Si supponga altresì di aver identificato un campione di cinque imprese con i seguenti valori *EV/Sales* e *EV/Ebitda*:

	A	B	C	D	E
<i>EV/Sales</i>	1,1x	1,4x	1,3x	1,2x	1,0x
<i>EV/Ebitda</i>	2,2x	1,8x	2,3x	1,9x	1,7x

I valori medi dei multipli sono pari a:

- $EV/Sales = 1,20x$
- $EV/Ebitda = 1,98x$

L'*enterprise value* dell'entità *target* è dunque pari a:

- $EV (Sales) = 115.000 \text{ Euro} \times 1,2 = 138.000 \text{ Euro}$

- $EV (Ebitda) = 60.000 \text{ Euro} \times 1,98 = 118.800 \text{ Euro}$

Si ottengono così due valori distinti. Calcolando la media aritmetica si ottiene:

- $EV = (138.000 + 118.800) / 2 = 128.400 \text{ Euro}$

Per determinare l'*equity value* è, infine, necessario sottrarre la posizione finanziaria netta:

- $Equity Value = EV - PFN = 128.400 - 40.000 = 88.400 \text{ Euro}$

È evidente che modificando il numero delle società presenti nel campione o identificando una metodica di sintesi differente (ad esempio la mediana in luogo della media), il risultato cambia. Nel corso delle valutazioni effettuate successivamente alla prima misurazione, la prassi talvolta suggerisce di utilizzare la tecnica di calibrazione per verificare che la tecnica di valutazione rifletta le condizioni di mercato e stabilire se è necessario effettuare una rettifica del valore.

3.3. Metodo dei flussi di cassa attualizzati

Il metodo di valutazione del capitale economico basato sui flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow - DCF*) esprime un valore prospettico basato sulla capacità della stessa di produrre liquidità, ossia di remunerare il capitale proprio e di terzi.

Il DCF, nella sua accezione *equity side* o *levered*, utilizza i flussi di cassa disponibili per i soci; nella versione *asset side* o *unlevered*, invece, si basa sui flussi finanziari disponibili a livello operativo.

Secondo l'approccio *unlevered* il valore (W) viene definito come differenza tra l'*Enterprise value*, ossia la somma attualizzata dei flussi di cassa attesi ed valore di mercato del debito, eventualmente addizionata delle componenti non pertinenti (*surplus assets - SA*):

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{FCFO}{(1 + wacc)^t} + \frac{TV}{(1 + wacc)^t} - D \right] + SA$$

dove:

FCFO è il *free cash flow* operativo (flusso di cassa operativo atteso)

n è la durata del periodo di previsione analitica dei flussi di cassa

WACC è il *Weighted Average Cost of Capital* (costo medio ponderato del capitale)

TV è il *terminal value* (valore finale)
D è il valore dei debiti finanziari

La formulazione *levered* incorpora, invece, gli effetti della gestione finanziaria nella determinazione dei flussi (FCFE - *free cash flow to equity*) :

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{FCFE}{(1 + Ke)^t} + \frac{TV}{(1 + Ke)^t} \right] + SA$$

Dove i termini sono noti e il K_e è il tasso di rendimento atteso del capitale proprio.

Nella formulazione *unlevered*, dall'*Enterprise Value* occorre sottrarre l'indebitamento netto (*Debt*), che deve essere calcolato sulla base della struttura finanziaria *target* della società.

I *surplus assets* (SA) possono essere rappresentati da beni non compresi nei flussi della gestione caratteristica e devono essere valutati con criteri di realizzo o di liquidazione⁶.

3.3.1 La determinazione dei flussi di cassa

Nell'approccio *asset side* i flussi di cassa sono normalmente definiti come flussi monetari prodotti dalla gestione caratteristica, escludendo oneri e proventi finanziari:

⁶ Occorre ancora ricordare che nella prassi valutativa, una particolare tecnica di determinazione dei flussi di cassa secondo la logica *equity side* è rappresentata dal *Dividend Discount Model* (DDM). Il modello in oggetto si sostanzia nell'attualizzazione dei dividendi attesi nel corso di un arco temporale. Solitamente, tale metodologia determina il valore del singolo titolo azionario, per cui:

$$P = \left[\sum_{t=1}^n \frac{DPS}{(1 + Ke)^t} + \frac{PV}{(1 + Ke)^t} \right]$$

dove:

DPS è il dividendo atteso per azione

PV è il prezzo di vendita dell'azione nell'esercizio n.

