



Valutazione delle partecipazioni nei fondi di *private equity*

Le disposizioni di Banca d'Italia; la prassi internazionale

Massimo Paolo
Gentili

Gianmarco
Maffioli

Dottori commercialisti –
Garlati Gentili & Partners

Nel corso degli ultimi anni il mercato del *private equity* ha avuto un sempre maggiore successo e ha registrato una crescente diffusione nell'ambito della raccolta di nuovi capitali a favore delle imprese.

Come risulta dai dati raccolti dall'AIFI (Associazione italiana del *private equity* e del *venture capital*), il settore in oggetto ha vissuto un crescente interesse: dal 2002 a oggi il numero di associati è cresciuto di circa il 47% (di cui 15% nel 2006) e il valore degli investimenti di circa il 42% (di cui 22% nel 2006).¹

Numerose sono le operazioni di *private equity* realizzate nel recente periodo: in particolare, tra quelle perfezionate nel corso del 2006, secondo quanto emerso da un recente studio condotto da KPMG volto a monitorare le *performance* del *private equity* in Italia,² l'84% dell'esaminato è riconducibile ai *country fund/SGR*³ e, di questo, il 58% è attribuibile a società di gestione del risparmio (SGR) di diritto italiano.

Diverse sono le soluzioni secondo le quali può essere realizzata un'operazione di *private equity*. Nel nostro Paese vi sono state non solo operazioni perfezionate mediante investimento diretto (formula tipicamente adottata dalle banche attive nel setto-

re del *merchant banking*), ma anche operazioni realizzate mediante la costituzione di *holding* di partecipazioni,⁴ intermediari finanziari,⁵ consorzi partecipativi, veicoli esteri, spesso di origine lussemburghese, e, non ultimo, mediante la realizzazione di fondi chiusi.⁶

Con riferimento, in particolare, al recente passato, la formula che prevede l'abbinamento SGR-uno o più fondi comuni di investimento chiusi e riservati a operatori qualificati ha avuto un particolare successo (alla fine del primo semestre 2007 risulta che circa il 22,5% delle SGR operanti in Italia gestiscono almeno un fondo di *private equity*).⁷

¹Fonte AIFI – presentazione R. del Giudice (direttore Ufficio Studi) 17 maggio 2007.

²KPMG Corporate Finance – AIFI, 2006: *A successful year: Italian Private Equity Partner 2006 performances*.

³*Country fund/SGR*: operatori di diritto estero specificatamente dedicati al mercato italiano e SGR che svolgono, in via esclusiva, l'attività di istituzione e gestione dei fondi (chiusi) di investimento.

⁴Tipicamente si tratta di società iscritte nell'elenco speciale ex 113 del Testo Unico bancario.

⁵Iscritti agli elenchi intermediari ex artt. 106 o 107 del Testo Unico bancario.

⁶Un fondo chiuso è un fondo comune di investimento le cui quote sono suscettibili di rimborso solo a scadenze predeterminate e a fronte di disinvestimenti o emissioni successive. Tale forma, oltre ai casi in cui è espressamente richiesta dalla normativa vigente (si pensi a titolo esemplificativo ai fondi immobiliari), dipende dalla politica di investimento che il fondo intende perseguire.

⁷Il numero di SGR coinvolte in operazioni di *private equity* è stato ricavato dalle analisi svolte sugli intermediari iscritti sia ad Assogestioni sia ad AIFI.



Tale formula permette infatti a un *team* di professionisti, specializzati nella realizzazione delle tipiche operazioni di *private equity*, di potere disporre di ingenti capitali, a loro volta aumentabili mediante l'effetto leva.⁸ Analogamente gli investitori, alla ricerca di formule che abbinino a un livello di rischio relativamente moderato elevati ritorni sul capitale, possono contare sulle capacità di *team* altamente qualificati e sui relativi *track records*.

L'enorme successo di tale tipologia di gestione degli investimenti ha comportato alcune riflessioni concernenti le modalità secondo le quali devono essere espressi i valori sottostanti a tali fondi o meglio come, nella generalità dei casi, debbano essere effettuate le valutazioni degli investimenti, in particolare delle partecipazioni che costituiscono il fondo di *private equity*.

