



Affrontare l'incertezza della valutazione nei periodi di turbolenza dei mercati

Una lettera dai Comitati di normazione tecnica dell'IVSC



Affrontare l'incertezza della valutazione nei periodi di turbolenza dei mercati

Questa lettera è emessa dai Comitati tecnici dell'IVSC ed è intesa come utile riepilogo delle parti chiave degli International Valuation Standards (IVS) che potrebbero essere di particolare rilevanza durante i periodi di incertezza del mercato.

Questo documento non è uno standard. I valutatori dovrebbero fare riferimento all'ultima versione degli IVS quando effettuano una valutazione. L'IVS è accessibile online all'indirizzo www.ivsonline.org

Since 2000, the IVS have been the reference standard in Italy since they have been implemented in the Codice delle Valutazioni Immobiliari of which Giampiero Bambagioni is Scientific Director

Alexander Aronsohn,
Direttore degli standard tecnici IVSC

L'emergere verso la fine del 2019 del nuovo coronavirus, noto anche come Covid-19, e la pandemia globale che ne è conseguita, ha creato una quantità enorme di incertezza in tutto il mondo. Tra le tante conseguenze, questo ha portato a un'enorme volatilità del mercato. Questi tempi sono stati resi ancora più interessanti dal punto di vista della valutazione in quanto i valutatori devono valutare gli asset quando non ci sono dati comparativi e tutti i mercati devono affrontare un futuro incerto.

L'IVS 103 "Reporting" (Rapporto di valutazione) richiede che il rapporto di valutazione evidenzi una serie di fatti rilevanti, comprese eventuali incertezze significative o condizioni limitanti che incidono direttamente sulla valutazione. In effetti, IVS 103 Sezione 10, par. 10.1 e par. 10.2 afferma:

"10.1. È essenziale che il Rapporto di valutazione evidenzi le informazioni necessarie per una corretta comprensione della valutazione o della revisione della valutazione. Un rapporto deve fornire ai potenziali utilizzatori una chiara comprensione della valutazione.

10.2. Per fornire informazioni utili, il Rapporto di valutazione deve contenere una descrizione chiara e accurata del perimetro dell'incarico, del suo scopo e dell'uso previsto (comprese eventuali limitazioni su tale uso) e l'evidenziazione di eventuali assunzioni, assunzioni speciali (IVS 104 Basi di valore, par. 200.4), incertezze significative o condizioni limitanti che influiscono direttamente sulla valutazione.

L'obiettivo della presente lettera è quello di fornire informazioni aggiuntive circa i fattori che possono dar luogo a significative incertezze di valutazione in modo che siano utili a coloro che prepareranno o si baseranno sulla valutazione. Va notato che questo documento non attiene l'incertezza causata dalle limitazioni imposte da condizioni limitanti previste dall'incarico circa l'ampiezza delle indagini o delle informazioni, sebbene anche questo argomento sia rilevante in questi tempi difficili e potrebbe essere trattato in un futuro documento dell'IVSC con specifiche finalità.

Una delle criticità principali quando si affronta il tema dell'incertezza della valutazione è che una valutazione non è un dato di fatto, ma è una stima del più probabile risultato in base a una gamma di

possibili risultati basati sulle evidenze e sulle assunzioni formulate nel processo di valutazione.

Le valutazioni di mercato sono stime del più probabile prezzo che verrebbe pagato in una transazione alla data della valutazione. Tuttavia, anche laddove gli immobili (asset) siano identici e scambiati in transazioni contemporanee, spesso si possono osservare oscillazioni dei prezzi concordati nell'ambito di differenti transazioni.

Queste fluttuazioni possono essere causate da fattori quali differenze negli obiettivi, nella conoscenza o nella motivazione delle parti. Di conseguenza, un elemento di incertezza è implicito alla maggior parte delle valutazioni di mercato in quanto raramente esiste un unico prezzo con il quale è possibile confrontare la valutazione.

Incertezza di valutazione Vs. Rischio di mercato

L'*incertezza della valutazione* non deve essere confusa con il rischio. Il rischio è l'esposizione che il proprietario di un asset ha nei confronti di potenziali guadagni o perdite future.

Il rischio può essere causato da vari fattori che influenzano l'asset stesso o il mercato in cui viene scambiato.