Fatturato / Ricavi
- Costo del venduto (esclusi gli interessi passivi)
EBIT (<i>Earnings before Interest and taxes</i>)
- Imposte pagate
= NOPAT (<i>Net Operative Profit After Taxes</i>)
+ Ammortamenti beni materiali ed immateriali
+ Accantonamenti
= Autofinanziamento netto
± Variazione Capitale Circolante Operativo
- Utilizzo fondi
= Flusso Casa Operativo Corrente (CCNc)
± Variazione Capitale fisso operativo
= Free Cash Flow Operativo (FCFO)

Adottando l'approccio *equity side* invece i flussi tengono conto anche della gestione finanziaria:

<i>Free Cash Flow Operativo</i>
- Interessi passivi ed altri oneri finanziari
- Pagamento dividendi
+ Proventi finanziari
+ Negoziazione nuovi debiti
- Rimborso debiti in scadenza
+ Aumenti di Capitale Sociale a pagamento
- Rimborsi di Capitale Sociale/Riserve di PN
= Free Cash Flow to Equity (FCFE)

3.3.2 Il periodo di proiezione dei flussi

Il periodo "n", ossia l'arco temporale in cui i flussi di cassa sono puntualmente determinati, non supera solitamente il termine di 5 anni, essendo difficile effettuare stime attendibili oltre tale orizzonte; la quantificazione di "n" è influenzata dal tipo di *business* e dai programmi di investimento, oltre che dalla fase congiunturale del contesto economico, le cui dinamiche possono consentire una maggiore o minore capacità predittiva.

3.3.3 Il tasso di attualizzazione

Nella versione *unlevered* il tasso di attualizzazione è determinabile attraverso il costo medio ponderato del capitale o Wacc:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

dove:

K_e	è il costo del capitale proprio
K_d	è il costo del capitale di terzi, scontato dell'impatto fiscale (t)
$D/D+E$	è il peso del capitale di terzi sul totale delle fonti
$E/D+E$	è il peso del capitale proprio sul totale delle fonti

Il costo del capitale proprio può essere determinato attraverso il CAPM (*Capital Assets Pricing Model*), che pone in relazione all'interno della stessa formula il rischio di settore e quello specifico dell'impresa. Esso è pari a:

$$K_e = CAPM = r + \beta (r_m - r)$$

dove:

r	è il tasso di rendimento delle attività prive di rischio
β	è il coefficiente di rischio specifico
r_m	è il rendimento atteso del mercato
$(r_m - r)$	è il premio per il rischio

Nella versione *levered*, il solo K_e deve essere utilizzato quale tasso di attualizzazione dei flussi di cassa.

L'analisi delle ipotesi da assumere per identificare il tasso di attualizzazione esula dalle finalità del presente documento. Basti, ai nostri fini, considerare che l'Appendice B dell'IFRS 13 (Paragrafo B14) prevede che l'individuazione di un tasso di attualizzazione per misurare il *fair value* con l'*income approach* dovrebbe tenere in debita considerazione anche i seguenti aspetti:

- i flussi e i tassi dovrebbero riflettere le assunzioni che i partecipanti al mercato userebbero nel definire il prezzo dell'elemento;
- i flussi e i tassi dovrebbero prendere in esame solo i fattori attribuibili all'attività o alla

passività oggetto di valutazione;

- i tassi dovrebbero riflettere assunzioni coerenti con quelle inerenti la determinazione dei flussi. Ciò significa che l'incertezza sui risultati attesi dovrebbe essere riflessa nei tassi e/o nei flussi, senza duplicare gli effetti del rischio o senza, al contrario, non determinare affatto l'incertezza insita nella stima;
- le assunzioni concernenti flussi e tassi devono essere internamente coerenti. Questo significa che flussi che sono espressi tenendo in considerazione l'effetto della perdita di valore della moneta sono attualizzati a tassi che contestualmente tengono in considerazione l'inflazione, così come flussi al netto della imposizione fiscale sono attualizzati a tassi al netto della tassazione;
- i tassi dovrebbero essere coerenti con i fattori economici sottostanti della valuta in cui i flussi sono misurati.