Gli obiettivi che si intende raggiungere con la valorizzazione di un fondo sono diversi e dipendenti dalla tipologia di reportistica che l'intermediario è tenuto a preparare. Ci si riferisce, in particolare, alla potenziale diversità tra i valori riportati nel rendiconto della gestione del fondo, predisposto per rispondere ai dettami normativi, rispetto a quelli indicati nei cosiddetti *investors report*, documenti dalla valenza molto più gestionale, ma al contempo meno vincolati a regole ufficiali.

Nell'illustrazione dei criteri di valutazione delle partecipazioni di un fondo di *private equity* si è ritenuto opportuno iniziare dal contesto italiano, esaminando le disposizioni dettate dalla Banca d'Italia, per poi verificare quali siano le regole che trovano più generale applicazione a livello internazionale e che costituiscono, nella maggior parte dei casi, la base per la predisposizione degli *investors report*.

Le disposizioni di Banca d'Italia

In attuazione del Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58 del 24 febbraio 1998), TUF, la Banca d'Italia ha emanato il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" del 14 aprile 2005 (di seguito il "Regolamento"), con il quale sono stati disciplinati, oltre a tutta una serie di altri aspetti, anche i criteri di calcolo del valore della quota degli OICR.⁹ I fondi comuni di investimento chiusi, forma assunta dai fondi di *private equity*, sono pertanto compresi nella succitata disciplina e, di conseguenza, anche ai loro fini, sono definite le regole per la valorizzazione degli strumenti finanziari del fondo e della quota.

Nel delineare tali regole la distinzione primaria che l'organo di vigilanza propone è quella tra strumenti finanziari quotati e strumenti finanziari non quotati. Per quanto riguarda i primi (tipologia di investimento non caratteristica per i fondi di *private equity* italiani), le disposizioni di Banca d'Italia sono risolutive: a prescindere da qualsiasi altro fattore, il regolamento stabilisce che deve essere considerato l'ultimo prezzo di mercato.¹⁰ Il tema del valore di una partecipazione, pertanto, si limita all'identificazione del prezzo, con l'accorgimento che, nel caso in cui il titolo risulti collocato su più mercati, sia preso a riferimento il mercato sul quale il titolo è trattato con maggiore regolarità.

Di più ampia e specifica trattazione è la valutazione delle partecipazioni non quotate, tipicamente oggetto di investimento dei fondi di *private equity*, a cui il regolamento dedica un intero paragrafo.¹¹ Il principio generale che nel Regolamento viene enfatizzato sin dalle premesse è quello secondo il quale il procedimento di stima del valore delle partecipazioni risulta per sua natura complesso e correlato a una molteplicità di fattori da tenere in con-

⁸L'effetto leva si realizza mediante appositi veicoli che oltre al capitale apportato da parte del fondo vengono finanziati spesso dagli stessi investitori del fondo.

⁹Art. 6, comma 1, TUF: «la Banca d'Italia, sentita la CONSOB, disciplina con regolamento ... c) le regole applicabili agli OICR aventi a oggetto: ... 4) i metodi di calcolo del valore delle quote o azioni di OICR».

¹⁰Regolamento, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, "Criteri e modalità di valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio del fondo", par. 2.1: «Strumenti finanziari quotati: il valore degli strumenti finanziari quotati è determinato in base all'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione. Per gli strumenti trattati su più mercati si fa riferimento al mercato dove di formano i prezzi più significativi, avendo presenti le quantità trattate presso lo stesso l'operatività svolta dal fondo».

¹¹Regolamento, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, par. 2.4, "Partecipazioni di fondi chiusi mobiliari in società non quotate".



siderazione.¹² Ne risulta che – recita il Regolamento – «in generale, le partecipazioni in società non quotate sono valutate al costo di acquisto», eventualmente rettificato per tenere conto delle perdite di valore. Ovvero la possibilità di utilizzo di altri criteri risulta condizionata da specifiche prescrizioni che si differenziano a seconda che si tratti di società cosiddette “immobiliari” o meno.

Prima di procedere nella descrizione di quali siano le condizioni per potere adottare, nelle due tipologie di società identificate da Banca d'Italia, un criterio diverso dal costo, vale la pena soffermarsi brevemente sul concetto di valutazione e iscrizione “al costo” e sui potenziali effetti sul valore del fondo e nei confronti degli investitori.