Gli esempi includono:

- la riduzione dei prezzi di mercato delle attività materiali (*tangible assets*) dopo la data di acquisizione o valutazione;
- il deterioramento dei redditi futuri previsti per un titolo;
- una perdita di liquidità rispetto ad altre attività (asset);
- costi per il mantenimento o lo sviluppo di asset superiori a quelli correntemente previsti;
- il tasso di obsolescenza tecnica o fisica di un asset superiore a quanto correntemente atteso.

Tali rischi sono esaminati dagli acquirenti / venditori informati quando prendono in considerazione un'offerta per un asset e sono bilanciati rispetto ai vantaggi percepiti della proprietà. Pertanto, il rischio si riflette normalmente nei prezzi di mercato.

Il rischio può essere spesso quantificato. Ad esempio, il rischio di mercato può essere misurato applicando tecniche statistiche a modelli di fluttuazione dei prezzi precedentemente rilevati, oppure ipotizzando diversi scenari di mercato per modellare risultati diversi. Le tecniche di individuazione dei rischi e di quantificazione degli stessi sono al centro delle diverse metodologie di determinazione dei tassi di attualizzazione utilizzate per la valutazione.

Mentre il rischio può essere considerato come una misura delle incertezze future che possono determinare un aumento o una diminuzione del prezzo o del valore di un'attività, l'incertezza della valutazione riguarda solo le incertezze che sorgono nell'ambito del processo di stima del valore ad una specifica data.

La certezza della valutazione e il rischio di mercato sono indipendenti l'uno dall'altro. Ad esempio, una valutazione di un'azione quotata altamente liquida ha poca incertezza, ma quel titolo può comunque essere considerato come portatore di un elevato rischio di mercato.

L'incertezza di valutazione non deve essere confusa con le prove di stress (*stress testing*), vale a dire la misurazione dell'impatto su un prezzo o valore corrente di un evento specifico o di una serie di eventi.

L'incertezza di valutazione può essere causata da vari fattori. Questi possono essere suddivisi nelle seguenti categorie:

- sconvolgimenti del mercato;
- disponibilità di dati e informazioni di mercato (*input*);

- scelta del metodo o del modello.

Queste cause di incertezza della valutazione non si escludono a vicenda. Ad esempio, le turbolenze del mercato possono influire sulla disponibilità di dati rilevanti che, a loro volta, possono creare incertezza sul metodo o sul modello più appropriato da utilizzare. È probabile quindi che esistano interdipendenze e correlazioni tra le cause dell'incertezza, di cui occorre tener conto nel processo di valutazione.

Sconvolgimenti del mercato

L'incertezza di valutazione può sorgere quando un mercato, alla data della valutazione, subisce profondi cambiamenti dovuti a eventi contingenti o molto recenti, ad esempio a causa di acquisti o vendite in preda al panico, o di una perdita di liquidità dovuta ad una avversione degli attori del mercato alle negoziazioni.

Gli eventi che hanno causato le perturbazioni del mercato possono essere macroeconomici, come la crisi finanziaria del (2008)2009, o le recenti perturbazioni nei mercati del Regno Unito a causa della Brexit; oppure microeconomici, ad esempio un cambiamento imprevisto della legislazione o una catastrofe naturale che sconvolge un settore del mercato o causa un profondo cambiamento nella catena di approvvigionamento di una filiera industriale. Per quanto riguarda il coronavirus, lo sconvolgimento del mercato potrebbe essere visto come variabile microeconomica, ma in futuro potrebbe avere anche implicazioni macroeconomiche.

Se la data di valutazione coincide con una crisi economica o politica o segue immediatamente un evento di questo tipo, sorge una significativa incertezza di valutazione poiché è probabile che gli unici *input* e le sole metriche disponibili per la valutazione si riferiscano al mercato *prima che* l'evento si verificasse e quindi hanno una rilevanza limitata rispetto alla situazione rilevabile alla data della valutazione. L'impatto dell'evento

sull'atteggiamento degli attori del mercato, e quindi sui prezzi, non sarà evidente durante le sue immediate conseguenze. Per questo motivo, l'incertezza causata dalle perturbazioni del mercato è raramente quantificabile. Lo sconvolgimento può manifestarsi in termini di disponibilità di dati e informazioni di mercato (*input*).

