

IL PROCESSO DI VALUTAZIONE DOPO L'EMANAZIONE DEI PRINCIPI DI VALUTAZIONE (PIV)

6. Temi
professionali



Nell'attesa che i nuovi Principi di Valutazione (PIV) vengano compiutamente adottati nella pratica professionale, con il presente contributo ci si vuole soffermare sulla struttura tecnica dei PIV e sulle finalità del *Conceptual Framework*, per poi affrontare, in un prossimo intervento il percorso che ciascun soggetto è chiamato a seguire nell'ambito di un processo di valutazione, sia esso di tipo volontario che legale o di bilancio. L'intento dell'Organismo Italiano di Valutazione, con la pubblicazione nel luglio 2015 dei PIV, è proprio quello di cercare di standardizzare il processo valutativo, illustrando una serie di *step*, o meglio, offrendo una serie di indicazioni a riguardo.

/ Raffaele MARCELLO *

/ Nicola LUCIDO **

L'INTRODUZIONE AI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE

L'iniziativa dell'Organismo Italiano di Valutazione, con la pubblicazione dei PIV, a parere di chi scrive, ha almeno due chiavi di lettura¹. La prima è da intendersi come volontà di diffondere una "**cultura della valutazione**", la seconda di offrire una serie di indicazioni sulla **modalità** con la quale sarebbe opportuno

procedere nel **giudizio di valore di un'attività o di un bene**.

La "cultura della valutazione"² è curata nella prima parte del documento pubblicato dall'OIV, laddove si descrivono le nozioni di carattere generale di tipo concettuale (*Conceptual Framework*)³. Il secondo aspetto, correlato all'attività operativa del soggetto valutatore, è ripresa in più parti dal medesimo documento anche con riferimento a più ambiti di applicazione.

Nello specifico, il documento di valutazione pubblicato, ed **in vigore dal 1° gennaio 2016**,

* 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

** Ricercatore Area Aziendale della Fondazione Nazionale dei Commercialisti

1 La previsione di impianti valutativi generalmente accettati dal settore è, di fatto, un elemento importante per conferire validità scientifica e professionale ai propri elaborati. I PIV, per questo, si profilano come un utile strumento operativo per lo svolgimento dell'attività professionale. Il loro contenuto ed organizzazione sono tratti, per espressa menzione dell'OIV, in parte dai Principi internazionali di valutazione emanati dall'*International Valuation Standards Council* (IVSC), in parte dalla prassi operativa locale. Cfr. Marcello R. "Il ruolo del professionista nelle valutazioni economiche", *Press*, gennaio 2015.

2 Sull'argomento si vedano tra gli altri, Zamboni M. "Valutare aziende, strumenti ed attività: i PIV prendono forma", *Amm. & Finanza*, 2, 2015.

3 A riguardo, Zamboni M. "La rete concettuale di base dei Principi Italiani di Valutazione", *Amm. & Finanza*, 7, 2013; Provasi R. "I nuovi Principi Italiani di Valutazione: Conceptual Framework - «La rete concettuale di base»", in *questa Rivista*, 11, 2015, p. 62.

presenta una struttura distinta in quattro macro aree, ovvero:

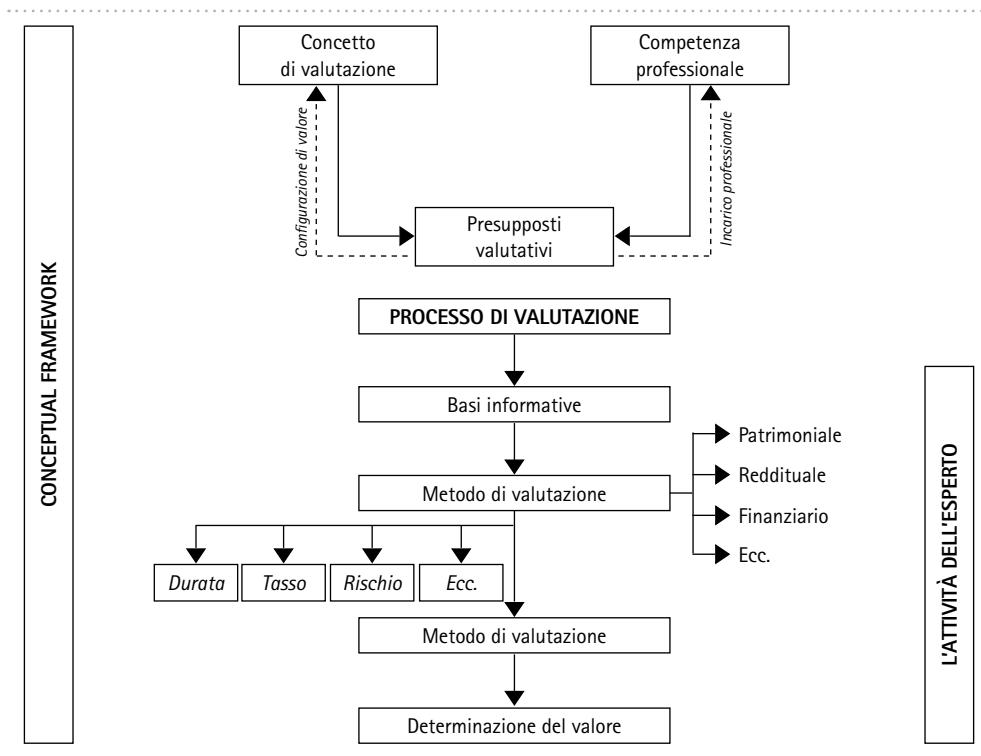
- 1) la rete concettuale di base (*Conceptual Framework*);
- 2) l'attività dell'esperto;
- 3) i principi per specifiche attività;
- 4) le particolari applicazioni.

