

/ Temi  
professionali

---

06

# LA REDAZIONE DELLA PERIZIA DI STIMA NELLA VALUTAZIONE D'AZIENDA E LE RESPONSABILITÀ DELL'ESPERTO



Comprendere la dinamica del valore aziendale può essere utile sia all'imprenditore, al fine di valutare meglio l'effetto delle sue strategie, sia ai terzi i quali devono tutelarsi soprattutto in presenza di operazioni di finanza straordinaria. Nel soddisfacimento di questi interessi non si deve però dimenticare che l'informativa che può ottenersi da una valutazione aziendale è sostanzialmente rappresentata da un parere estimativo che non può, per la sua natura, essere caratterizzato da "certezza". L'obiettivo del presente lavoro è di illustrare e descrivere la procedure necessarie per pianificare correttamente la redazione di perizie di stima valutative, senza trascurare le responsabilità che investono l'esperto.

/ Raffaele MARCELLO \*

/ Anna Maria LOIA \*\*

La valutazione d'azienda è un processo articolato finalizzato alla definizione sintetica del valore aziendale mediante uno o più metodi di stima e necessita di una attenta attività di *due diligence*,<sup>1</sup> dell'analisi del piano aziendale redatto dall'organo amministrativo, della sua coerenza con la strategia e l'andamento del mercato in cui opera l'azienda.

Le caratteristiche e le finalità della valutazione d'azienda possono essere differenti a seconda dell'iniziativa a cui essa si riferisce. L'obiettivo, infatti, varia in relazione al tipo di intervento per cui si rende necessario definirne il valore. Assume una particolare rilevanza

non solo, in operazioni di fusione e acquisizione, di affitto e cessione d'azienda, di cessione di quote (tra cui, per esempio, in caso di recesso del socio), ma anche nell'ambito della pianificazione strategica, ai fini dell'analisi critica di tecniche alternative misurandone l'efficacia in base alla creazione del valore aziendale.

Alle medesime conclusioni si perviene quando oggetto del trasferimento non è l'azienda o un suo ramo, ma una partecipazione al capitale sociale. Infatti, per effetto delle condizioni soggettive di negoziazione, raramente c'è coincidenza tra il prezzo pattuito per una

\* Docente di Economia dei Gruppi e delle Concentrazioni Aziendali nell'Università G. d'Annunzio, Chieti – Pescara. Docente di Economia Aziendale nell'Università Federico II, Napoli. Componente del direttivo dell'Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Dottore Commercialista e Revisore Legale.

\*\* Cultore della materia Economia dei Gruppi e delle Concentrazioni Aziendali nell'Università G. d'Annunzio, Chieti – Pescara. Dottore Commercialista e Revisore Legale.

1 L'attività di *due diligence* permette al professionista (valutatore o perito che sia) di comprendere in dettaglio l'azienda e il suo settore. L'obiettivo è quello di conoscere la società *target*, individuarne i punti di forza e di debolezza e le criticità che potrebbero minare il processo di creazione del valore. Rappresenta, inoltre, un importante strumento di tutela, in quanto permette di ridurre le asimmetrie informative fra le parti, favorendo il raggiungimento di accordi soddisfacenti.

partecipazione e la corrispondente frazione di capitale economico aziendale. Inoltre, il valore della partecipazione è fortemente influenzato anche dalla **"tipologia di partecipazione"** scambiata che può portare all'inclusione nel valore del premio di maggioranza (partecipazione totalitaria) o dello sconto di minoranza (partecipazione non totalitaria).

L'ultima fase del processo valutativo si concretizza nella stima del valore dell'azienda *target* e la successiva stesura della relazione di valutazione, intesa quale traduzione in un documento scritto del processo di stima dell'azienda (ramo o partecipazione).

Ai fini dell'autonomia del presente lavoro appare quindi opportuno, dapprima, riassumere le **principali metodologie** ad oggi sviluppate dalla dottrina e dalla prassi operativa per la determinazione del valore d'impresa (che costituisce la base di partenza per la stima delle partecipazioni al capitale). Così da potersi successivamente soffermare sui **principali aspetti problematici** relativi alle perizie di stima del valore aziendale e delineare i **profili di responsabilità per l'esperto**.

