

# I PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE: LE APPLICAZIONI PARTICOLARI

## 4. Bilancio



Dopo aver in precedenza introdotto i principali caratteri che contraddistinguono i nuovi principi di valutazione italiani (PIV) e dopo aver trattato della metodica e dei metodi di valutazione, nell'ambito del presente lavoro sarà posta attenzione alle indicazioni offerte dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione) in merito ad alcune applicazioni dei principi di valutazione. Nello specifico saranno approfondite le operazioni di acquisizione e conferimento, cessione e fusione, le valutazioni legali, le valutazioni in ipotesi di recesso e quelle ai fini del bilancio.

/ Raffaele MARCELLO \*

/ Nicola LUCIDO \*\*

### LA VALUTAZIONE NEL CASO DELLE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE, CESSIONE, FUSIONE, CONFERIMENTI E TRASFORMAZIONI

Per "operazioni straordinarie" devono intendersi tutte quelle attività che concernono "operazioni di carattere del tutto eccezionale, sia per la loro frequenza che per la rilevanza del loro impatto sull'economia delle imprese coinvolte"<sup>1</sup>, attività che saranno, qui declinate sulla base di quanto indicato dai PIV, chia-

rendo subito che si daranno per acquisite le conoscenze sulle operazioni oggetto di analisi.

#### LE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE

La valutazione nelle operazioni di acquisizione (principio IV.1.1) si sviluppa lungo due direttrici, di cui la prima identifica un valore di tipo "*as is*" (principio IV.1.2) e la seconda di tipo "*merger synergies*" (principio IV.1.3). Concretamente, l'approccio "*as is*" è rappresentativo del valore corrente dei beni oggetto di contrattazione, con eventuali aggiustamenti in aumento o in diminuzione, senza alcuna considerazione delle sinergie che si potrebbero sviluppare a seguito dell'operazione di acquisizione. Alla luce di ciò, si tratta di una valutazione che non risente degli effetti deri-

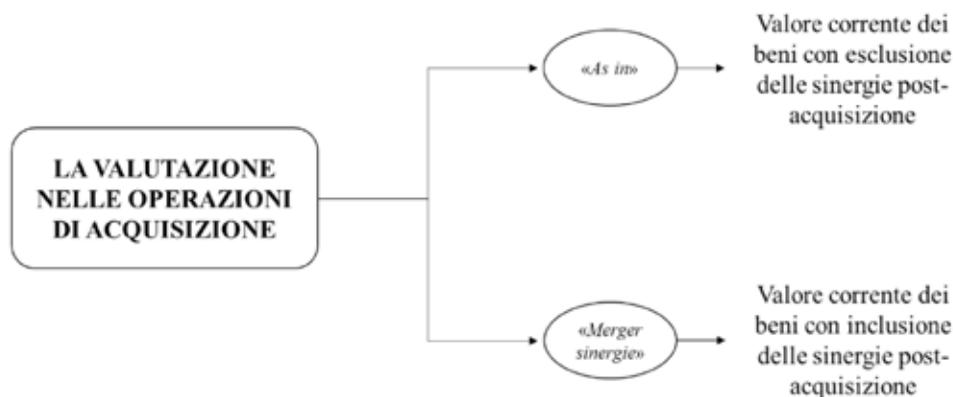
\* Consigliere del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili - Dottore Commercialista e Revisore Legale con delega ai Principi Contabili, ai Principi di revisione e Sistema di Controlli

\*\* Ricamatore Area Aziendale della Fondazione Nazionale dei Commercialisti

1 Tratto da Savioli G. "Le operazioni di gestione straordinaria", Giuffrè, Milano, 2005, Introduzione p. XXI. In tal senso, tra gli altri, autorevolmente, Amaduzzi A. "Le gestioni comuni", UTET, Torino, 1967, p. 1-5.

vanti dall'operazione che si sta realizzando<sup>2</sup>. Assume, invece, contorni diversi la valutazione dell'azienda che vede il "professionista"<sup>3</sup> impegnato nella realizzazione di stime

in un'ottica programmatica, secondo un approccio "merger synergies", del ché si procede considerando tutti gli sviluppi che potrebbero essere registrati nella società acquirente.



A quest'ultimo proposito, si ritiene che i benefici che si attendono dalla gestione unitaria dei beni acquisiti e dei beni dell'acquirente debbano essere indagati sia considerando gli effetti prodotti sulla gestione operativa, in senso stretto, sia sulla gestione di tipo finanziario, senza tralasciare la variabile rischio che si potrebbe delineare nell'intera operazione (principio IV.1.3). La principale finalità è quella di individuare, quindi, le potenzialità reddituali future dell'intero complesso di beni oggetto di negoziazione, piuttosto che gli effetti di natura finanziaria che l'integrazione potrebbe comportare.

Parlando, quindi, di **effetti di natura reddituale**, e volendo esemplificare, si potrebbe pensare all'incremento del fatturato a seguito dell'ingresso in un nuovo *business*, proprio dell'azienda acquisita, oppure al miglioramento della produttività dell'azienda acquirente o, ancora, ad una migliore gestione della capacità produttiva. Nel caso degli effetti di natura finanziaria, il collegamento può portare all'esborso finanziario sostenuto dall'azienda acquirente, piuttosto che al miglioramento del *rating* bancario, derivante dalla combinazione tra i beni acquisiti e quelli già presenti nell'impresa acquirente

(miglioramento del rapporto di indebitamento). Con riferimento al **profilo del rischio**, invece, si considerino i vantaggi che potrebbero registrarsi in termini di incremento dei risultati per effetto della riduzione della leva operativa oppure le conseguenze relative ad una possibile diversificazione del portafoglio prodotti/servizi, seppur tenendo conto che il maggior rischio correlato alla complessità molto presumibilmente interesserà la rinnovata compagine societaria.