Ciascuna delle predette macro aree è ulteriormente distinta in principi, commenti e appendici, seppur solo i primi, i principi, possono ritenersi vincolanti per coloro i quali decidano di adottare, su base volontaria, i PIV⁴. Ciò è quanto viene specificato nell'introduzione al documento, dove si precisa sin da subito che coloro i quali volessero adottare su base volontaria i PIV sono chiamati a rispondere ad una duplice assunzione di **"responsabilità" professionale**. La prima concerne l'adesione, da parte dell'e-

sperto, al *"Code of Ethical Principles for Professional Valuers"*⁵. La seconda invece chiama in causa la sua *"competenza"* in relazione all'oggetto ed allo scopo della valutazione.

L'assunzione di una responsabilità, che come si vedrà nel prosieguo, va debitamente dichiarata, fa sì che la valutazione d'azienda aspiri a divenire una specializzazione professionale⁶, fatta di approfondimenti scientifici e non. Il tutto è esplicitamente definito nel **principio I.3.1**, nelle note di commento, per cui *"L'esperto non deve accettare incarichi che non possa svolgere con adeguata competenza, preparazione professionale e diligenza"*.

Volendo rappresentare uno schema ipotetico di indagine rispetto a quanto indicato nel documento sui PIV pubblicato nel luglio del 2015, si avrà:



4 La precisa indicazione riportata nell'introduzione del documento recita come segue *"L'adesione ai PIV è dunque di base volontaria"* sottendendo che, quindi, i PIV non hanno alcuna cogenza normativa.

5 Si tratta di principi etici da onorare che sono stati emessi dall'IVSC. Al riguardo si evidenzia che il CNDCEC ha recentemente tradotto gli *standard* internazionali dell'IVSC, contribuendo in tal modo al dibattito e allo sviluppo della materia in ambito nazionale e fornendo un utile supporto ai professionisti della valutazione. Cfr. Marcello R. *"Valutazioni aziendali in chiaro"*, *Italia Oggi*, 11.4.2016.

6 Per fornire una rappresentazione adeguata dell'attuale coinvolgimento della professione nel mondo delle valutazioni e, conseguentemente, orientare meglio i propri sforzi, il CNDCEC ha condotto, per mezzo della Fondazione Nazionale dei Com-

Pertanto, il *Conceptual Framework* racchiude l'intero processo valutativo, a partire dai presupposti valutativi, chiarendo "cosa" si debba intendere per valutazione piuttosto che "chi" dovrà procedere nell'espressione del giudizio finale. Il tutto per definire il quadro conoscitivo in materia di processo teso a valutare un'attività o un bene.

Preso atto del "cosa" e del "chi", il passaggio successivo è quello che vede la realizzazione del processo di valutazione vero e proprio, che concerne, quindi, l'attività operativa dell'esperto valutatore. Questi avrà il compito di raccogliere una serie di informazioni per poter meglio adempiere al proprio incarico. Le informazioni raccolte faciliteranno il percorso valutativo, definendone il metodo di valutazione, il tasso e la durata, ecc.

Avendo in animo di chiarire quanto sinora esposto, di seguito, ci si soffermerà in particolare su quelli che nello schema di riferimento sono stati inquadrati come i **"presupposti valutativi"**, con l'auspicio di affrontare in successivi interventi il procedimento per la stima finale di un'attività o di un bene.

IL "PRESUPPOSTO" DEL CONCETTO "VALORE" E LE DIFFERENTI CONFIGURAZIONI SECONDO QUANTO INDICATO NEI PIV

Il principio I.1.1, al primo capoverso, fornendo una **definizione di valutazione** recita come segue *"La valutazione non è un dato di fatto, ma*

una stima di una specifica configurazione di valore riferita ad una specifica attività ad una specifica data, tenuto conto della specifica finalità della stima". Uno dei concetti chiave su cui si basa la definizione di valutazione è indubbiamente la *"stima"*, data come una *"determinazione approssimata di una quantità economica"*⁷. Essa è rappresentativa di un valore atteso che, seppur di natura soggettiva, dovrebbe tendere al vero, e quindi ottenere un riscontro futuro. Pertanto, per quanto la stima si muova in un *range* di valori, tra un minimo ed un massimo, è necessario che, comunque, la medesima sia indicativa di un valore rappresentato da una quantità economica oggettiva. In definitiva, stimare significa assegnare ad un dato una valutazione il più possibile tendente ad un valore reale, seppur con la consapevolezza dell'approssimazione, che nel futuro dovrebbe trovare il più possibile conferma⁸. È quanto viene indicato anche nel secondo capoverso del principio I.1.1, in cui si stabilisce che *"Non esiste - in quanto non oggettivamente determinabile - il valore "giusto" o il valore "vero" di un bene. Ogni valore è sempre e comunque frutto di una stima e, pertanto, è sempre una quantità approssimata ma non esatta"*.

Il concetto ben si abbina a quello di valore soggettivo, che infatti sottende un processo di *quantificazione-determinazione* più che di *quantificazione-accertamento*.

Ciò comporta che un valore soggettivo attribuito ad una specifica attività o ad un particolare oggetto, non è traducibile in un solo ed unico dato certo, come accade per i valori oggettivi, ma trattasi di un valore prescelto all'interno di una scala di altri valori il più possibile attendibili. Il che non preclude la possibilità di commettere delle imprecisioni nella determi-

mercialisti, un'indagine sul tema, somministrando un apposito questionario ad un campione significativo di iscritti all'Albo e i cui risultati sono riportati nel documento del CNDCEC *"Indagine sull'attività professionale del commercialista: le valutazioni"*, maggio 2016.