3.3.4 Il *terminal value*

Il *terminal value* (o valore finale) rappresenta una misura sintetica dei risultati che si possono generare dopo l'ultimo flusso puntualmente identificato. L'utilizzo di tale addendo discende dalla considerazione che un'azienda, nella sua fisiologia, è un soggetto destinato a perdurare nel tempo, anche oltre l'orizzonte dei flussi calcolati in modo analitico.

Il *terminal value* può essere determinato attraverso la formula della rendita perpetua e vede al numeratore l'ultimo flusso atteso accertato o, in alternativa, una diversa misura di sintesi che costituisca una ragionevole approssimazione dei risultati attesi nel lungo periodo.

Nella versione *unlevered* e *levered* della formula, esso è rispettivamente pari a:

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFO}{wacc} \right]}{(1 + wacc)^n}$$

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFE}{K_e} \right]}{(1 + K_e)^n}$$

Tale formula si basa sul presupposto che le condizioni si mantengano costanti nel corso del tempo. Qualora le condizioni di contesto lo consentano, è tuttavia ipotizzabile che una società *in bonis* e correttamente gestita sia portata ad incrementare i propri flussi finanziari, eventualità che il TV, così come sopra elaborato, non riesce a riflettere.

Un'alternativa per ovviare a questo limite consiste nell'inserire un fattore di crescita g (*growth*),

così come di seguito rappresentato:

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFO(1+g)}{wacc+g} \right]}{(1+wacc)^n}$$

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFE(1+g)}{K_e+g} \right]}{(1+K_e)^n}$$

4. La valutazione delle partecipazioni nell'ottica dei Principi Italiani di Valutazione

La valutazione di una partecipazione avviene usualmente avendo come riferimento il valore dell'azienda. Vi sono casi in cui il valore attribuito alla partecipazione può discostarsi dal valore del *business*.

Ai fini della determinazione delle partecipazioni in bilancio, appare utile considerare anche quanto previsto sul tema dai Principi internazionali di valutazione (IVS) e dai Principi italiani di valutazione (PIV), premesso sempre che le valutazioni espresse nei bilanci IAS/IFRS rientrano nell'alveo delle valutazioni ai fini del bilancio, le quali costituiscono valutazioni "convenzionali", poiché effettuate sulla base di quanto previsto, in questa circostanza, dalle norme tecniche contabili di riferimento.

Valutazioni d'azienda e valutazione delle interessenze partecipative

Ciò premesso, i PIV ritengono che, in talune circostanze, la valutazione dell'interessenza partecipativa ai fini della iscrizione della stessa nell'attivo patrimoniale, riferendosi ad un'unità di valutazione diversa, possa discostarsi in taluni casi sia dal valore della quota dell'azienda posseduta sia dal valore del singolo titolo azionario.

OIV sostiene che gli scostamenti esistenti possano verificarsi quando:

- i benefici generati non sono necessariamente divisibili su base proporzionale;
- i rischi possono essere diversi a seconda delle categorie di azionisti;
- le informazioni possono essere diverse.

La previsione di sconti e premi, tuttavia, non è concessa dall'IFRS 13. Il Paragrafo 69, infatti, dispone a tale riguardo che una valutazione del *fair value* non incorpori un premio o uno sconto non coerente con la base di determinazione valutativa stabilita nell'IFRS che richiede o

permette la valutazione del *fair value*. In questa prospettiva, il Principio più specificamente afferma che: “[i]n una valutazione del *fair value*, i premi o gli sconti che riflettano la dimensione come una caratteristica della partecipazione della entità (in particolare, un fattore di blocco che rettifica il prezzo quotato di un’attività o passività perché il normale volume giornaliero delle negoziazioni di mercato non è sufficiente ad assorbire la quantità posseduta dall’entità, [...] piuttosto che come una caratteristica dell’attività o passività (per esempio, un premio di controllo nella valutazione del *fair value* di una partecipazione di maggioranza) non sono consentiti. In tutti i casi, se per un’attività o passività è presente un prezzo quotato in un mercato attivo (ossia un dato di Livello 1), quando valuta il *fair value* un’entità deve utilizzare quel prezzo senza rettifica [...]”.