Le ragioni suesposte confermano, pertanto, che il valore della *target company* (principio IV.1.6) risulterà più elevato qualora venisse determinato come "*investment value*" (valore di acquisizione quale investimento comprensivo delle sinergie esprimibili a seguito dell'operazione) rispetto al valore "*stand alone*" (valore corrente indipendente dalle sinergie realizzabili).

L'*investment value* rappresenterebbe il livello di prezzo massimo che andrebbe a scontare i flussi di cassa attesi derivanti, per l'appunto, dall'investimento (acquisizione) posto in essere, precisando che, in questa circostanza, i flussi attesi sono da intendersi quale sommatoria tra i rendimenti provenienti dalla *target company* in quanto tale, oltre alle previsioni di incremento di flussi che deriverebbero dalla

2 L'impresa è "considerata isolatamente (valore stand alone)". È quanto indicato nel principio IV.1.2 in commento.

3 In questa sede il termine "professionista" (e i sinonimi utilizzati) vuole indicare l'esperto così come considerato nei PIV.



traduzione finanziaria delle sinergie che l'acquirente sarà in grado di realizzare.

A completamento delle considerazioni da effettuare nell'ambito della valutazione per acquisizione, i PIV suggeriscono di annoverare tra le determinanti valutative anche i cosiddetti "benefici privati" (principio IV.1.5), ovvero quei benefici che non si ripartiscono anche a favore di eventuali altri azionisti della *target company*. Ciò affinché si possa comprendere se trattasi di benefici che non è possibile stornare (decurtare) dai flussi aziendali oppure di benefici che possono essere svincolati dai medesimi flussi (ad es. *asset* privi di possibili utilizzi alternativi) oppure ancora di benefici riconducibili a sinergie indivisibili. Nel caso in cui, invece, non fossero stornabili, i flussi prodotti inerenti, i benefici privati andrebbero in qualche modo scontati per depurare i flussi di cassa riconducibili al processo valutativo.

### LE OPERAZIONI DI CESSIONE

La prerogativa fondamentale del valore determinato nelle operazioni di cessione aziendale è che il medesimo deve scontare l'"*utilità complessivamente perduta*" (principio IV.1.7) dal cedente. Anche in questa circostanza, i PIV indicano il valore dell'impresa ceduta seguendo un approccio *stand alone* o a valori

correnti, ricomprendendo con esso i benefici prodotti in capo al venditore.

Ed è per questo che, anche nella casistica relativa alla cessione, ricorrendo il concetto di "*beneficio*", si ribadisce l'opportunità di considerare come gli effetti dei suddetti benefici possono o meno ricadere in capo al venditore, al fine di verificare le ripercussioni sul valore dell'azienda o del ramo aziendale. È indubbio che i benefici di natura psicologica, non facilmente quantificabili, non potranno che influenzare in modo indiretto il valore finale, ovvero il prezzo di vendita o di acquisto.

Cosa ben diversa per i benefici economici correlati agli *asset* non strumentali. Si tratta di benefici che è possibile tradurre in mancato pagamento di un corrispettivo, ovvero nella corresponsione di denaro ad un valore di utilizzo del bene più basso rispetto al prezzo normale di mercato. Qualora si dovessero registrare i suddetti benefici, occorrerebbe intervenire neutralizzandoli mediante la normalizzazione dei costi. Il processo di normalizzazione, infatti, comporta, una differente riallocazione dei costi, rideterminando il valore finale dell'azienda, e con esso un prezzo di cessione più basso. In qual caso è utile valutare in modo separato gli *asset* in questione e trattarli quali *surplus asset*.



Il prezzo di cessione è emblematico del valore minimo dei beni ceduti, comprensivo dei benefici positivi o negativi goduti dal venditore.

### LE OPERAZIONI DI FUSIONE E SCISSIONE

La sezione relativa alle valutazioni per le ope-

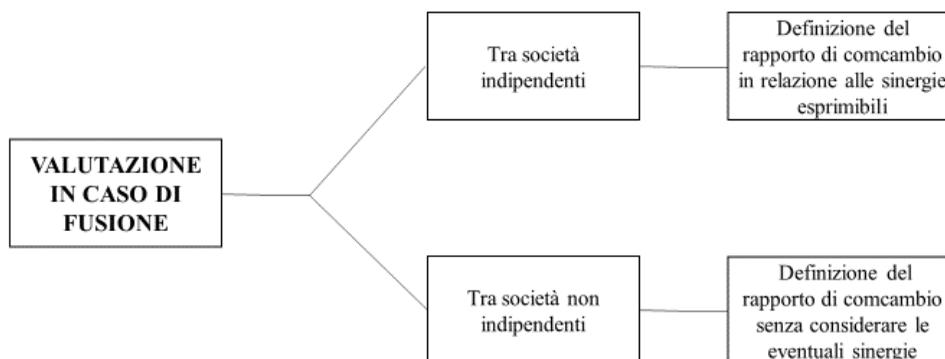
razioni di fusione e scissione richiama le disposizioni del codice civile e nello specifico gli artt. 2501, 2501-*bis*, 2501-*ter*, 2501-*sexies* e 2506-*ter*.