7 Masini C. *"I bilanci d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 1957, p.62.

8 Diversamente dalla stima, un altro concetto è quello della congettura, che è *"una proposta, una supposizione desunta da dati certi o variamente incerti, talora anche da altre congetture, in modo arbitrario entro limiti; essa si introduce in un processo di ricerca quando è giudicata utile. La congettura è una supposizione, una proposta, senza alcuna pretesa di realtà, solo ha una pretesa di congruenza"*, in Masini C., cit., p. 65. Ed ancora, si tratta di *"quantità astratte"* *"che non esprimono alcuna realtà in se stessa esistente e oggettivamente accertabile nel presente o nel futuro: quantità configurate in funzione di date astrazioni e di date ipotesi di determinazione e che hanno senso e sono «vere» non già in assoluto, ma in relazione solo a quelle astrazioni ed a quelle ipotesi"*, in Onida P. *"Economia d'azienda"*, UTET, Torino, p. 558.

nazione del valore, per quanto le imprecisioni debbano essere contenute.

È chiaro, in tal senso, quanto indicato nei PIV sul concetto di valutazione, esprimendo *"Poiché la valutazione è per sua natura prospettica, l'evidenza ex post che le previsioni non siano realizzate non è di per sé indice di cattiva qualità della valutazione"*.

A quest'ultimo proposito, si evidenzia come è del tutto accettabile l'"errore" nel processo di valutazione, per quanto ci si chieda quale debba essere il limite dell'"errore", oltre il quale sia possibile mettere in discussione la *"qualità della valutazione"* stessa.

La **ricerca dell'errore costituisce un passaggio obbligato**, ma nel contempo complesso, e lo diventa ancor di più se l'errore è riconducibile all'ipotesi di partenza nel procedimento di valutazione, piuttosto che agli assunti base. Meno complicato è, invece, evidenziare un errore ascrivibile all'operazione di approssimazione⁹ del valore finale dell'oggetto di calcolo. L'errore correlato all'ipotesi richiama il concetto di *"regola"* indicata da una specifica scienza per guidare la ricerca. Nel caso della valutazione d'azienda le ipotesi fondate sul metodo *"patrimoniale"* o sul *"reddituale"*, piuttosto che sul *"finanziario"* sono quelle che hanno contraddistinto i processi valutativi degli anni ottanta e novanta, e sono le medesime che hanno decretato l'origine di molteplici teorie, in alcune circostanze anche in contrasto tra di loro. Così come, sempre nell'ambito della valutazione di ipotesi, si parla, ad esempio, nella scelta dell'equivalente certo, sulla scorta del quale si stabilisce che il tasso di rischio va *"aggiustato"* mediante una riduzione del 30% (Metodo Stoccarda), oppure va definito considerando il rendimento di un'attività finanziaria rispetto a quello di mercato (CAPM, *"Capital Asset Pricing Model"*), ecc.

Oltre alle ipotesi vi sono poi gli assunti, che,

fondati sulle prime, riproducono i modelli applicativi adottati per fornire soluzioni, il meno complesse possibili, da cui i risultati più congrui rispetto all'oggetto e agli obiettivi della valutazione.

Nell'ambito valutativo è il caso, ad esempio, dell'assunto della durata, solitamente non oltre i cinque anni, oppure dell'assunto del fattore di crescita *"g"*, del θ nella determinazione del CAPM, ecc.

Per finire, l'approssimazione dei risultati, che produce errori qualora si parta da ipotesi ed assunti sbagliati o comunque non coerenti rispetto all'oggetto di analisi ed al contesto di riferimento. L'errore relativo all'approssimazione dei risultati è accettabile qualora si rifà ad ipotesi, che, seppur non soddisfacenti, sono comunque adottabili in relazione alla circostanza (metodo dei multipli in luogo dell'attualizzazione dei flussi di cassa), così come ad assunti per i quali non è detto che l'uno possa escludere l'altro (ad esempio, il Metodo Stoccarda e il Metodo Stoccarda Corretto).

Alla luce di quanto appena esposto, l'accettabilità dell'errore è senza ombra di dubbio condizionata dalla scientificità con cui si procede nella procedura di valutazione di un'attività o di un bene. Infatti, per valutazioni *"di massima"*, in cui ci si limita a fare ricorso, ad esempio, al metodo dei multipli che offre riferimenti per attività, grandezza, settore, ecc., è più facile che si possano commettere degli errori, sia con riferimento agli assunti che con riferimento ai risultati stessi¹⁰.

Si conclude al riguardo, asserendo che non vi è una metodologia incontrovertibile affinché si possa evitare l'errore. Sicuramente, la prima regola basilare per evitare di ottenere *input* valutativi che si discostano anche dall'approssimazione e che rendano il giudizio di valore alquanto inesatto, è quella di utilizzare il buon senso sin dall'inquadramento

9 Per ulteriori dettagli si consulti, tra gli altri, Guatri L. *"La qualità delle valutazioni. Una metodologia per riconoscere e misurare l'errore"*, Università Bocconi, Milano, p. 21 ss.

10 In tal senso Balducci D. *"La valutazione dell'azienda"*, FAG Edizioni, Milano, p. 403, che si esprime in modo piuttosto lineare, affermando che *"Il metodo dei multipli, definito metodo dei moltiplicatori di mercato, individua il valore dell'azienda dall'osservazione delle relazioni che legano alcuni parametri significativi dell'azienda valutanda ad alcune grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali derivanti dall'analisi di altre aziende"*.

delle ipotesi di partenza, fino a giungere alla scelta degli assunti giusti¹¹ e, qualora fosse possibile, cercando di distinguere tra errori di metodo (ipotesi ed assunti) ed errori nei dati raccolti e del metodo impiegato¹², al fine di delineare le azioni correttive da intraprendere. In tal senso il grado di approssimazione, per quanto non potrà avvicinarsi al 100%, garantirà comunque un valore il più prossimo al reale potenziale che l'attività o il bene oggetto di valore può esprimere in futuro¹³.