Valutazione di azienda e valutazioni dei singoli titoli

Lo IASB richiede che la *unit of account* (e la *unit of valuation*) delle partecipazioni non qualificate sia il singolo titolo (IAS 39 e IFRS 9). A tale riguardo, è opportuno osservare che lo IAS 39 dispone che la quotazione di un titolo in un mercato attivo fornisce la migliore evidenza e, quindi, la misura più appropriata del *fair value* del titolo stesso.

Con riferimento alle partecipazioni di controllo o collegamento o *joint venture* lo IASB aveva avviato un progetto⁷ volto a chiarire che la *unit of account* di tali partecipazioni fosse la partecipazione stessa.

Occorre tuttavia evidenziare che lo IASB non ha finalizzato il suddetto progetto e che lo stesso sia stato fatto rientrare nella più ampia PIR dell’IFRS 13 che, alla data di pubblicazione del presente contributo, risulta ancora in corso.

In contesti squisitamente valutativi, le principali differenze tra valutazione d’azienda e valutazione del singolo titolo sono identificate nei seguenti fattori:

- la stima del valore del singolo titolo può essere effettuata, prescindendo dalla valutazione dell’azienda nel caso in cui siano considerati i flussi di risultati attesi del singolo titolo (per esempio, i flussi di dividendi) a cui aggiungere una stima del valore terminale di realizzo. Può, quindi, non essere significativo determinare il valore dei *surplus asset*, poiché questi potrebbero non incidere sulla misurazione dei flussi attesi;
- la stima del valore del singolo titolo esamina l’azienda come questa è (*as is*), andando a cogliere il valore economico della stessa, ossia non considerando gli elementi specifici (per esempio, le sinergie o le considerazioni specifiche), che possono muovere i singoli contraenti ad attribuire al complesso economico un valore distinto da quello che lo stesso avrebbe in una logica non specifica.

⁷ Si veda: IASB (2014), *Exposure Draft ED/2014/4, Measuring Quoted Investments in subsidiaries, Joint Ventures and Associates at Fair Value*.

In termini di configurazione di valore, è possibile ancora evidenziare che il *fair value* del sistema contabile dello IASB è concettualmente un *market value* dei PIV. A livello di configurazioni, il *fair value* è un “valore convenzionale” poiché origina dall’applicazione delle disposizioni contenute negli IFRS.

“ <i>Fair value</i> ”, IFRS 13 - Valutazione del <i>fair value</i> (Paragrafo 9)	“Valore di mercato (<i>market value</i>)”, PIV, definizione (Glossario)
“il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un’attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione”	“...il prezzo più probabile al quale la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento, in un mercato ordinato e trasparente fra soggetti che operano in modo razionale, senza essere esposti a particolari pressioni”

Di contro, il valore d’uso, definito come “il valore attuale dei flussi finanziari futuri che si prevede abbiano origine da un’attività o da un’unità generatrice di flussi finanziari” (IAS 36, Paragrafo 6) è un valore (sempre convenzionale) *entity specific*, determinabile su base soggettiva dalle imprese in funzione dei flussi di benefici economici ottenibili.

5. Elementi di valutazione delle partecipazioni nel sistema codicistico e dei principi contabili nazionali (cenni)

Le partecipazioni possono essere iscritte nei bilanci predisposti con le norme giuscontabili nazionali, a seconda della destinazione ad esse attribuite dal *management*, nell’attivo immobilizzato o nell’attivo circolante.

La classificazione delle partecipazioni incide sui criteri di valutazione applicati per la determinazione quantitativa delle interessenze.