Procedendo per analogia tra le due tipologie di operazioni, il principio IV.4 distingue le medesime in:

- a) fusioni tra soggetti indipendenti (scambio negoziato);
- b) fusioni tra soggetti non indipendenti (scambio non negoziato).

È indubbio che il verificarsi della casistica *a)* rispetto alla *b)* richiede un differente approccio valutativo da parte del soggetto stimatore. Infatti, nel caso di **fusioni tra soggetti indipendenti**, il valutatore dovrà fornire un risultato che evidenzi le sinergie che si produrrebbero a valle rispetto all'operazione di fusione medesima. Il tutto è frutto della combinazione dei patrimoni e delle attività delle realtà aziendali che partecipano all'operazione, al pari di quanto già evidenziato in tema di acquisizione e di cessione. In buona sostanza, si tratterebbe di assicurare un valore delle due entità, su cui definire un rapporto di concambio, il più possibile reale, valore che per essere tale deve tener conto delle sinergie potenzialmente delineabili dall'operazione.

In caso, invece, di **fusione tra soggetti non indipendenti**, l'obiettivo principale del valutatore dovrà essere quello di definire un valore con cui si riesca a preservare il valore delle quote o azioni dei soci di minoranza delle compagini societarie interessate, evitando che un trasferimento di ricchezza da una società all'altra possa incidere negativamente sul rapporto di concambio. Quindi, il criterio sicuramente più idoneo, rappresentativo di quanto poc'anzi esplicitato, è indubbiamente quello dello *stand alone*, in grado di eliminare le possibili criticità relative alla determinazione del valore delle sinergie tra entità economiche le quali, tutto sommato non sono indipendenti tra di loro e che, pertanto, sono già in grado di esprimere i vantaggi derivanti dal coordinamento e dalla correlazione tra i differenti *business* di un gruppo, sia quest'ultimo reale che di fatto.



Nella determinazione del rapporto di concambio, sia nella prima che nella seconda circostanza, i PIV ribadiscono l'opportunità di procedere nel rispetto del principio dell'omogeneità tra più criteri eventualmente adottati nella determinazione del valore delle imprese. È bene chiarire che il principio dell'omogeneità deve garantire un trattamento simile dei dati reddituali e finanziari, nonché delle fonti di rischio, di aziende che potrebbero operare in settori molto diversi tra loro (ad esempio, l'operazione di fusione potrebbe interessare un'impresa del settore commerciale, un'impresa industriale ed una finan-

ziaria). In definitiva, nel rispetto dei diversi settori di appartenenza e delle differenti peculiarità che interessano le realtà in essere, sarebbe opportuno comprendere come rendere piuttosto "omogenei", nell'acquisizione e nella rielaborazione, i dati e le informazioni di natura reddituale e finanziaria alla base della determinazione del valore economico, affinché si possano definire reali rapporti di concambio.

Ulteriori indicazioni vengono, poi, fornite per le fusioni tra imprese non indipendenti, per le quali nelle valutazioni ai fini della determinazione del rapporto di concambio, l'unità di



valutazione è rappresentata dai singoli titoli azionari delle società coinvolte nella fusione, aspetto maggiormente evidente in caso di fusione tra società quotate e non (principi IV.4.1 e IV.4.2) dove rileva il diverso grado di liquidità dei singoli titoli.

Nell'ipotesi, infine, di **fusione tra imprese coinvolte in un'operazione di leverage buy out**<sup>4</sup> (principio IV.4.3), la valutazione deve tenere in debito conto che le imprese interessate, in realtà, sviluppano lo stesso *business*, seppur con strutture finanziarie diverse. È su quest'ultimo elemento che si dovrebbe concentrare maggiormente l'attenzione dell'esperto essendo un fattore di grande incidenza nel *leverage buy out*. Del resto, il collegamento tra la *newco* e l'azienda *target* ha alla base un rapporto, oltre che di natura economica, prevalentemente di natura finanziaria, in relazione ad una commistione del rischio delle due entità oggetto di valutazione.

### LE OPERAZIONI DI CONFERIMENTO E DI TRASFORMAZIONE

Le operazioni di conferimento, in particolare in natura, sono trattate nei PIV con richiamo ai disposti legislativi degli artt. 2343, 2343-ter e 2465 c.c., a cui fanno esplicito riferimento; poiché per le operazioni di trasformazione l'art. 2500-ter c.c. rinvia espressamente agli artt. 2343 e 2465 c.c., i medesimi principi si applicano anche alla trasformazione e inoltre con riguardo alle operazioni di scissione vige l'art. 2506-ter c.c.

Più precisamente, nell'ipotesi di **conferimento** si distingue il caso in cui quest'ultimo venga eseguito:

- a) in una società conferitaria neocostituita;
- b) in una società conferitaria già operativa.

Alla base di un'attenta valutazione, in ipotesi di conferimento in natura, vi è sicuramente la necessità di preservare i creditori ed i terzi soggetti, portatori di interesse. Il tutto finalizzato a garantire un equo rapporto tra il valore del conferimento ed il valore delle quote/azioni che verranno assegnate alla conferente.

Ne consegue un valore del conferimento "*in atto*" che non dovrebbe essere superiore rispetto al valore di mercato dei beni in ipotesi di cessione, onde evitare fenomeni di *annacquamento*<sup>5</sup>.