LE DIFFERENTI CONFIGURAZIONI DI VALORE SECONDO QUANTO INDICATO DAI PIV

Il **principio I.6** illustra le differenti configurazioni di valutazione, chiarendo, innanzitutto, cosa debba intendersi per **prezzo**, **costo** e **valore**.

Nello specifico, il **prezzo** rappresenta il corrispettivo che viene pagato a fronte di un'attività reale o finanziaria. Si tratta di un dato espresso dal mercato ed influenzato da **variabili "esterne" ed "interne"**¹⁴.

Nel primo caso ci si riferisce a determinanti quali:

- la tendenza all'investimento in attività finanziarie negoziate in mercati regolamentati o meno (ad esempio, in Italia gli scambi in borsa di azioni sono in proporzione inferiori rispetto ai Paesi anglosassoni);
- l'efficienza o meno del mercato in cui vengono scambiate le attività reali e/o finanziarie, da cui gli effetti speculativi;

- la ciclicità della domanda/offerta dei capitali di rischio, tale da condizionare, nei periodi in cui è prevalente l'offerta, o viceversa la domanda, la fluttuazione dei prezzi delle attività reali e/o finanziarie;
- i processi di concentrazione in determinati settori, che si traducono in forme di aggregazione vere e proprie tra imprese che operano nei medesimi settori o in settori assimilabili ai primi.

Nel caso delle variabili "interne", che condizionano i prezzi, il discorso si sposta sostanzialmente sul concetto di investimenti, divisibili o meno, o anche indipendenti o meno a seconda che richiedano specifiche attività gestionali affinché si possano considerare remunerativi. Si pensi agli impieghi che possono essere valutati anche in modo separato dal complesso industriale, piuttosto che quelli che devono obbligatoriamente far parte di un determinato ambito lavorativo.

Rientrano sempre tra le variabili interne, l'attitudine e la capacità di gestione, da parte di chi acquista l'attività reale o finanziaria, in un'ottica di flussi reddituali e finanziari futuri.

Oltre al prezzo vi è il **costo** che è definito come il valore delle risorse spese per l'acquisizione o la realizzazione di una attività o di un bene. Il prezzo corrisposto dall'acquirente rappresenta il costo dell'attività. Qualora il costo, nella sua quantificazione, necessitasse, per carenze informative, di una sorta di stima (costo di sostituzione o di rimpiazzo) non perderebbe il suo carattere di valore empirico. Per finire vi è il **valore**, che a differenza del costo, è una grandezza non empirica che scaturisce da una stima.

11 In tal senso, tra gli altri, Ruback R. "Know your work: critical valuation errors to avoid", Lecture Text, Harvard Business School, 2004.

12 Fernandez P. "Valuation Methods and Shareholder Value Creation", Accademic Press, Londra - San Diego, 2002.

13 "I vincoli che consentono di evitare o limitare il rischio di questo tipo di errore sono riconducibili a due categorie fondamentali:

- vincoli al processo di definizione delle ipotesi;

- vincoli relativi al metodo impiegato nel processo di valutazione, che deve avere le caratteristiche di coerenza interna e di coerenza con la realtà aziendale che rappresenta l'oggetto di valutazione", in Russo P. "Le determinanti del valore dell'impresa", Egea, Milano, 2000, p. 24.

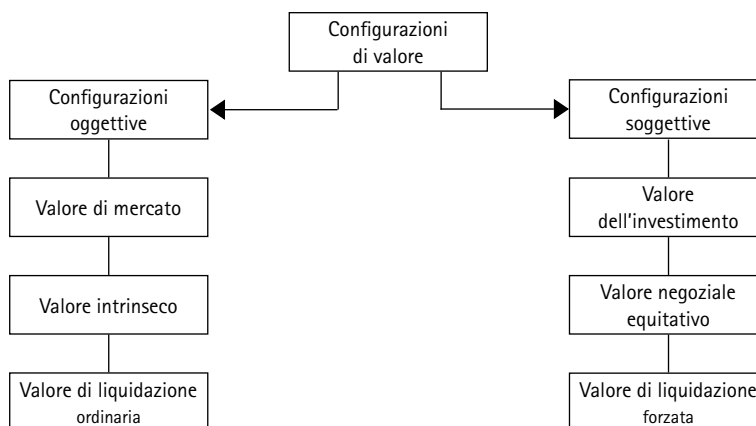
14 Per ulteriori dettagli, Guatri L. "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Milano, 1998, p. 29 ss.

Con riferimento al concetto di valore, il **principio I.6.10** propone una distinzione tra **valori "oggettivi"** e **valori "soggettivi"**, a seconda che siano espressione di valori per il "mercato" i primi, o per determinati "soggetti" gli altri. Ne consegue che le configurazioni di valori oggettivi rivelano il valore dell'attività in sé, a prescindere dai soggetti interessati alla medesima, mentre le configurazioni di

valore soggettivo, sono formulate considerando il soggetto destinatario.

Partendo dalla distinzione tra valori oggettivi e soggettivi, secondo le premesse sopra esposte, di seguito si evidenziano le differenti configurazioni di valore.