Disponibilità di dati e informazioni di mercato (*input*)

La mancanza di appropriati dati e informazioni di mercato (*input*) causerà incertezza nella valutazione. Ciò può essere dovuto al profondo cambiamento delle condizioni di mercato come sopra descritto, ma può anche essere dovuto al fatto che le attività sono uniche o al fatto che il mercato relativo a taluni asset è normalmente illiquido. In mancanza di dati di mercato rilevanti, potrebbe essere necessario estrapolare gli *input* relativi a prezzi direttamente osservabili per asset simili, o fare affidamento su *input* non evidenti. Questi sono *input* per i quali i dati di mercato non sono disponibili, ma che possono essere sviluppati utilizzando le migliori informazioni disponibili in considerazione delle assunzioni che gli operatori di mercato utilizzerebbero quando definiscono il prezzo di un asset.

L'uso di estrapolazioni o *input* non osservabili può essere fonte di incertezza a causa della difficoltà nel trovare prove oggettive a supporto delle assunzioni o degli aggiustamenti che si ritiene opportuno effettuare.

Il metodo di valutazione utilizzato può adeguarsi all'incertezza degli *input*. Ad esempio, in un modello di flusso di cassa attualizzato gli *input* di flusso di cassa si baseranno sulle aspettative attuali di *performance* future, che sono pertanto incerte.

Tuttavia, le opinioni degli operatori di mercato sul rischio potenziale o sul premio implicito nei flussi di cassa attesi, che potrebbero differire da quelli che si verificheranno effettivamente in futuro, possono spesso riflettersi nel tasso di sconto applicato.

In alcuni casi, l'incertezza della valutazione risultante

da dati incoerenti o contrastanti può essere stimata in base all'effetto sulla valutazione dell'utilizzo di possibili *input* alternativi. Una considerazione chiave, ad esempio, per le valutazioni di strumenti non finanziari è il modello di distribuzione e la diffusione di potenziali *input* alternativi. Se i dati seguono un normale schema di distribuzione, o curva a campana, i dati nelle code potrebbero essere tranquillamente ignorati poiché non rientrano nell'intervallo ragionevolmente possibile. Tuttavia, altri schemi di distribuzione possono significare che è necessario attribuire un peso maggiore a determinati valori anomali (*outlier*).

Scelta del metodo o del modello

Per molti tipi di asset, per stimare il valore può essere comunemente usato più di un metodo o modello. Tuttavia, tali metodi o modelli non sempre producono lo stesso risultato e quindi la scelta del metodo più appropriato può essere di per sé una fonte di incertezza della valutazione.

L'IVS 105 Valuation Approaches and Methods, par. 10.4 (Approcci e metodi di valutazione) afferma che: *"I valutatori non sono tenuti ad utilizzare più di un metodo per la valutazione di un asset, in particolare quando il valutatore ha un elevato grado di fiducia nell'accuratezza e nell'affidabilità di un singolo metodo, considerati termini e circostanze dell'incarico di valutazione. Tuttavia, i valutatori dovrebbero prendere in considerazione l'uso di differenti approcci e metodi e dovrebbero considerare e utilizzare più di un approccio o metodo per arrivare determinazione del valore, in particolare quando non sono rilevabili sufficienti input oggettivi per un singolo metodo tali da produrre una conclusione affidabile. Laddove siano utilizzati più approcci e metodi, o anche più metodi all'interno di un unico procedimento, il valore stimato in base a tali approcci e/o metodi multipli dovrebbe essere ragionevole e il processo di analisi e riconciliazione dei diversi valori in un'unica conclusione, senza la media, dovrebbe essere descritto dal valutatore all'interno del rapporto di valutazione."*

Probabilmente, il clima attuale è una situazione in cui più di un approccio dovrebbe essere utilizzato in quanto il contesto economico e politico è tale che *"vi sono insufficienti input effettivi o osservabili in base ai quali un singolo metodo consenta di addivenire a una conclusione attendibile."*

Rilevante incertezza

La maggior parte delle valutazioni contiene un elemento di incertezza, ma l'IVS 103 richiede che questo venga reso noto solo quando è "rilevante". L'obbligo di rilevare l'incertezza quando non ha alcuna ovvero una limitata conseguenza sarebbe una complicazione inutile nella elaborazione del Rapporto di molte valutazioni e potrebbe violare il principio secondo cui le relazioni dovrebbero fornire al committente una chiara comprensione della valutazione. Potrebbe anche, potenzialmente, aumentare i costi e sollevare preoccupazioni ingiustificate sull'affidabilità di molti pareri di valutazione, il che non sarebbe utile per gli utenti.