A questo fine, senza presunzione di esaustività, si ricorda che il Codice civile recita per quanto concerne la valutazione delle partecipazioni anche che:

- “le immobilizzazioni sono iscritte al costo di acquisto o di produzione. Nel costo di acquisto si computano anche i costi accessori” (art. 2426, co. 1, n. 1, c.c.);
- “l’immobilizzazione che, alla data della chiusura dell’esercizio, risulti durevolmente di valore inferiore a quello determinato secondo i nn. 1 e 2 deve essere iscritta a tale minore valore. Il minor valore non può essere mantenuto nei successivi bilanci se sono

venuti meno i motivi della rettifica effettuata.

Per le immobilizzazioni consistenti in partecipazioni in imprese controllate o collegate che risultino iscritte per un valore superiore a quello derivante dall'applicazione del criterio di valutazione previsto dal successivo numero 4 o, se non vi sia obbligo di redigere il bilancio consolidato, al valore corrispondente alla frazione di patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio dell'impresa partecipata, la differenza dovrà essere motivata nella nota integrativa" (art. 2426, co. 1, n. 3, c.c.);

- "le immobilizzazioni consistenti in partecipazioni in imprese controllate o collegate possono essere valutate, con riferimento ad una o più tra dette imprese, anziché secondo il criterio indicato al n. 1, per un importo pari alla corrispondente frazione del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio delle imprese medesime, detratti i dividendi ed operate le rettifiche richieste dai principi di redazione del bilancio consolidato nonché quelle necessarie per il rispetto dei principi indicati negli artt. 2423 e 2423-bis.

Quando la partecipazione è iscritta per la prima volta in base al metodo del patrimonio netto, il costo di acquisto superiore al valore corrispondente del patrimonio netto riferito alla data di acquisizione o risultante dall'ultimo bilancio dell'impresa controllata o collegata può essere iscritto nell'attivo, purché ne siano indicate le ragioni nella nota integrativa. La differenza, per la parte attribuibile a beni ammortizzabili o all'avviamento, deve essere ammortizzata.

Negli esercizi successivi le plusvalenze, derivanti dall'applicazione del metodo del patrimonio netto, rispetto al valore indicato nel bilancio dell'esercizio precedente sono iscritte in una riserva non distribuibile" (art. 2426, co. 1, n. 4, c.c.).

- "le rimanenze i titoli e le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni sono scritti al costo di acquisto o di produzione, calcolato secondo il n. 1, ovvero al valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato, se minore; tale minore valore non può essere mantenuto nei successivi bilanci se ne sono venuti meno i motivi. I costi di distribuzione non possono essere computati nel costo di produzione" (art. 2426, co. 1, n. 9, c.c.).
- "Il costo dei beni fungibili può essere calcolato col metodo della media ponderata o con quelli «primo entrato, primo uscito»; o «ultimo entrato, primo uscito»; se il valore così ottenuto differisce in misura apprezzabile dai costi correnti alla chiusura dell'esercizio, la differenza deve essere indicata, per categoria di beni, nella nota integrativa" (art. 2426, co. 1, n. 10, c.c.).

-
- “Nella nota integrativa sono indicati (...) per le immobilizzazioni finanziarie iscritte a un valore superiore al loro fair value, con esclusione delle partecipazioni in società controllate e collegate ai sensi dell’articolo 2359 e delle partecipazioni in joint venture:
 - a) il valore contabile e il fair value delle singole attività, o di appropriati raggruppamenti di tali attività;
 - b) i motivi per i quali il valore contabile non è stato ridotto, inclusa la natura degli elementi sostanziali sui quali si basa il convincimento che tale valore possa essere recuperato” (Art. 2427-*bis*, co. 1, n. 2, c.c.).

L’OIC 21 non si dedica, essendo i principi contabili documenti di tecnica appunto contabile, alla trattazione esauriente di specifiche norme tecniche di valutazione. Tuttavia, sono presenti elementi di determinazione quantitativa che devono essere tenuti forzatamente in considerazione nella valutazione delle interessenze che sono oggetto di valutazione.

Le partecipazioni iscritte nell’attivo immobilizzato sono valutate al costo; le partecipazioni “qualificate”, ossia quelle in controllate e collegate, possono essere valutate con il metodo del patrimonio netto, esaminato a partire dal 2014 nell’OIC 17, Bilancio consolidato e metodo del patrimonio netto.