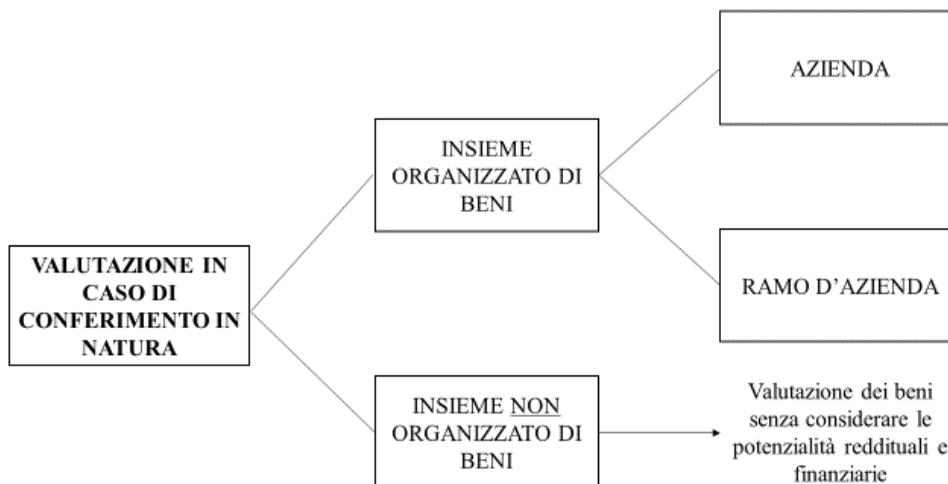
È indubbio, inoltre, che, il conferimento di un complesso di "**beni non organizzati**", piuttosto che di un ramo d'azienda rappresentativo di sinergie manifeste nei beni in esso ricompresi ed in grado, quindi, di esprimere un avviamento<sup>6</sup>, richiede un differente approccio valutativo. Pertanto, nel conferimento di ramo d'azienda di "**beni organizzati**" sarà data la possibilità di valutare le prospettive patrimoniali e reddituali, entrambe normalizzate<sup>7</sup>, che i beni "*in atto*" saranno in grado di realizzare. La normalizzazione permetterà ancora una volta di avvicinare il valore stimato a quello "reale", rilevando i rischi di eventuali perdite future di redditività e con essa il valore complessivo del ramo oggetto di valutazione.

4 Cfr., tra gli altri, Marcello R. "Il leverage buy out nel patto di sindacato", *NDS*, 9, 2004, p. 60.

5 Secondo quanto indicato nell'art. 2343-ter co. 2 lett. a) c.c., è data la possibilità di non redigere la perizia di stima solo qualora si dimostri che il bilancio, sottoposto a revisione nell'esercizio precedente rispetto all'anno di valutazione, presenta i beni iscritti per un valore uguale o inferiore al *fair value*.

6 Indipendentemente dal fatto che trattasi di avviamento positivo (*goodwill*) rispetto all'avviamento negativo (*badwill*).

7 Come noto, il reddito "*normalizzato*" intende esprimere una misura di reddito che, prescindendo da situazioni contingenti e/o da effetti distorcimenti momentanei, sia in grado di apprezzare la potenzialità afferente allo specifico patrimonio investito nell'impresa; in altri termini, la sua stabile capacità di produrre reddito. Ciò posto, con partenza dal dato contabile, il processo di normalizzazione richiede quanto meno le seguenti tipologie di interventi: la redistribuzione nel tempo di proventi e costi straordinari non ripetitivi, evitando così che alcuni esercizi siano depressi ed altri esaltati nel risultato in funzione della casualità nella distribuzione di tali proventi/oneri; l'eliminazione di proventi e costi estranei alla gestione, derivanti sia da *assets* di proprietà non pertinenti né funzionali allo svolgimento dell'attività di impresa, sia da altre cause comunque non attinenti alla gestione; la neutralizzazione di politiche di bilancio eventualmente adottate per varie finalità (contenimento dell'imposizione fiscale; politiche di dividendi; adozione di criteri eccessivamente prudenziali o, al contrario, ottimistici nella valutazione dei rischi; ecc.); l'acclaramento di componenti di reddito contabilmente non rilevate. Cfr. Guatri L., Bini M. "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore, Egea, Milano, 2005.



Alla luce di ciò, in via del tutto preliminare, il primo aspetto che il valutatore deve affrontare è quello di verificare se trattasi di "beni organizzati", oppure di un complesso di "beni non organizzati"; secondariamente egli dovrà seguire un'analisi sull'autonomia reddituale che tali beni "organizzati" sono in grado di esprimere. Quest'ultima circostanza, nondimeno, permetterebbe di comprendere se occorrerà intervenire sul mercato per acquisire nuove attività o competenze a supporto dei beni trasferiti, ovvero sia sufficiente quanto già ricompreso nel patrimonio materiale ed immateriale della conferitaria (principio IV.5.1). In altri termini, bisognerebbe valutare se non sia necessario sostenere ulteriori oneri per rendere i beni conferiti adeguatamente fruibili dalla conferitaria nella combinazione con i propri asset (principio IV.5.3). In senso contrario, sarebbe auspicabile l'attribuzione

di un valore, al netto delle risorse che si intendono utilizzare, così come sarebbe auspicabile che, in ipotesi di conferimento di un ramo d'azienda o di aziende facenti parte di un gruppo in sofferenza, vengano fatte proiezioni di flussi di cassa in uscita per normalizzare il valore economico negativo determinato (principio IV.5.4).