Il costo è un valore storico rappresentativo di determinate condizioni che si sono venute a creare in una o più date (non inusuale è l'acquisizione effettuata in più fasi). Proprio la mancanza di dinamicità, ossia la cristallizzazione della valutazione a fattori che potenzialmente non risultano più validi, a meno di un'erosione del valore inizialmente iscritto, rappresenta un fattore di criticità di detto criterio del costo. In particolare, la valutazione al costo potrebbe presentare valori non rappresentativi dell'investimento nei seguenti casi:

- sostanziale modifica delle caratteristiche iniziali dell'investimento e/o dei parametri di mercato che erano stati considerati nelle valutazioni effettuate in sede di acquisto: la cristallizzazione che la valutazione al costo comporta prescinde completamente dai mutamenti in atto sia interni (in quanto correlati all'azienda), sia esterni (perché legati al mercato di riferimento);
- incongruenza nell'ambito delle ristrutturazioni societarie: i valori emergenti da operazioni di ristrutturazione quali fusioni, scissioni, cessioni di rami d'azienda sono, nella maggior parte dei casi, aggiornati sulla base del valore corrente alla

data dell'operazione; in tali casi pertanto ci si trova di fronte a singole operazioni che presentano valori aggiornati a date diverse pur riferendosi a un unico progetto di *private equity*;

- acquisto in più *tranches* della medesima partecipazione: in questo caso il valore dell'investimento è rappresentato come somma dei valori pagati nel corso del tempo; il fatto che il valore dell'investimento sia mutato nelle sue diverse fasi non trova rappresentazione, eccezione fatta per il caso in cui non sia indispensabile procedere a una riduzione di tale valore.

Ampliando lo spettro delle possibili conseguenze della valorizzazione al costo, si possono osservare i riflessi sui bilanci degli investitori. Il risultato delle operazioni di *private equity* emerge solo in fase di realizzo/dismissione degli investimenti; infatti l'aumento di valore degli investimenti del fondo che, pur non crescendo linearmente, matura nel tempo, con il criterio del costo trova rappresentazione in un'unica soluzione. Inoltre la valutazione al costo potrebbe essere causa di incongruenza nei bilanci degli investitori, i quali potrebbero trovarsi nella situazione di valutare strumenti della stessa natura, o addirittura lo stesso strumento, secondo diversi principi.¹³

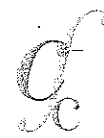
Assodato che per Banca d'Italia il costo è il *preferred criteria*, sono ammesse valutazioni diverse, o meglio è ammesso che partecipazioni non quotate siano rivalutate al sussistere di specifiche condizioni delineate nel Regolamento. Tali condizioni sono differenti a seconda che si tratti di società immobiliari, controllate e non controllate, o società non immobiliari. La distinzione qui richiamata è correlata alle diverse conformazioni dell'attivo sottostante alle due tipologie di aziende.

Per quanto riguarda le partecipazioni immobiliari, la rivalutazione poggia su criteri di tipo patrimoniale, con maggiori limiti per le società non sog-

¹²Il regolamento nello specifico sottolinea al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, par. 2.4.1, che «... in mancanza di prezzi di riferimento espressi dal mercato, richiede procedimenti di stima legati a una molteplicità di elementi. Detti procedimenti influenzano in modo significativo la determinazione del valore del fondo.

Ne consegue che, nella valutazione delle attività in esame, è posta ogni attenzione affinché il valore di dette attività rifletta le condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie delle imprese partecipate, anche in chiave prospettica, tenuto conto che trattasi di investimenti effettuati in una logica di medio-lungo periodo».

¹³Si consideri il caso di un investitore che detiene anche direttamente azioni della società, nella quale anche il fondo detiene una partecipazione.



gette a controllo. Queste ultime, infatti, non prima che sia passato un anno dall'avvenuto investimento, possono essere rivalutate sulla base della frazione di patrimonio netto spettante al fondo, eventualmente rettificata per i maggiori valori riscontrabili da transazioni recenti, nonché per fattori economico-finanziari specifici legati al *business*.