Tuttavia, l'esistenza di una significativa incertezza non significa che non sia possibile effettuare una valutazione, ma significa che le assunzioni significative nell'ambito dell'approccio e della metodologia di valutazione adottata devono essere indicate nella relazione di valutazione.

È pertanto necessario considerare quando l'incertezza di valutazione è "rilevante". È inoltre necessario considerare lo standard che viene seguito in quanto altri principi, come ad esempio gli IFRS, possono avere una prospettiva diversa su alcuni elementi quali il giudizio e la rilevanza (ossia la misura di quanto sia importante un'informazione quando si prende una decisione).

La rilevanza dovrebbe essere considerata in base a due aspetti correlati: in primo luogo, se l'impatto potenziale sull'importo della valutazione è significativo e, in secondo luogo, se è rilevante per il committente della valutazione. Mentre è molto improbabile che un'incertezza insignificante sia rilevante, un'incertezza significativa può essere o meno rilevante.

La valutazione della rilevanza o meno dell'impatto dell'incertezza identificata sulla valutazione comporta potenziali errori.

Per alcuni asset questa quantificazione può rivelarsi impegnativa, soprattutto se si considerano le attuali condizioni di mercato.

Anche se l'incertezza può essere quantificata e sembra essere significativa, sia come importo assoluto sia come percentuale, la sua significatività dipende anche dalla sua rilevanza, che deve essere giudicata nel contesto dello scopo per il quale la valutazione è richiesta e del potenziale impatto su tutti i fruitori della valutazione per i quali si è successivamente dimostrata non corretta alla data in cui è stata resa.

I fattori che può essere utile considerare per determinare se l'incertezza della valutazione è significativa per le attività materiali (*tangible assets*) e le valutazioni aziendali (*business valuations*) includono:

- se la valutazione è richiesta dalla parte committente per fini interni o se sarà comunicata a terze parti per costituire il presupposto di affidamenti (la soglia di rilevanza sarà probabilmente inferiore se la valutazione è affidata a terzi);
- la misura in cui il valore di un portafoglio totale è influenzato se l'incertezza di valutazione riguarda solo alcuni asset all'interno del portafoglio (ciò può anche comportare la considerazione della correlazione e dell'interdipendenza tra singoli asset);
- se la causa dell'incertezza era nota al committente o a terze parti che vi facevano affidamento al momento in cui la valutazione è stata commissionata;
- se l'effetto dell'incertezza possa esporre la parte committente o una parte terza che fa affidamento sulla valutazione a un rischio di una perdita significativa.

Un test utile per valutare se l'incertezza di valutazione è rilevante è quello di considerare se la mancata indicazione dell'incertezza indurrebbe una persona ragionevole a intraprendere iniziative che si basano sul Rapporto di valutazione; azioni che potrebbe non essere intraprese se l'incertezza fosse stata indicata.

Misurare l'incertezza della valutazione

Nonostante la generale cautela richiesta nel presentare qualsiasi stima quantitativa di incertezza, ci possono essere finalità di valutazione dove questa è richiesta. Come accennato in precedenza, l'incertezza derivante dalla scelta del modello o del metodo, o da una mancanza o incoerenza dei dati e delle informazioni di mercato (*input*), può essere stimata osservando l'effetto sulla valutazione mediante l'utilizzo di un modello o di un *input* alternativo.

La quantificazione dell'incertezza della valutazione può essere più rilevante per alcune classi di attività (asset) rispetto ad altre.

Qualora siano possibili due o più scenari alternativi, la valutazione dovrebbe basarsi sullo scenario più probabile.