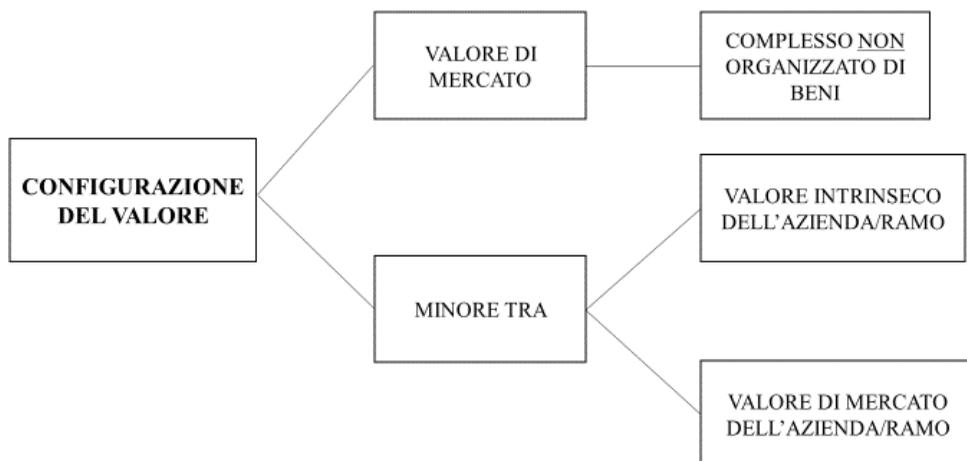
Infine, il valore da attribuire ai conferimenti dovrebbe rifarsi al valore normale di mercato<sup>8</sup>, fermo restando che il valore intrinseco dei beni conferiti non risulti inferiore (principio IV.5.2)<sup>9</sup>.

In tal caso, per una maggiore garanzia dei terzi creditori e/o dei portatori di interesse esterni all'azienda, si dovrebbe adottare un valore, quello di mercato, con cui esprimere potenzialità non in atto, frutto di ipotesi non concretamente verificabili.

In una prospettiva di sintesi avremo:

8 Secondo quanto riportato dal principio I.6.12 "Il valore normale (di mercato) di un'attività è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali".

9 Il valore intrinseco "[...] assume la prospettiva dello specifico soggetto che detiene l'attività; non necessariamente esprime l'highest and best use; e non considera premi o sconti", in commento al principio IV.5.2.



### LE OPERAZIONI DI RECESSO

In merito alle valutazioni in ipotesi di recesso del socio, facendo cenno all'art. 2437-ter c.c., i PIV si esprimono come segue: "L'unità di valutazione di riferimento nel caso di valutazione a fini di recesso è rappresentata dall'azienda nel suo complesso. Il valore della singola azione è calcolato pro-quota" (principio IV.6.1).

Il **valore dell'azienda "nel suo complesso"** è dato dal suo **valore intrinseco** (principio IV.6.2), ovvero è il frutto di un processo di determinazione del valore secondo un approccio "as is", senza considerare i benefici di cui i soci superstiti potrebbero avvantaggiarsi (principio IV.6.3).

Il valore intrinseco deve esprimere la redditività in essere al momento del recesso<sup>10</sup> e non la redditività futura, così come deve essere rappresentativo dell'equilibrio finanziario dell'impresa medesima al momento del recesso<sup>11</sup>.

In tal senso, il socio recedente dovrà percepire quanto egli ha contribuito a generare in azienda, nel corso della sua permanenza e non, quindi, quanto saranno in grado di realizzare, in via prospettica, i rimanenti soci. Questo è uno dei motivi per cui, così come rilevato nei

PIV, il valore del conferimento non può essere equiparato al prezzo di cessione di una quota o di un'azione.

Ed ancora, nel caso in cui il recesso avvenga in ipotesi di crisi aziendale, è necessario considerare gli effetti prodotti dall'esborso operato dalla società e, comunque, gli effetti che una fuoriuscita del socio comporterà, rapportando il tutto all'incremento del capitale sociale che ne dovrebbe derivare, a prescindere che provenga da un conferimento dei soci rimanenti e/o dall'ingresso di un nuovo socio in sostituzione del socio recedente.

### LE VALUTAZIONI LEGALI

Le valutazioni legali sono solitamente contrassegnate dalla finalità ultima di dover offrire un dato che rappresenti una garanzia nei confronti dei soci di minoranza e/o degli *stakeholders*.

Si tratta di un valore che molto spesso deriva da una vera e propria interpretazione, da parte del soggetto valutatore, il quale è tenuto a dare una risposta a quanto indicato nel Codice civile, traducendolo in un valore convenzionale, ovvero accettato.

10 Il valore intrinseco può essere stimato con tutte e tre le metodiche di valore (di mercato, dei flussi dei risultati attesi e del costo) previste nel *conceptual framework* e trattate nel precedente nostro intervento.

11 Sull'argomento sia consentito il rinvio a: Marcello R., Agrusti G. "Il recesso del socio nelle s.r.l.: modalità, termini, efficacia e liquidazione della quota", *Le Società*, 5, 2006, p. 569; Marcello R. "La valutazione della quota del socio recedente", *il fisco*, 2010, p. 3636; Marcello R. "La valutazione della partecipazione in ipotesi di recesso", *NDS*, 6, 2011; Marcello R., Loia A.M. "La valutazione delle quote nelle società personali in ipotesi di recesso e di esclusione", in *questa Rivista*, 3, 2015, p.103 ss.