Nel caso in cui le predette partecipazioni immobiliari siano di controllo, la Banca d'Italia ha concesso una maggiore apertura nella determinazione del valore in capo al fondo, richiedendo che il patrimonio netto di pertinenza non sia calcolato sulla base dei puri valori contabili, ma sulla base del valore dei singoli immobili, assimilando in tale caso la valorizzazione di una partecipazione di controllo in una società immobiliare al possesso di una quota di un fondo immobiliare.¹⁴

Il complesso delle regole attinenti alla valutazione delle partecipazioni immobiliari presenta alcune criticità correlate al fatto che i dati contabili utilizzati potrebbero portare a incongruenze valutative anche non marginali. A titolo esemplificativo, si consideri il caso in cui venga acquisita un'ulteriore quota di una società immobiliare, che consenta di ottenerne il controllo; tale semplice operazione sul capitale, implicando il cambiamento dei principi di riferimento, potrebbe comportare l'iscrizione di importanti plusvalori.

Proseguendo nella disamina delle disposizioni di Banca d'Italia, ancora più complesse sono le norme che danno la possibilità di abbandonare il criterio del costo nel caso di partecipazione, di controllo o meno, in società che non svolgono come attività primaria quella immobiliare. In questo caso ogni valutazione diversa rispetto a quella del costo dovrà essere determinata con grande cautela.¹⁵

Le possibilità di rivalutazione sono limitate ai seguenti casi:

a. esiste un valore della società risultante da una o più transazioni successive rispetto all'ultima valutazione, sempre che:

- si tratti di una negoziazione con una controparte indipendente;
- abbia riguardato un quantitativo significativo di titoli;
- tale transazione non abbia radicalmente modificato i precedenti equilibri partecipativi (ovvero che non sia stato pagato un premio di maggioranza);

b. è possibile determinare un valore sulla base di metodi di valutazione basati su indicatori di tipo economico-patrimoniale: affinché il valore sia ammissibile, devono essere rispettati taluni pre-requisiti:

- presenza di un *track record* di bilanci positivi nell'ultimo triennio (stabilità di bilancio);
- possibilità di ottenere dati economici, finanziari, patrimoniali depurati da componenti straordinari e mediati se riferiti a periodi precedenti;
- variabili esogene all'entità oggetto di valutazione, tassi utilizzati per le valutazioni determinabili e determinati sulla base dello specifico maggiore rischio connesso all'investimento;

c. nel caso in cui l'entità sia in grado di produrre un rilevante flusso di reddito, è possibile applicare metodologie basate sui multipli del reddito; in tale fattispecie il vincolo è legato alla possibilità di ottenere un campione sufficientemente ampio di *comparables* sulla base del quale effettuare il calcolo.

È evidente che, seppure non negandone la possibilità, la norma pone una serie di vincoli (incluso il fattore di sconto del 25%) tale per cui molti operatori decidono di evitare di avventurarsi, in fase di predisposizione del rendiconto di gestione,

¹⁴Il Regolamento, al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, par. 2.4.5, stabilisce che «Alle partecipazioni di controllo in società non quotate la cui attività prevalente consiste nell'investimento in beni immobili va attribuito un valore pari alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo. Il patrimonio netto è determinato applicando ai beni immobili e ai diritti reali immobiliari risultanti dall'ultimo bilancio approvato i criteri di valutazione descritti al successivo par. 2.5 "Beni immobili"».

¹⁵Il Regolamento, al Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, par. 2.4.6 "Disposizione comuni", richiede che «le caratteristiche degli elementi di tipo reddituale utilizzati ai fini dell'eventuale rivalutazione della partecipazione ... e la metodologia seguita dovranno essere sottoposte a verifica almeno semestralmente e illustrate in dettaglio per ciascun cespite nella relazione semestrale e nel rendiconto del fondo. Inoltre, ove attraverso l'adozione dei metodi in questione si pervenga a risultati che si discostano in maniera significativa dal valore corrispondente alla frazione di patrimonio netto della partecipata di pertinenza del fondo, tale differenza deve essere opportunamente motivata». Il succitato paragrafo stabilisce inoltre che «Per tener conto della scarsa liquidità e dei rischi legati alle società non quotate, alle rivalutazioni risultanti dall'utilizzo dei metodi sopra descritti, la rivalutazione dovrà essere assoggettata a un idoneo fattore di sconto almeno pari al 25 per cento».

in valutazioni del portafoglio partecipativo diverse dal costo sostenuto per l'acquisto.