Il **valore di mercato (principio I.6.3)** è rappresentato dal prezzo a cui un'attività reale o finanziaria o una passività potrebbe essere



commercializzata sul mercato tra soggetti indipendenti e ben informati. In sostanza è il prezzo a cui il venditore vorrebbe vendere e l'acquirente acquistare in relazione alle potenzialità insite nell'attività reale o finanziaria a prescindere dall'uso che dell'attività stessa se ne sta facendo. Il valore di mercato non certifica la razionalità dei prezzi che scaturiscono dall'incontro della domanda e dell'offerta, in quanto non è potenzialmente garantita la partecipazione di un gruppo di acquirenti e venditori numericamente adeguata, tali da assicurare una certa indipendenza nelle contrattazioni, così come non è certa l'adeguatezza e la completezza delle informazioni sulla scorta delle quali viene definito il valore di mercato/prezzo. Pertanto, il valore di mercato è comunque frutto di stime.

Il **valore dell'investimento (principio I.6.4)** esprime il beneficio offerto al soggetto titolare dell'attività reale o finanziaria. Si tratta di un valore soggettivo che non è tale solo in relazione ai caratteri intrinseci dell'attività,

ma anche in funzione del soggetto che la detiene sia con finalità operative che di mero investimento.

Il **valore negoziale equitativo (principio I.6.5)** è rappresentativo del prezzo concordato tra più soggetti identificati, sia dal lato della domanda che dell'offerta. Si tratta di soggetti adeguatamente e regolarmente informati. Il valore equitativo presuppone che nella sua determinazione vengano rispettati gli interessi delle parti, da cui la quantificazione di un valore congruo. Pertanto, a differenza del valore di mercato, in cui non è garantita la corretta informativa, c'è da evidenziare il "vantaggio informativo" di cui tutti i partecipanti, a prescindere dalla loro posizione, possono beneficiare.

Il **valore convenzionale (principio I.6.6)** scaturisce dall'applicazione di criteri richiamati in particolari leggi, di tipo civilistico o tributario, e/o regolamenti, e/o principi contabili, ovvero da contratti. Pertanto, esso rappresenta un valore determinato nel rispetto di leggi e regolamenti principalmente di natura contabile.

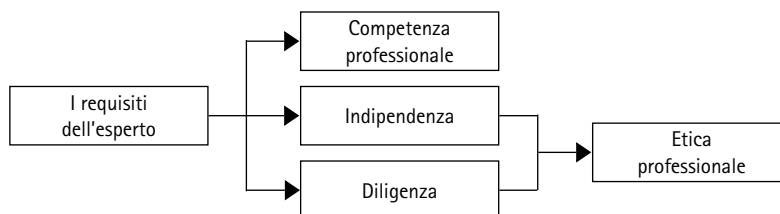
Il **valore di smobilizzo (principio I.6.7)** è il prezzo che viene definito a chiusura dell'investimento, in ambiti non ordinari. Ne sono un esempio il prezzo di una cauzione che è formulato *ex ante* o il prezzo di liquidazione (ordinaria e non) definito a posteriori.

Il **valore intrinseco (o fondamentale) (principio I.6.8)** è particolarmente utilizzabile nelle valutazioni che interessano aziende nella loro interezza, nonché per la valutazione di partecipazioni azionarie, di strumenti finanziari e di beni immateriali. Il valore intrinseco è tipico nelle valutazioni che richiedono la determinazione della redditività futura dell'impresa, considerando il rischio connesso alla medesima attività, ovvero la crescita che l'attività sarà in grado di esprimere nel futuro più prossimo. Poiché non rappresenta un valore di scambio alla data di riferimento della valutazione, il valore intrinseco non considera premi o sconti di maggioranza o minoranza. Esso è il valore recuperabile tramite l'utilizzo dell'investimento senza considerare l'ipotetica cessione.

Il **valore di adempimento (principio I.6.9)** riguarda le sole passività finanziarie ed esprime il valore delle risorse che il debitore deve corrispondere affinché egli adempia alle proprie obbligazioni alla scadenza¹⁵.

IL "PRESUPPOSTO" DELLA COMPETENZA PROFESSIONALE NEL VALORE D'AZIENDA E L'INCARICO PROFESSIONALE

Il valore di un'attività o di un bene è indubbiamente condizionato dalla persona che effettua la valutazione, nonché dal suo ruolo¹⁶, ovvero dal ruolo di chi è chiamato ad assegnare valore a determinati "oggetti", che, come detto, può assumere molteplici configurazioni. Il rapporto tra il soggetto (valutatore) e l'oggetto (di valutazione) esula da qualunque regola alla base di un atto di scambio fondato su valori oggettivi, diversamente da quanto accade tra il soggetto (acquirente o venditore) e l'oggetto (di acquisto o vendita) in un atto di compravendita in un libero mercato. Con riferimento all'esperto valutatore, l'Organismo Italiano di Valutazione fornisce una serie di indicazioni sia in merito alle competenze professionali e sia in merito ai "requisiti" dell'esperto. Di seguito si riporta uno schema riassuntivo, richiamando i **principali requisiti dell'esperto valutatore**¹⁷.



15 Con riferimento alla valutazione delle passività finanziarie, le altre configurazioni di valori, rappresentate già nel paragrafo, sono: il valore di mercato, il valore negoziale equitativo, il valore convenzionale.

16 A titolo esemplificativo, si pensi, ad esempio, al ruolo di un consulente tecnico di parte, rispetto ad un consulente d'ufficio nominato da un giudice.

17 Il principio I.3.1 recita "Costituiscono imprescindibili requisiti soggettivi dell'esperto valutatore:

- a) il rispetto dell'etica professionale;
- b) l'indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- c) l'oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;
- d) la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo come pure nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente il proprio mandato;
- e) le doti di professionalità e di competenza tecnica richieste, come pure il livello delle conoscenze necessarie allo svolgimento del proprio lavoro.