Per tale motivo i PIV si propongono di offrire dei validi suggerimenti in merito, al fine di rendere "controllabili" e "ripercorsibili" le metodologie ed i metodi con cui si è giunti ad un valore finale, favorendo, con ciò, la lettura della relazione da parte di terzi, sia essi soci che portatori di interessi esterni alla società oggetto di valutazione.

Gli **elementi principali da trattare nelle valutazioni legali** risultano:

- a) *l'identificazione della sostanza economica* (principio IV.2.1). In tal senso il valutatore dovrà comprendere con esattezza i fondamenti e le finalità economiche alla base dell'operazione per cui si richiede una valutazione legale<sup>12</sup>;
- b) *la conoscenza della disciplina legislativa di riferimento* (principio IV.2.2), per cui è indispensabile che l'esperto dichiari la sua competenza e conoscenza in relazione all'oggetto trattato nella valutazione;
- c) *la responsabilità ricoperta nella valutazione* (principio IV.2.3), nel senso che il professionista dovrebbe essere consapevole delle responsabilità di cui è stato investito in merito al ruolo, oltre che ricoprire la funzione di garante per la società, ovvero nei confronti di coloro i quali in un certo qual senso sono interessati al risultato finale. Si tratta, nel caso specifico, di una responsabilità che richiama la funzione pubblica del valutatore<sup>13</sup>;
- d) *il risultato finale non può essere rappresentato da un parere valutativo*, nel senso che la valutazione legale non può rappresentare un parere ma deve essere in grado di esprimere un valore finale;
- e) *la percorribilità del processo valutativo e dei calcoli effettuati*, al fine di assicurare la possibilità agli organi amministrativi della

società, e a chi ne avesse interesse a farlo, di ripercorrere tutti i passaggi che hanno contrassegnato il processo valutativo per comprendere fino in fondo la stima effettuata;

- f) *l'esclusione di ipotesi di valutazioni speciali*, pertanto, non comprensibili dai fruitori della relazione;
- g) *l'acquisizione delle informazioni esterne*, oltre a quelle interne. Sarebbe auspicabile che il valutatore acquisisse dall'esterno una serie di informazioni indipendenti, che possano essere, quindi, obiettive e reali;
- h) *l'evidenza delle difficoltà riscontrate in perizia*, affinché si possano sottolineare eventuali scelte di metodo e di calcolo;
- i) *l'ipotesi di adozione di una pluralità di metodiche*. Nel caso in cui è data necessità e possibilità di adottare più metodiche, si assegna, in caso di differenze di risultati tra le metodologie impiegate, un maggior peso specifico al risultato che è fondato su *input* informativi più rassicuranti o, comunque, al risultato che meglio identifica il valore ricercato;
- j) *la giustificazione della scelta tra più metodiche di valutazione*, facendo sì che il valutatore motivi la scelta di una metodologia piuttosto che di un'altra in presenza di valori piuttosto differenti. I PIV sottolineano come effettuare la media aritmetica non rappresenti la migliore delle giustificazioni per la scelta di un metodo il cui valore si avvicini, per l'appunto, alla media degli altri valori;
- k) *la considerazione dei fattori di rischio*, ritenendo opportuno, nella determinazione dei risultati, che anche le valutazioni legali scontino l'eventuale rischio insito nel valore finale.

---

12 Operazioni con medesima forma giuridica, infatti, possono rivelare finalità sostanziali anche molto diverse tra loro, "e pertanto condizionare in maniera differente le scelte che l'esperto deve compiere per una stima corretta". Cfr. Zamboni M. "PIV: principi per specifiche attività e principi per applicazioni particolari", *Amm. Fin.*, 3, 2015, p. 77.

13 A questo proposito si potrebbe pensare, in senso lato, al ruolo di pubblico ufficiale ricoperto dai consulenti tecnici d'ufficio, che seppur nel caso di specie sono incaricati da un giudice, rivestono la qualifica di pubblico ufficiale, secondo quanto dichiarato dall'art. 357 c.p. In particolare, "Agli effetti della legge penale, sono pubblici ufficiali coloro i quali esercitano una pubblica funzione legislativa, giudiziaria o amministrativa. Agli stessi effetti è pubblica la funzione amministrativa disciplinata da norme di diritto pubblico e da atti autoritativi e caratterizzata dalla formazione e dalla manifestazione della volontà della pubblica amministrazione o dal suo svolgersi per mezzo di poteri autoritativi o certificativi".



## LE VALUTAZIONI AI FINI DEL BILANCIO

A completamento delle casistiche particolari inquadrare dall'OIV, vi sono le valutazioni ai fini del bilancio, con cui l'esperto è sostanzialmente chiamato ad esprimere un giudizio sull'adozione delle procedure contabili impiegate nella redazione del bilancio, intendendo con ciò, l'utilizzo dei principi contabili in linea con la più consolidata prassi<sup>14</sup>.

Le stime di valore effettuate a fini di bilancio richiedono sempre l'esercizio di un giudizio ed è responsabilità dell'esperto garantire che il giudizio stesso sia formulato considerando tutti i fatti e le circostanze rilevanti. La qualità della stima aumenta se vengono rispettati questa serie di principi di valutazione che garantiscono una valutazione obiettiva, competente e non distorta.

Secondo quanto indicato nei PIV, l'intervento del valutatore in questo ambito non può che rafforzare la garanzia sulla correttezza dei numeri di bilancio, sia nei confronti dei soggetti interni, in particolar modo dei soci di minoranza, sia di tutti gli altri *stakeholders*, in merito alle decisioni prese dai soci di maggioranza o comunque dall'organo amministrativo.