A quanto sopra esposto si deve forse aggiungere un'ulteriore variabile che sino a ora non è stata trattata, ma, anche alla luce degli interventi dell'AIFI, assume una certa rilevanza: la fiscalità.¹⁶ L'Italia è uno dei pochi Paesi europei per i quali non vige il principio della trasparenza fiscale a favore dei fondi di investimento chiusi. L'AIFI preme per l'introduzione di un regime di tassazione sostitutiva, allineata all'aliquota dei *capital gain*, direttamente in capo ai percettori delle plusvalenze, applicabile sui proventi distribuiti dal fondo o percepiti dagli investitori alla sua liquidazione. In pratica si verrebbe a mitigare l'aliquota pagata dagli investitori equiparandola, nella sostanza, a quella pagata in un'analoga operazione di investimento non condotta per il tramite del veicolo fondo. L'adozione della "trasparenza fiscale" – sottolinea sempre l'AIFI – implicherebbe anche il differimento del plusvalore al momento del suo realizzo effettivo, «risolvendo alcune problematiche inerenti il processo di valutazione dei fondi».

Il tema degli impatti della fiscalità anche nella predisposizione dei rendiconti viene così commentato: «L'attuale regime fiscale basato sulla regola della tassazione del maturato, che colpisce i proventi maturati ogni anno in capo al fondo indipendentemente dal momento in cui tali proventi sono effettivamente realizzati dagli investitori, rende difficile ai gestori dei fondi di applicare metodi di valutazione delle partecipazioni che siano allineati a quelli previsti dalla prassi internazionale¹⁷ ovvero induce gli operatori a rappresentare le operazioni secondo il criterio del costo».

In conclusione, le complicazioni derivanti dal rispetto della normativa di Banca d'Italia, nonché un regime fiscale penalizzante non sono di grande

incoraggiamento agli operatori del settore per la predisposizione di rendiconti della gestione basati su principi diversi da quello del costo.

Le valutazioni secondo la prassi internazionale

Nel precedente paragrafo si sono espresse alcune perplessità sui vincoli abbastanza stringenti correlati alla valutazione delle partecipazioni a valori diversi dal costo. Tra questi si è richiamata, tra gli altri, anche l'incongruenza tra il valore al quale un ipotetico investimento risulterebbe iscritto nella contabilità di un sottoscrittore e il valore risultante dal rendiconto del fondo. Tale incongruenza assume ancora maggiore enfasi se correlata all'esigenza degli investitori di esprimere nei propri bilanci il valore degli strumenti finanziari al loro *fair value* (il valore al quale un'attività può essere scambiata o una passività estinta in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili).¹⁸ In particolare, l'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, obbligatori per le società quotate e per gli intermediari finanziari,¹⁹ ha costretto a considerare il costo quale riferimento contabile del tutto residuale, ossia è ammissibile solo se proprio è impossibile pervenire a un *fair value* oggettivo. Ne consegue che, in concomitanza con il rendiconto di gestione del fondo, derivante dall'applicazione prudente delle norme regolamentari, viene normalmente predisposto un secondo documento utile ai sottoscrittori sia per comprendere l'evoluzione del proprio investimento, sia per potere disporre del *fair value* anche per le proprie finalità di bilancio.

La necessità di esprimere un *fair value* ha richiesto la definizione di regole comuni. La deli-

¹⁶Il tema della fiscalità dei fondi di *private equity* è stato oggetto di specifica trattazione da parte dell'AIFI nella predisposizione del "Libro Bianco - Progetto per lo sviluppo del *private equity* e del *venture capital* in Italia".

¹⁷Le tesi in commento sono contenute nel documento dell'AIFI "Proposte a sostegno del *private equity*".

¹⁸Definizione di *fair value* ricavata dallo IAS 39, par. 9.

¹⁹Il D.Lgs. 38 del 28 febbraio 2005, "Esercizio delle opzioni previste dall'art. 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali" include nell'ambito di applicazione, oltre alle società quotate, anche «... le banche italiane di cui all'art. 1 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia di cui al D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni; le società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari iscritti nell'albo di cui all'art. 64 del D.Lgs. n. 385 del 1993; le società di intermediazione mobiliare di cui all'art. 1, comma 1, lett. e), del D.Lgs. n. 58 del 1998; le società di gestione del risparmio di cui all'art. 1, lett. o), del D.Lgs. n. 58 del 1998; le società finanziarie iscritte nell'albo di cui all'art. 107 del D.Lgs. n. 385 del 1993; gli istituti di moneta elettronica di cui al titolo V-bis del decreto legislativo...».