Il principio della quantificazione dell'incertezza mediante l'utilizzo di un'analisi di sensitività può essere applicato agli asset per i quali esiste un numero sufficiente di *input* numerici alternativi ragionevolmente possibili che avrebbero potuto essere selezionati alla data di valutazione. Tuttavia, tale analisi è di solito più difficile da applicare alle attività non finanziarie perché il volume delle transazioni e dei relativi dati è normalmente molto più basso. Laddove gli asset non finanziari siano soggetti a significative incertezze di valutazione, è più probabile che si sia fatto affidamento su *input* non osservabili che non possono essere facilmente o accuratamente quantificati e ai quali non è possibile applicare un'analisi statistica affidabile.

Fornire una stima quantitativa dell'incertezza valutativa in tali circostanze, sebbene rilevante per alcune specializzazioni come gli strumenti finanziari, può anche comportare il rischio di originare una falsa precisione all'interno di altre specializzazioni che potrebbero essere fuorvianti per chi fa affidamento sulla valutazione. I valutatori dovrebbero indicare chiaramente il livello di attendibilità qualora dovesse essere adottato questo tipo di approccio.

Se si vuole fornire una misura quantitativa dell'incertezza di valutazione, si devono considerare e applicare i seguenti principi.

Una misura quantitativa dovrebbe sempre essere accompagnata da una parte narrativa che descriva la causa e la natura dell'incertezza.

- Un'illustrazione puramente numerica confermerà solo l'incertezza, non la spiegherà. Non vi è alcuno scopo utile nel fornire una tale espressione quantitativa di incertezza se ciò non comporta una migliore comprensione della conclusione della valutazione da parte dell'utilizzatore.
- La quantificazione dell'incertezza della valutazione non implica la previsione di uno scenario peggiore. L'obiettivo non è quello di sottoporre a *stress test* una valutazione fino a un caso estremo. Qualsiasi test inerente l'incertezza della valutazione dovrebbe affrontare l'impatto sul valore riportato sulla base di assunzioni alternative ragionevoli e probabili. Quando si scelgono ipotesi alternative per misurare l'incertezza all'interno di una valutazione aziendale (*business valuation*) o di una valutazione di attività materiali (asset), è necessario effettuare una selezione tra le possibilità che non si trovino nella coda delle distribuzioni (dove è molto improbabile che gli eventi si verifichino), ma piuttosto nelle loro aree centrali (dove è maggiormente probabile che gli eventi si verifichino).
- L'obiettivo di qualunque analisi di incertezza

non è quello di fornire una previsione di possibili fluttuazioni del valore riportato a date future, ma di fornire informazioni sulla variabilità del valore alla specifica data di valutazione.

- Quando si quantifica l'impatto dell'incertezza, è necessario considerare l'interdipendenza o la correlazione tra *input* significativi qualora sia pratico farlo. L'analisi delle correlazioni è una parte estremamente importante di questo processo e quando l'incertezza viene misurata senza una appropriata correlazione tra *input* interdipendenti, il grado di incertezza può essere sovrastimato.

Raccomandazioni aggiuntive in base agli IVS

- Se non siete in grado di soddisfare tutti i requisiti contenuti nell'IVS 102 Investigations and Compliance (Indagini e Conformità) a causa delle restrizioni governative esistenti – per esempio la possibilità di muoversi liberamente per effettuare attività valutative – allora questo dovrebbe essere chiaramente indicato sezione “finalità del lavoro”, concordato con il cliente e chiaramente indicato nel Rapporto di valutazione.
- Se il valutatore ritiene che non sia possibile fornire una valutazione in quanto soggetta a restrizioni limitanti, l'incarico deve essere rifiutato.
- I valutatori non dovrebbero applicare criteri pre-crisi alle loro valutazioni, poiché questo approccio si basa sul presupposto potenzialmente erraneo che i valori torneranno ai loro livelli pre-crisi e non c'è modo di prevedere che questa ipotesi sia effettivamente corretta.

Ulteriori informazioni

Ulteriori commenti sul coronavirus e ulteriori raccomandazioni rilasciate dalle organizzazioni associate all'IVSC sono disponibili al seguente link:

<https://www.ivsc.org/news/article/statement-in-relation-to-the-covid-19-pandemic>

La versione più recente degli International Valuation Standards (IVS) è reperibile a questo indirizzo:

www.ivsonline.org



Mark Zyla

Chair of the IVSC Standards Review Board

Con il supporto dei Presidenti dei Comitati
Tecnici dell'IVSC