In tal senso, si ritiene che la qualità del bilancio risulterebbe migliorata in virtù dell'intervento di un terzo soggetto, il valutatore, il cui compito è quello di fornire ai fruitori finali del documento contabile un giudizio relativo all'attività di redazione del medesimo documento.

A ben guardare, il principio IV.7 richiama l'ambito valutativo in tema di bilanci di esercizio, specificando nelle note esplicative che *"In questo capitolo si trattano i principi relativi alle valutazioni a fini di bilancio. Si intendono come tali le valutazioni che sono disciplinate in termini di configurazione di valore, unità di rilevazione contabile (unit of account), data*

*di riferimento della valutazione, criteri di valutazione, ecc. dai principi contabili di riferimento"*.

Data la particolarità della stima sulle valutazioni di bilancio, alla base dell'esercizio del proprio incarico, è necessario che il **valutatore**, da subito, dichiari le **proprie competenze professionali** in materia, nonché inquadri il ruolo, correlato alle eventuali responsabilità, degli altri soggetti che hanno eventualmente contribuito alla redazione del bilancio (principio IV.7.1). Egli deve, inoltre, stabilire, e render noto, **come intende procedere nelle verifiche**, affinché chiunque sia nelle condizioni di conoscere i vari passaggi che ne caratterizzeranno l'attività. Così come dovrà esplicitare la **tipologia dell'incarico** che gli è stato assegnato, ovvero se trattasi di un mero parere valutativo oppure di una vera e propria valutazione sui dati di bilancio. Con riguardo al parere valutativo, l'esperto, potrebbe essere incaricato di esprimersi sulla coerenza o correlazione tra la metodologia utilizzata dall'estensore del bilancio rispetto ai contenuti del principio contabile, anche se in un'ottica previsionale, oppure più semplicemente, potrebbe essere chiamato ad esprimere un parere sulle previsioni dell'organo di *governance* (principio IV.7.7).

Chiarite le proprie competenze, il secondo passaggio richiesto dai PIV è rappresentato dalla **raccolta delle informazioni tecniche**, evidenziando eventuali vincoli o restrizioni (principio IV.7.2).

Nello specifico, sarebbe più opportuno che, nell'analisi documentale ed informativa su cui si costruisce la valutazione, il soggetto valutatore, secondo quanto indicato dai PIV, prediliga le fonti informative **esterne**, da ritenersi probabilmente più indipendenti rispetto a quelle fornite dai soggetti aziendali (principio IV.7.3).

In un'ottica temporale, il valutatore dovrà esprimere il proprio giudizio indagando le at-

14 I PIV non si sostituiscono, infatti, in nessun modo ai principi contabili né intendono interpretarli ma si limitano ad identificare le regole che l'esperto di valutazione dovrebbe seguire per garantire l'osservanza su basi professionali dei principi contabili stessi. Il soggetto stimatore dovrà considerare il principio contabile scelto, nonché l'idonea applicazione, senza imbattersi in interpretazioni o valutazioni soggettive sui contenuti dei principi contabili medesimi.

tività e le passività alla data della valutazione, consapevole del fatto che tale valutazione potrebbe essere rappresentativa di un dato riferito ai dodici mesi precedenti, ovvero influenzata da previsioni esplicitamente riferite all'applicazione di alcuni principi contabili. Si pensi, a titolo meramente esemplificativo, alle previsioni dell'OIC 9<sup>15</sup> sulla determinazione della perdita di valore del bene immobilizzato, definendone l'eventuale svalutazione in ipotesi di mancata "capacità di ammortamento" dell'impresa. È naturale che di tale evenienza il valutatore non può non tenere conto, così come dovrebbe considerare le eventuali previsioni fatte dal *management*, in relazione alle quali si è proceduto all'applicazione di un principio contabile piuttosto che di un altro. Non secondaria importanza assume il principio della **continuità nell'applicazione dei criteri valutativi** nella redazione del bilancio (principio IV.7.4). Lo stimatore deve, in tale contesto, verificare se ed in che termini si sia eventualmente proceduto alla modifica del criterio di valutazione o del principio contabile per valorizzare una posta di bilancio, nella consapevolezza che trattasi comunque di un valore convenzionale meno stringente rispetto a quello corrente e di mercato a cui sovente i principi di valutazione cercano di tendere (principio IV.7.5).

Qualora ad essere valutata sia poi un'attività o una passività rispetto ad un'unità più grande, è possibile che, da un punto di vista bilancistico, i principi contabili richiedano un trattamento separato di due o più beni che, secondo un approccio più propriamente valutativo, verrebbe trattato come un unico oggetto (principio IV.7.6)<sup>16</sup>.