neazione di queste regole, non affrontata da enti regolatori o dai normali *standard setter*, è stata condotta dagli stessi operatori del settore attraverso il lavoro congiunto delle diverse associazioni nazionali. L'«*International Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline*»²⁰ (di seguito VCVG) è stata sviluppata da parte di tre tra le principali organizzazioni del settore: l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), la British Venture Capital Association (BVCA) e l'European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). Hanno poi aderito e dato il proprio contributo la maggiore parte di associazioni di *venture capital* e di *private equity* operanti nel mondo (solo a titolo esemplificativo rientrano in questo gruppo, che comprende ben 32 organizzazioni, la BVK tedesca, la AVCAL Australiana, la NVP olandese e la AIFI Italiana).

Diversamente da Banca d'Italia e, viceversa, più congruamente con l'orientamento dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, il VCVG elegge il *fair value* quale *preferred criteria* per la valutazione degli *asset* di *private equity*.²¹ Sulla base di tale assunto il documento propone al valutatore una griglia, all'interno della quale identificare la metodologia più idonea per la determinazione del valore dell'investimento.

I principi, oltre a ribadire che il *driver* deve essere il *fair value*, danno indicazioni di carattere generale su come deve essere condotta la valutazione, enfatizzando in modo particolare i concetti di adeguatezza della metodologia e di ragionevolezza dei parametri da utilizzare. Nello specifico viene ribadito come la valutazione debba essere effettuata con tutte le dovute cautele e senza eccessi di prudenza. Inoltre suggerisce come debbano essere considerate le implicite difficoltà correlate alla determinazione del valore e come la valutazione debba essere contestualizzata tenendo presente non solo l'oggetto, ma anche la ragione per cui questa valutazione viene espressa.

Sempre nell'ambito dei principi generali, due aspetti meritano particolare menzione:

- l'iscrizione dell'investimento al costo è limitata a casi di dimostrabile inapplicabilità di altri strumenti di misurazione;
- anche in caso di utilizzo del criterio del costo devono essere considerati eventuali fenomeni di *impairment*.

Pertanto i principi qui richiamati partono da un'assunzione antitetica rispetto a quella espressa da Banca d'Italia, con un unico punto in comune, ovvero la svalutazione in caso di perdita durevole di valore.

Le linee guida del VCVG, relegando il criterio del costo a ruolo marginale, sono orientate a dare indicazioni metodologiche sulle scelte valutative.²²

Una prima raccomandazione di carattere generale, che peraltro risulta applicabile in qualsiasi valutazione, richiede che il processo parta da un esame preliminare dell'oggetto della valutazione. In primo luogo deve essere chiaro al valutatore che cosa sta valutando (l'azienda, il *business*, il singolo *asset* o la somma di questi) e deve tenere conto della dinamicità e della mutevolezza dell'oggetto della valutazione. Si consideri a titolo esemplificativo il caso di un'azienda da cui viene scorporato il comparto immobiliare e i principali *business* creando una o più nuove entità. In una situazione del genere sono ammissibili più metodologie di valutazione, la cui somma sarà rappresentativa del mutato valore complessivo dell'investimento iniziale.

Altri principi generali riguardano le cautele che devono essere considerate nella scelta dei parametri di mercato, trattandosi degli elementi maggiormente discrezionali nell'ambito del processo valutativo.

Per quanto riguarda le metodologie valutative, le indicazioni contenute nel VCVG sono abbastanza ampie e tale ampiezza è condivisibile, considerato che è difficile, nell'ambito della determinazione del valore di una tipologia di entità molto eterogenea, limi-

²⁰L'«*International private equity and venture capital valuation guideline*» è disponibile per la consultazione dal sito internet www.privateequityvaluation.com; a oggi la pubblicazione risulta aggiornata al 2 gennaio 2007.

²¹La VCVG, al par. 2 «*Principles of valuation*», stabilisce: «*Investments should be reported at Fair Value at the reporting date. In the absence of an active market for a financial instrument, the Valuer must estimate Fair Value utilising one of the valuation methodologies*».