Per quanto rileva la misurazione al costo, una volta iscritta la partecipazione in bilancio sulla base del prezzo d’acquisto inclusi i costi accessori direttamente imputabili alla transazione, occorre periodicamente verificare se vi sia la necessità, come già visto, di dover svalutare il valore di bilancio a seguito di riduzioni durevoli di valore. A tale fine, l’OIC specifica nel silenzio della legge che: “la perdita durevole di valore è determinata confrontando il valore di iscrizione in bilancio della partecipazione con il suo valore recuperabile, determinato in base ai benefici futuri che si prevede affluiranno all’economia della partecipante” (OIC 21 Paragrafo 31). Le disposizioni inerenti la svalutazione delle partecipazioni per perdite durevoli di valore sono estendibili, peraltro, anche alle partecipazioni iscritte con il metodo del patrimonio netto. L’OIC 17 indica, infatti, che: “La partecipazione si svaluta comunque in presenza di perdite durevoli di valore, determinate ai sensi di quanto disposto dall’OIC 21, anche nei casi in cui ciò comporti la necessità di iscrivere la partecipazione ad un importo inferiore a quello determinato applicando il metodo del patrimonio netto. Ciò si verifica quando la perdita di valore sia causata da fattori che non trovano riflesso immediato nei risultati negativi della partecipata” (OIC 17, Paragrafo 173).

Rinviando all’esame dell’OIC 21 per l’analisi dei fattori e delle condizioni che portano all’individuazione della perdita, è opportuno evidenziare in questa sede che il valore

recuperabile può essere inteso in questo contesto, come avviene per le immobilizzazioni tecniche, come il maggiore tra il valore d'uso (valore ottenuto dall' "utilizzo" della partecipazione e dai flussi di benefici che si possono ottenere dall'attività operativa della partecipata) e il *fair value* al netto dei costi, identificabile con l'importo effettivo che può essere ricavato dalla dismissione della partecipazione. Tale previsione rappresenta evidentemente una delle chiavi di lettura del disposto dell'OIC 21 e fornisce un riferimento su cui gli operatori possono articolare le proprie considerazioni in merito alla identificazione e misurazione della eventuale perdita di valore.

Con specifico riferimento, quindi, alla valutazione delle partecipazioni iscritte nell'attivo circolante, il paragrafo 47 dell'OIC 21 dispone che "Il valore di mercato, da confrontare con il costo, è costituito dal valore di quotazione per partecipazioni negoziate in mercati organizzati che, per volumi trattati e per caratteristiche di affidabilità, possano effettivamente esprimere quotazioni sufficientemente attendibili. Qualora l'ammontare delle partecipazioni oggetto di valutazione sia rilevante rispetto ai volumi normalmente negoziati sul mercato, le quotazioni potrebbero non essere significative". Se ne evince che il valore di mercato (realizzo diretto) delle partecipazioni quotate è misurato in funzione dei singoli titoli azionari con la possibilità di dover effettuare degli *adjustment*, laddove il quantitativo di titoli posseduto sia anomalo rispetto alle normali transazioni di mercato.

Per la determinazione del valore corrente delle partecipazioni non quotate non sono date indicazioni di valutazione specifiche se non quella di adoperarsi con la "dovuta diligenza professionale e sopportando costi proporzionati alla complessità e alla rilevanza dell'investimento, per acquisire tutte le informazioni disponibili...". Anche in questo caso, è riconosciuta la possibilità di effettuare *adjustment*, richiamando nella fattispecie in esame la necessità di tenere in considerazione la ridotta negoziabilità dei titoli (OIC 21, Paragrafo 47). Ancora, il Principio contabile nazionale fornisce indicazioni sulla data di valutazione, identificata (evidentemente) con riferimento alla fine dell'esercizio, anche se viene concessa la possibilità di considerare, oltre al dato puntuale, anche quello riferito alla media delle quotazioni passate in un periodo sufficientemente ampio (per esempio, l'ultimo mese), quando tale tecnica di misurazione risulta essere maggiormente rappresentativa nell'ottica di fornire valori che siano quanto più rappresentativi della realtà rappresentata (OIC 21, Paragrafo 48 e 49).