Stabilendo una serie di **caratteristiche basilari**, i PIV si esprimono come segue:

a) *le valutazioni ai fini di bilancio devono es-*

*sere ripetute*, evidenziando, nel caso in cui si dovessero registrare degli scostamenti fra i risultati passati e quelli presenti, se la loro origine sia di natura sistematica (correlabili ad eventi di tipo macroeconomico e macrofinanziario) o non sistematica (correlabili alla gestione del *business* e di un'attività di esso);

b) *le valutazioni ai fini di bilancio non considerano assumption ipotetiche o assumption speciali*, con ciò a voler significare che le valutazioni non possono essere strutturate su ipotesi non presenti al momento della determinazione del valore (*assumption ipotetiche*), ovvero su ipotesi che un operatore del mercato non prenderebbe mai in considerazione (*assumption speciali*);

c) *le valutazioni ai fini del bilancio, nella valutazione specifica di un'attività, si avvalgono della tecnica della calibrazione*, in relazione alla quale dovrà essere valutata con attenzione la possibilità che un'attività all'atto dell'acquisto sia stata iscritta in bilancio ad un prezzo ben più alto rispetto all'effettivo valore (fenomeno dell'*overpayment*)<sup>17</sup>. La calibrazione, in buona sostanza, consiste nel livellare i dati oggetto di valutazione in presenza di *overpayment*;

d) *le valutazioni ai fini di bilancio devono osservare il non performance risk*, nel senso che nell'indagine che riguarda un *business* o un'attività bisogna considerare l'intera impalcatura finanziaria. In altri termini, il valutatore non può soffermarsi sui soli effetti finanziari in capo ad un singolo *business* o ad una singola attività, ma deve fare una valutazione ben più ampia sul rischio di inadempienze, ovvero sulla possibilità che l'intera struttura aziendale non sia nelle condizioni di supportare un equilibrio di tipo finanziario.

15 OIC 9 "Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali", agosto 2014.

16 Nel soffermarsi sul principio IV.7.6, i PIV nelle note esplicative fanno riferimento al trattamento dei terreni e dei fabbricati ed al loro trattamento contabile secondo quanto indicato nell'OIC 16.

17 "Probabilmente, la migliore prova dell'ipotesi dell'*overpayment* è quella focalizzata sull'esame del prezzo delle transazioni successive avvenute su uno specifico blocco azionario". Tuttavia, poiché fattispecie simili sono piuttosto rare a verificarsi nella realtà la dottrina non è sempre in grado di procedere all'effettuazione di questo *test*. Cfr. Salvi A. "Premi per il controllo: metodi, misure, evidenze", Egea, Milano, 2013, p. 72.



In merito, poi, alle metodiche ed ai criteri da adottare nelle valutazioni ai fini di bilancio, i PIV intervengono precisando come, all'occorrenza, sarebbe opportuno che il valutatore accerti una pluralità di criteri, qualora, così facendo, si definisca una maggiore correlazione tra i risultati che si vanno a valutare ed il dettato del principio contabile adottato (principio IV.7.13).

D'altronde, il valutatore deve comprendere se l'utilizzo di un criterio di più facile applicazione possa essere più opportuno rispetto all'impiego di un criterio più idoneo da un punto di vista teorico. La finalità ultima è quella di garantire un risultato più coerente rispetto all'attività o passività valutata, preservando, il suddetto risultato, da soggettive interpretazioni da parte di chi redige il bilancio di esercizio (principio IV.7.13).

Nel caso in cui si faccia ricorso a più criteri di

valutazione, l'esperto deve indicare la modalità con cui è giunto ad un valore finale seppur impiegando più metodologie. Né tanto meno è possibile che il medesimo proceda limitandosi ad un media semplice per dimostrare l'*output* del proprio intervento valutativo. Il tutto nel rispetto della specificità della realtà aziendale il cui bilancio si sta valutando, nonché degli eventi e dei fatti che hanno caratterizzato la gestione della predetta realtà. Il fattore rischio, nel contesto, non può essere sicuramente trascurato, nel momento in cui c'è un'influenza sulla gestione e sui risultati. Allo stesso modo, occorre che lo stimatore rilevi e descriva gli effetti derivanti dall'adozione di un'ipotesi in fase della sua valutazione nel caso in cui l'anzidetta ipotesi influenzi in modo evidente il risultato finale (principio IV.7.15).

I principali elementi riguardano, quindi:



## CONCLUSIONI

Come ampiamente dichiarato, in questo lavoro si è dato risalto alla possibilità per i professionisti che si trovino ad affrontare, con una cadenza più o meno frequente, le problematiche relative ad un processo valutativo, di ricercare valide indicazioni nei PIV.

Nella delineata prospettiva, con questo studio, terzo di una serie, si chiude un ciclo con cui gli Autori hanno voluto offrire alcune riflessioni in merito all'applicazione dei PIV.

Nel primo<sup>18</sup> si è trattato delle peculiarità riferite all'approccio valutativo di base ed alla "cultura aziendalistica" che sottende qualunque processo di valutazione, oltre che delle

18 Si veda Marcello R., Lucido N. "Il processo di valutazione dopo l'emanazione dei principi di valutazione (PIV)", in *questa Rivista*, 7/8, 2016, p. 102 ss.

differenti configurazioni e della competenza professionale relativa all'incarico accettato.

Nel secondo<sup>19</sup> è stata affrontata la struttura della relazione di stima nonché dei suoi contenuti, riferendosi alle differenti metodiche e metodologie di valutazioni.

Da ultimo, nell'ambito del presente contributo, sono state puntualizzate le differenti ipotesi di applicazione dei PIV in caso di operazioni di "gestione straordinaria", nelle valu-

tazioni legali, nelle ipotesi di recesso e nelle valutazioni ai fini di bilancio.

Per quanto complessivamente osservato, è evidente, quindi, che i PIV, riflettendo al meglio il contesto economico e giuridico italiano, offrono all'esperto incaricato della valutazione le conoscenze e le *best practices* utili per individuare la soluzione del problema valutativo considerati gli specifici fatti e circostanze.

---

19 Si veda Marcello R., Lucido N. "La metodica ed i criteri di valutazione del capitale economico alla luce dei nuovi PIV", in *questa Rivista*, 9, 2016, p. 97 ss.