Il rispetto di tali requisiti soggettivi deve essere dichiarato dall'esperto".

Prerogativa fondamentale per l'attività di valutatore è indubbiamente la **competenza professionale**, senza la quale non si dovrebbe concretizzare l'incarico, o meglio non si dovrebbe accettarlo¹⁸. È quanto viene ribadito con il **principio 1.2** "*La competenza professionale dell'esperto ed i principi di valutazione applicati*", ribadito nei commenti al **principio 1.3.1** in cui si afferma che "*L'esperto non deve accettare incarichi che non possa svolgere con adeguata competenza, preparazione, professionalità e diligenza*". In tal senso, il valutatore deve evidenziare il "cosa" sia in grado di fare, e quali siano i suoi principali ambiti di conoscenza e, quindi, se, ad esempio, ha competenze nel campo delle analisi finanziarie, dell'accesso al credito nei rapporti con le banche, nell'ambito delle valutazioni delle imprese, o nelle operazioni di fusione, scissione, ecc.

Oltre alla competenza, un altro importante requisito è rappresentato dal rispetto dei principi relativi all'**etica professionale**, che sostanzialmente richiama sia la **diligenza** nell'espletamento dell'incarico che la sua **indipendenza**. Si tratta, di comprendere "come" il soggetto valutatore debba procedere qualora decidesse di esprimere un giudizio di valore su determinate attività o su specifici beni¹⁹.

Con riferimento all'etica professionale, l'OIV richiede l'adesione al "*Code of Ethics Principles for Professional Valuers*", dell'IVCS (*International Valuation Standard Council*), o ad altri codici etici purché emanati da organismi professionali di esperti di valutazione.

A tal proposito, di ausilio potrebbe essere il documento del CNDCEC sul "Codice Deontologico della Professione", pubblicato nel dicembre del 2015, in cui vengono ripresi alcuni

concetti base del Codice Etico dell'IVCS, con riferimento a:

- l'**integrità**, con cui si richiama il rispetto delle leggi, norme e regolamenti, nell'espletamento degli incarichi professionali, dimostrando una rettitudine nel perseguimento degli interessi del cliente, piuttosto che solo di quelli personali;
- l'**obiettività**, che deve contrassegnare l'operato del professionista, il quale deve agire senza alcun pregiudizio e/o conflitti di interessi, con l'intento di garantire una sorta di "neutralità" della propria prestazione;
- la **competenza**, che il professionista è tenuto ad acquisire e mantenere nel tempo, per metterla a servizio dell'attività professionale;
- la **riservatezza**, che deve essere garantita evitando la diffusione di informazioni e di notizie che concernono il cliente e le operazioni che si stanno realizzando con il medesimo;
- la **diligenza professionale**, che richiama la qualità della prestazione offerta al cliente. In tal senso, il professionista prima di procedere nell'esercizio del proprio incarico dovrebbe, ad esempio, dedicare il giusto tempo all'analisi della pratica, raccogliere con attenzione la documentazione necessaria, decidere se farsi affiancare o meno da un collaboratore o da un collega esperto rispetto all'attività che si sta ponendo in essere²⁰, ecc.

Un discorso a parte merita il concetto di **indipendenza**.

Volendosi rifare a quanto richiamato nella revisione, che affronta in modo copioso i presupposti dell'indipendenza, si argomenta di "indipendenza mentale" e di "indipendenza formale"²¹, a cui si aggiunge l'"indipendenza di giudizio",

18 Si tratta, infatti di una raccomandazione dell'Organismo Italiano di Valutazione, che può liberamente essere rispettata dal soggetto incaricato. Si ricorda, a tal proposito, che i principi di valutazione non sono norme cogenti.

19 Sulla responsabilità del valutatore, si consulti, tra gli altri, Marcello R., Loia A.M. "La redazione della perizia di stima nella valutazione d'azienda e le responsabilità dell'esperto", in *questa Rivista*, 7-8/2014, p. 98 ss.

20 In questa circostanza si potrebbe ovviare alla criticità espressa dal fatto di non avere le giuste competenze per un'attività specifica in ambito valutativo. Infatti, richiedere un affiancamento da parte del collega esperto potrebbe essere un modo per svolgere l'incarico senza, con ciò, non rispettare quanto indicato nei PIV.

21 Il principio di revisione n. 100 al § 4.2, in merito all'indipendenza recita quanto segue "*L'indipendenza comporta due diversi profili: a) indipendenza mentale, da intendersi come l'atteggiamento intellettuale del Revisore nel considerare solo gli elementi rilevanti per l'esercizio del suo incarico escludendo ogni fattore estraneo;*

propria dei principi di valutazione. L'indipendenza mentale enfatizza un atteggiamento in relazione al quale, nell'esercizio della propria attività, il professionista dovrebbe agire senza alcuna restrizione psicologica, libero, quindi, da qualunque condizionamento.

L'indipendenza formale, dal canto suo, concerne invece l'oggettiva condizione di conflitto di interesse o, più in generale, di incompatibilità in cui si potrebbe trovare il professionista. L'**indipendenza di giudizio**, così come indicato nel principio di **valutazione II.1.4**, si rifà al concetto di neutralità nel comportamento del valutatore, con cui si ribadisce come l'esperto debba operare senza alcun condizionamento economico (*quantum* e modalità di pagamento in funzione del risultato raggiunto)²² ovvero senza perseguire interessi economici diretti ed indiretti (ad esempio, qualora l'esperto riconosca a terzi una remunerazione per l'incarico ricevuto).