In ultimo, si consideri che l'OIC 21 presenta anche l'Appendice A "Determinazione del *fair value* ai fini dell'informativa ai sensi dell'articolo 2427-*bis*, comma 1, numero 2)", che è parte integrante del principio di riferimento, in cui sono richiamati i vari metodi di valutazione

utilizzabili (si rinvia all'analisi dell'Appendice A dell'OIC 21 per un esame più preciso dei metodi di valutazione indicati).

Esempio di applicazione di svalutazione delle partecipazioni (IAS/IFRS e Principi contabili nazionali)

La società Alfa acquista il 1° gennaio 200t una partecipazione del 60% nella Società Beta per 180.000 Euro. La partecipazione si configura come una partecipazione di controllo. Il corrispettivo versato riflette le condizioni di mercato espresse nel momento in cui l'operazione è avvenuta. Alfa opta per valutare la partecipazione in bilancio al costo.

Il valore è stato espresso tramite il *market approach* per mezzo di *unobservable input*. In particolare, il valore è stato calcolato con l'uso del multiplo EV/EBITDA=7, laddove si assume che l'EBITDA sia pari a circa 42.017 Euro, ed includendo un premio per il controllo pari al 5% e uno sconto per la mancanza di liquidità pari al 3%.

Valore di mercato della quota acquisita espresso dal multiplo EV/EBITDA	176.471
Premio di controllo	8.823
Sconto per carenza di liquidità	-5.294
<i>Corrispettivo versato per la quota acquisita</i>	180.000

La Società Beta distribuisce nell'esercizio 200t un utile per 12.000 Euro. A livello di libro giornale avremo:

Banca	a	Dividendi	7.200
-------	---	-----------	-------

La partecipazione in Beta non subisce alterazioni di valore.

Beta chiude l'esercizio 200t con una utile di 8.000 Euro, di cui 7.000 Euro distribuibile. L'utile viene distribuito interamente nel corso dell'esercizio 200t+1. Ugualmente il valore della partecipazione di Beta non è modificato.

Beta, quindi, chiude l'esercizio 200t+1 con una perdita di 14.000 Euro, a causa delle modificate condizioni economiche in cui opera la società.

Fair value

In sede di *impairment test*, il multiplo viene verificato per considerare se risulta essere ancora valido (tecnica di calibrazione). Dall'analisi compiuta, il multiplo appare ancora valido. Essendo, tuttavia, ridotto l'EBITDA pari a 38.100 Euro, il valore della partecipazione potrebbe dover essere ridotto.

Il *fair value* derivante dall'applicazione risulta pari a 163.220 Euro.

Valore d'uso

Il bilancio previsionale di Beta viene rivisto dal *management* a fronte del nuovo scenario.

La seguente tabella ripropone i risultati attualizzati, seguendo le previsioni convenzionali in materia di flussi e tassi, alla data di riferimento del bilancio tenendo conto della quota di partecipazione posseduta.

Il *terminal value* è stimato pari a 168.000 Euro.

Il tasso di attualizzazione è stato stimato pari al 6%.

	Flusso finanziari stimati	Fattore di attualizzazione (%)	Valore attualizzato	Valore attualizzato riferito alla quota
200t+2	37.000,00	0,94	34.780,00	20.868,00
200t+3	35.000,00	0,89	31.150,00	18.690,00
200t+4	33.000,00	0,84	27.720,00	16.632,00
200t+5	31.000,00	0,79	24.490,00	14.694,00
200t+6	31.000,00+168.000,00	0,75	149.250,00	89.550,00
			267.390,00	160.434,00

Il valore recuperabile, coincidente con il *fair value*, risulta pari a 163.220 Euro.

Alfa dovrà, quindi, effettuare una svalutazione pari a 16.780 Euro (180.000-163.220).

Svalutazione partecipazioni	a	Partecipazione in Beta		16.780	
-----------------------------	---	------------------------	--	--------	--