²²Il VCVG dedica alle *valuation methodologies* la parte più consistente della disamina, ossia tutto il terzo capitolo.

tare l'uso solo ad alcune fattispecie. L'aspetto che sorprende nell'impostazione del VCVG è un'inversione nella preferenza dei modelli da applicare rispetto agli IAS/IFRS. Al momento, infatti, la maggior parte degli operatori, per ragioni strettamente connesse alla contabilità o meglio ai dettami dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, pone quale fulcro del processo valutativo i flussi di cassa. In particolare, questi sono considerati in tutti i test di *impairment*²³ e trovano ampio spazio nell'ambito delle valutazioni effettuate sugli strumenti finanziari.²⁴

Inaspettatamente il VCVG prende le distanze dai metodi basati sui flussi di cassa, dando la prevalenza a criteri maggiormente legati alle dinamiche del mercato. In particolare, in relazione ai metodi basati sui flussi di cassa, assieme a quelli basati sui *benchmarks*, richiede che sia prestata un'estrema cautela e un loro utilizzo solo in definite situazioni o come metodologie di controllo. Alle metodologie legate ai flussi di cassa risultano preferite quelle basate sulle transazioni recenti, multipli di mercato, valore dei *net assets*.

Tralasciando l'illustrazione delle singole metodologie, per le quali si rimanda al documento in oggetto e alla molto ampia letteratura in materia,²⁵ ci si chiede quali siano le motivazioni che hanno portato a preferire talune metodologie ad altre. La ragione principale probabilmente è legata alla natura del gruppo di lavoro che si è fatto carico di predisporre i principi in oggetto. Questo, costituito prevalentemente, se non esclusivamente, da addetti del settore, ha interpretato l'analisi da un punto di vista gestionale, in quanto si è posto l'obiettivo di disegnare un modello dedicato esclusivamente a un determinato comparto. I principi contabili internazionali nascono, viceversa, con una logica più generalistica. Nel caso di un operatore di *private equity*, la valutazione di una partecipazione è parte integrante del suo *business*: per gli *standard setters* che hanno scritto gli IAS, que-

sta è parte di un contesto più ampio, molto più eterogeneo, di cui l'*asset* in oggetto costituisce una delle tante componenti.

Tutto ciò premesso, si comprende come l'ottica valutativa di un'associazione di categoria non possa essere la medesima di uno *standard setter* internazionale. La prima è concentrata sulle logiche di *business* tipiche del *private equity* e vuole determinare e trasmettere agli *stake holders* valori che rappresentino il risultato della loro attività. I redattori dei principi contabili (IASB²⁶ o qualsiasi altro organismo di professionisti contabili)²⁷ hanno invece l'obbligo di pensare alla generalità dei soggetti chiamati alle valutazioni e cercano *standard* universalmente applicabili.

Non ci si aspetta poi, se non in limitati casi, che il porre l'accento su differenti metodologie valutative possa comportare valutazioni del tutto divergenti. Anche se questa non sembra essere un'opinione condivisa da parte del VCVG, le scelte dei parametri da utilizzare nella valutazione possono considerarsi arbitrarie sia che si applichino modelli basati su transazioni avvenute o multipli, sia che ci si basi sui flussi di cassa. In entrambe le situazioni le scelte del valutatore possono risultare critiche.

Tutto quanto sin qui osservato, nel contesto italiano si complica ulteriormente. L'utilizzo di metodologie di valutazione sintetiche, quali transazioni recenti e multipli, implica che vi siano elementi oggettivi con i quali sia possibile confrontarsi. Come indicato, sebbene il VCVG sia stato approvato da un panorama molto ampio di associazioni di *private equity*, la sua redazione sconta la presunzione che il valutatore abbia la possibilità di reperire informazioni da mercati molto efficienti ed eterogenei. Ci si chiede se effettivamente l'approccio adottato possa risultare condivisibile *in toto*. A nostro avviso l'*estreme caution* associata ai modelli basati sul *cash flow* deve essere replicata anche sugli altri criteri. In particolare, si pone il dubbio se non sia arbitrario valutare una società sulla base di un ristretto e non omogeneo nu-

²³IAS 36, *Impairment of Asset*.

²⁴IAS 39, *Financial Instruments Recognition and Measurement*.

²⁵Solo a titolo indicativo si segnalano Cotta Ramusino - Rinaldi (2003); Damodaran (2002); Guatri - Bini (2005); Massara Zanetti (2004).

²⁶International Accounting Standard Board, ovvero l'organismo che ufficialmente promulga gli IAS.