Volendo tentare di fare un raffronto tra il revisore e l'esperto valutatore, parlando di **indipendenza mentale**, l'oggettiva difficoltà di ricercare delle affinità è ascrivibile alla posizione di mandante che spesso ricopre l'esperto valutatore (commento lett. 2 del principio di valutazione I.3.1), per cui è fortemente condizionato, nel processo valutativo, dal ruolo del mandatario. Pertanto, fatta eccezione per alcune attività in cui l'esperto è chiamato a svolgere un ruolo *super partes* come, ad esempio, accade nelle controversie di natura giudiziale (si pensi a titolo esemplificativo al ruolo del CTU), oppure in contesti valutativi in cui le parti, di comune accordo, decidono di affidarsi ad un terzo stimatore (ad esempio, la valutazione del patrimonio in fase di re-

cesso da parte di un socio), nelle altre ipotesi è difficile che si possa preservare l'indipendenza mentale nel senso stretto del termine. Ad ogni buon conto, è bene evidenziare come l'"indipendenza mentale" possa acquisire una differente accezione nel processo valutativo, qualora la medesima venisse correlata ad un approccio mentale di tipo creativo-intuitivo, teso alla comprensione delle *performance* aziendali sia nella loro dimensione economico-finanziaria sia secondo una dimensione organizzativa-manageriale.

Si tratta, in sostanza di valutare con attenzione, non solo le determinanti tangibili ovvero quelle intangibili correlate ai diritti sulle risorse immateriali (brevetti, marchi, opere d'ingegno), ma soprattutto quelle attività che non trovano espressione diretta nel bilancio di esercizio, ma che rappresentano il vero volano delle organizzazioni aziendali. Si tratta di valutare variabili quali il capitale intellettuale ed umano aziendale²³. Il capitale umano identifica, nell'azienda, la "ricchezza invisibile", che permea l'intera gestione, dettando i ritmi del concepire e del "fare l'impresa". Nella sostanza, nel capitale umano risiedono le leve competitive inimitabili, quelle che appartengono ad una realtà aziendale in maniera esclusiva, e su cui primariamente si fonda la produzione di redditi futuri.

L'indipendenza mentale, in tal senso, favorirebbe l'allontanamento dagli stereotipi valutativi sulla scorta dei quali le stime devono seguire dei percorsi ormai consolidati, semmai sul "come" lo fanno gli altri, precludendosi la possibilità di sviluppare un processo anche di natura creativo-intuitiva nella determinazio-

b) *indipendenza formale, da intendersi come la condizione oggettiva in base alla quale il Revisore sia riconosciuto indipendente, vale a dire il fatto che il Revisore non debba essere associato a situazioni o circostanze che siano di rilevanza tale da indurre un Terzo Ragionevole e Informato a mettere in dubbio le capacità del Revisore di svolgere l'incarico in modo obiettivo.*

Il Revisore deve porre in essere un processo di monitoraggio che gli consenta la verifica dell'osservanza".

22 In merito al discorso sul valore economico dell'incarico rispetto alla complessità del medesimo, ancora una volta si trova conforto dottrinale nelle aggiornate norme di comportamento del Collegio sindacale delle società non quotate. Nello specifico, sulla scorta delle nuove norme di comportamento pubblicate dal CNDCEC, il 30 settembre 2015, sia consentito il richiamo a Marcello R. "Aggiornati i modelli comportamentali per i sindaci di società non quotate", *Corr. Trib.*, 2015, p. 4239.

23 Tra gli autori che hanno affrontato il tema della valutazione del capitale umano in azienda: Cravera A., Maglione M., Ruggeri R. "La valutazione del capitale intellettuale", ed. Il Sole-24 Ore, Milano, 2001; Ross J., Ross G. "Intellectual capital: navigatine the new business landscape", Macmillan, London, 1997; Turco M. "L'incidenza del patrimonio intellettuale nello sviluppo aziendale. Modelli di analisi", Cacucci, Bari, 2004; Zanda G., Lacchini M., Oricchio G. "La valutazione del capitale umano", Giappichelli, Torino, 1993.

ne della stima finale. Il che non vuol significare non rispettare quanto indicato nei PIV, ma migliorare il processo valutativo che, seppur muovendosi in confini ben precisi, sceglie delle ipotesi e costruisce degli assunti rendendo il giudizio di valore il più possibile (**principio I.3.4**):

- **razionale**, per la costruzione di una valutazione nel rispetto di schemi lineari secondo un'ottica di principi di "razionalità economica";
- **verificabile**, il che vuol significare "attendibilità delle fonti" e "ragionevolezza delle ipotesi", il tutto inquadrato in un percorso logico-matematico. In tal senso, un approccio mentale creativo- intuitivo, migliorerebbe la ricerca di fonti attendibili di natura, non solo economico-finanziaria, ma anche qualitativa-induttiva cui farebbe seguito una scelta di ipotesi di partenza calzanti rispetto all'oggetto della valutazione;
- **coerente**, poiché correla, attraverso la stima di valore, la base informativa con gli obiettivi della valutazione ed i risultati conseguiti;
- **affidabile**, che si realizza attraverso l'obiettività nell'espressione del giudizio di valore, limitando ove possibile la discrezionalità, ovvero la soggettività della stima.

Da un punto di vista di **indipendenza formale**, il richiamo alla deontologia professionale potrebbe rappresentare uno dei presupposti per evitare che l'incarico professionale venga svolto in condizioni in cui potrebbe ravvisarsi un conflitto di interessi tra le parti interessate al processo valutativo. Con ciò, fermo restando le ipotesi di incompatibilità oggettiva e facilmente dimostrabili, si fa rinvio alle indicazioni riportate nel Codice deontologico, in particolare, con riferimento all'accettazione dell'incarico (art. 21), all'esecuzione dell'incarico (art. 22) e rinuncia dell'incarico (art. 23)²⁴. Ma l'indipendenza formale può essere ravvisata anche negli

ostacoli all'esercizio dell'incarico dato dalle limitazioni indicate dal **principio II.3**, con cui si stabilisce che *"Se le limitazioni sono gravi l'esperto deve rinunciare ad esprimere un giudizio/parere finale di valore, motivandone le ragioni. Se invece le limitazioni non sono tali da compromettere l'attendibilità del risultato di stima, l'esperto può rilasciare un giudizio/parere di valore con alcuni richiami di informativa"*. In tal senso l'indipendenza formale è dettata dall'oggettività limitazione a svolgere in modo competente e diligente il proprio incarico.

LA CONDOTTA PROFESSIONALE E I PRINCIPALI ASPETTI DELL'INCARICO

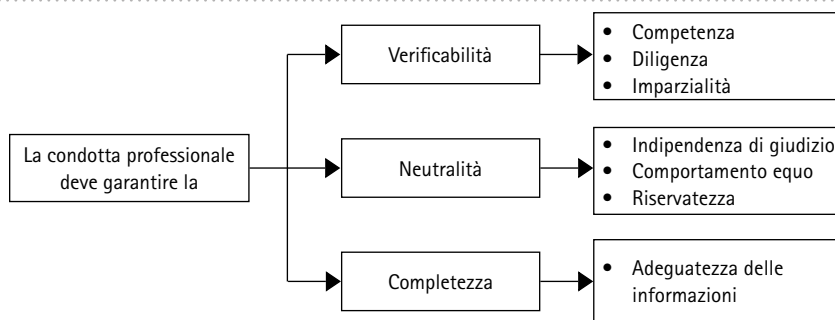
Oltre al concetto di indipendenza, nello svolgimento del proprio incarico, lo stimatore dovrà rispettare una determinata condotta.

In tal senso, il **principio II.1** ribadisce che, affinché si possa considerare la validità del processo di valutazione, è necessario che la **condotta del valutatore sia**:

- **verificabile**, nel senso che un terzo valutatore, adottando i medesimi principi di valutazione, dovrebbe arrivare a risultati "ragionevolmente simili". La verificabilità a sua volta richiama il concetto di competenza, diligenza, imparzialità e chiarezza (**principio II.1.3**)²⁵;
- **neutra**, il che vuol dire assenza o comunque limitazione di *"distorsioni finalizzate ad ottenere risultati predeterminati"*. La neutralità richiede invece, l'indipendenza di giudizio, il comportamento equo ispirato alla riservatezza (**principio II.1.4**);
- **completa**, qualora consideri tutte le informazioni rilevanti al fine di garantire un valore corretto (**principio II.1.5**).

24 A tal proposito si consulti il documento CNDCEC 17.12.2015 "Codice deontologico della professione".

25 Si tratta di concetti già abbondantemente esplicitati nel presente lavoro.



Detto ciò, volendo schematizzare i principali punti da trattare in un qualsiasi incarico correlato al processo valutativo, si avrà che **l'incarico deve essere redatto per iscritto**, con la specifica della **data di conferimento del mandato**. Esso deve inoltre contenere:

1. l'identità dell'esperto valutatore anche se egli agisse per associazioni professionali, imprese ed altro;
2. l'oggetto della valutazione, nonché le finalità per cui è stata effettuata (**principio II.2.4**);
3. il grado di competenza dell'esperto valutatore (**principio II.2.6**);
4. l'indicazione della natura del giudizio che si sta andando ad esprimere (**principio II.2.7**);
5. la configurazione di valore a cui si vuole giungere se, quindi, valore negoziale, convenzionale, ecc. (**principio II.2.8**);
6. la data di riferimento della valutazione (**principio II.2.9**);
7. le modalità con cui si acquisiscono le informazioni alla base della valutazione (**principio II.2.10**);
8. i limiti in relazione ai quali l'esperto si troverà a giustificare le difficoltà di espletamento dell'incarico (**principio II.2.11**);
9. le modalità dell'eventuale pubblicizzazione della valutazione a terzi (**principio II.2.12**);
10. i corrispettivi riconosciuti all'esperto (**principio II.2.13**);
11. i tempi assegnati per portare a conclusione la valutazione (**principio II.2.14**);
12. le eventuali integrazioni o comunque mo-

difiche al mandato originario (**principio II.2.15**).

CONCLUSIONI

In definitiva è possibile asserire che per la salvaguardia di un giudizio di valore "razionale", "verificabile", "coerente" ed "affidabile", è indispensabile la competenza e l'esercizio professionale di chi è chiamato ad esprimere un giudizio di valore di un'attività o di un bene. Il che comporta innanzitutto chiarire cosa debba intendersi per "valutazione" e quali possano essere i processi valutativi o meglio le configurazioni di valore ad essa riconducibili. Ciascuna di quest'ultime configurazioni è sicuramente riferita ad un obiettivo ben preciso e ad una finalità nei risultati finali che si vogliono ottenere. Ciascuna delle configurazioni parte comunque da ipotesi ed assunti che se non attentamente vagliati potrebbero indurre a degli errori banali e non verificabili. In tutto ciò il professionista deve aver chiaro che deve approcciarsi al processo valutativo con professionalità, nel rispetto di un codice etico ben preciso e con delle profonde competenze.

Il processo valutativo, in conclusione, grazie alle indicazioni riportate nei PIV ha assunto una veste ancor più formale, e comunque sostanziale, nella pratica professionale, con l'auspicio che quest'ultima possa caratterizzarsi per essere un'attività all'insegna di una maggiore specializzazione.