²⁷Quale l'OIC Organismo Italiano di Contabilità, che ha sostituito i Dottori Commercialisti e Ragionieri nella redazione dei principi contabili italiani.



mero di *comparables*, o se non sia più opportuno procedere direttamente a una valutazione basata su flussi che, seppure stimati, sono più direttamente sotto controllo dell'investitore. Osservando il contesto italiano, dove le imprese non sono caratterizzate da dimensioni significative e il mercato non ha ancora le caratteristiche di quelli dei principali Paesi europei, risulta evidente quanto possa essere critico effettuare valutazioni basate prevalentemente su *comparables*.

In conclusione, anche nella comunicazione non istituzionale, ovvero sia in quella facoltativa, non derivante dalle regole definite dalla Banca d'Italia, un riferimento acritico o, per maggior precisione, superficiale alle indicazioni internazionali potrebbe condurre a risultati poco attendibili, con l'aggravante che, in quanto informazioni riservate e costituite appositamente per esprimere un *fair value*, potrebbero risultare ancora più fuorvianti nei confronti di coloro che ne faranno uso.

Conclusioni

Il tema della valutazione delle partecipazioni nei fondi di *private equity* presenta, come si è avuto modo di esaminare, non poche complessità, tant'è che, per risolvere le incongruenze che ne derivano, nella maggior parte dei casi gli operatori del settore redigono più di un modello di *reporting*, uno istituzionale e almeno uno riservato agli investitori. Una delle incongruenze valutative può infatti derivare dal costo, elemento cardine, per Banca d'Italia, della valutazione degli strumenti non quotati di un fondo di *private equity*. Un caso non infrequente è infatti quello che emerge quando, in relazione a un'unica operazione di *private equity*, vi sono più investitori: il fondo di *private equity* valuta la partecipazione al costo, mentre il coinvestitore – si assuma sia una *merchant bank* – lo fa al *fair value* sulla base degli IAS/IFRS.²⁸ A fronte di portafogli del tutto omogenei, risulterebbero valori e risultati

economici diversi nel tempo (concentrati nella fase di chiusura per il fondo, distribuiti lungo il periodo di maturazione per i coinvestitori), tuttavia entrambi corretti e predisposti sulla base delle regole definite da parte di Banca d'Italia e, in conclusione, entrambi determinati con l'esigenza di tutelare le parti terze, ovvero gli investitori per il fondo e gli azionisti per l'intermediario.

Le proposte del VCVG sono dunque di grande aiuto, in quanto partono dal postulato che il criterio di iscrizione è il *fair value*. Anche in tale caso, tuttavia, l'applicazione del modello proposto non è scevra di problemi. In primo luogo, nel contesto nazionale, non costituirebbe una comunicazione ufficiale del gestore, ma una comunicazione volontaria; anche laddove questa fosse prevista dal regolamento del fondo, non sarebbe comunque corredata delle tutele che sono previste per le comunicazioni ufficiali.

A ciò si aggiunge che le proposte del VCVG, pur essendo finalizzate a permettere di determinare un *fair value* attendibile, attribuendo un ruolo secondario ai criteri basati sui flussi di cassa, potrebbero, per taluni versi, portare a risultati non in linea con i principi IAS/IFRS: si ipotizzi, a titolo esemplificativo, un *fair value* determinato sui flussi di cassa, minusvalente, e un *fair value* calcolato sui *comparables* che conferma il costo.

È parere di chi scrive che le potenziali anomalie derivanti dall'applicazione del modello VCVG siano estremamente contenute e in ogni caso ben controbilanciate dal vantaggio di potere considerare i risultati derivanti dalle attività di *private equity* in corso di maturazione.

Rimane indubbiamente il problema del rapporto tra una comunicazione ufficiale, predisposta sulla base di uno specifico regolamento di Banca d'Italia, e una comunicazione volontaria. Il gestore dovrà porre molta cautela sia nell'illustrare la diversa valenza delle informazioni fornite sia nello spiegare i metodi, le assunzioni e i risultati delle sue valutazioni, vista la criticità che questa assume per gli investitori nel fondo.

²⁸Situazione ancora più complessa quando un intermediario, detenendo la maggioranza delle quote di un fondo, sia tenuto a consolidarlo (IAS 27, SIC 12); nel caso di coinvestimento è possibile che la stessa entità, in forma diretta, sia iscritta a due valori diversi.