## LA VALUTAZIONE D'AZIENDA E IL PROCESSO VALUTATIVO

Il tema della valutazione d'azienda è stato af-

frontato, più volte, attraverso l'individuazione di soluzioni alternative aventi tutte lo stesso obiettivo: ridurre cioè la soggettività e l'arbitrarietà della stima, senza però trattare le questioni generali ad esso collegati. La prospettiva da cui si osserva questo *unicum*, infatti, rischia di generare solo posizioni, anche autorevoli, ma pochi rimedi.<sup>2</sup>

Dovrà, pertanto, essere assicurata un'**adeguata analisi del modello prescelto** e dei **parametri** posti alla base della determinazione del valore. Infatti, solo una descrizione chiara permetterà di conoscere il processo di valutazione delineato e consentirà di individuare il grado di parzialità e di discrezionalità utilizzato dall'estimatore.<sup>3</sup>

Un elemento ulteriore, sotto l'aspetto valutativo, è quello di determinare un **valore generale**, razionale e dimostrabile, nel senso che esso sia astratto dalle situazioni specifiche dei soggetti interessati alla misurazione e sia determinato sulla base di elementi logici e comprovabili.<sup>4</sup>

Rispetto all'obiettivo che ci si prefigge, un problema si pone anche allorché debba scegliersi se orientare il giudizio di valore sull'azienda considerata nella sua autonomia operativa (*stand alone*), senza tener conto delle potenzialità latenti e delle possibili sinergie che altri imprenditori potrebbero alimentare con le loro scelte strategiche, o se, invece, considerarle.<sup>5</sup>

Ne origina che, nonostante venga adottata la

2 Al fine di risultare efficace, la valutazione deve rispondere a quattro "regole base": deve dimostrare la cognizione dell'azienda, dei mercati e dei settori nei quali essa opera; deve provare la conoscenza dei mercati finanziari; deve essere la fedele interprete del processo valutativo; deve fornire una rappresentazione convincente: cioè ordinata, documentata, comprensibile del lavoro professionale svolto e delle conclusioni cui esso è pervenuto. Cfr. Guatri L., Bini M. "Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Milano 2005, p. 1017. Si consultino anche: Panato A.A. "La valutazione d'azienda nelle operazioni straordinarie", Milano 2008, p. 285; AA.VV. "Le relazioni dell'esperto nelle operazioni societarie e fiscali", Torino 2008, p. 124.

3 Negli Stati Uniti le associazioni professionali giungono a spiegare con rigore le regole che vanno seguite nella definizione dei contenuti e nei principi cui debbono ispirarsi le stime (*business valuation standards*).

4 Parte della dottrina contrappone il valore generale al valore soggettivo. Il primo è quello che prescinde dagli effetti contingenti della domanda e dell'offerta e dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione, ed in particolare delle forze contrattuali che le parti esprimono. Il secondo, invece, rappresenta il valore di un'azienda nella prospettiva dell'utilità della sua acquisizione o cessazione da parte di uno specifico soggetto. Per una precisa definizione di valore generale può qui ricordarsi Guatri L. "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Milano 1998, pag. 41; Caramiello C. "La valutazione dell'azienda", Giuffrè, Milano 1993, p. 22; Viel J., Bredt O., Renard M. "La valutazione delle aziende", Milano 1973, p. 8. Per la definizione di valore dimostrabile cfr. Guatri L. "Trattato sulla valutazione delle aziende", cit., p. 42.

5 Cfr. Cavalieri E. "Il valore economico del capitale d'impresa", *Riv. It. Rag. Ec. Az.*, 1-2, 2002, p. 48. L'autore nel suo pregevole contributo precisa ulteriormente che: "[...] sembra logico pensare che la logica valutativa *stand alone* non sia la soluzione migliore in ogni caso. Occorre, infatti, stabilire se un'operazione di valutazione viene posta in essere per definire il valore nell'ottica

soluzione ritenuta più adeguata al caso specifico, con particolare riguardo al settore di riferimento dell'azienda,<sup>6</sup> alla sua redditività e alla dinamica di sviluppo dell'impresa, la stima sarà verosimilmente caratterizzata da una spessa patina di soggettività ed arbitrarietà per effetto dell'utilizzo di fattori non determinabili in maniera obiettiva. In tale circostanza emerge, peraltro, la necessità che debba preferirsi una metodologia di valutazione in grado di evitare, o quanto meno circoscrivere il più possibile, comportamenti discrezionali nella determinazione del valore economico dell'azienda.<sup>7</sup> Come già accennato, un altro fattore da considerare ai fini della **stima del valore di una partecipazione** al capitale è legato alla **tipologia** della stessa, in quanto se **totalitaria** genera un valore pari a tutto il valore dell'azienda; in caso contrario, la valutazione richiede un passaggio ulteriore: prima si valuta l'azienda globalmente considerata; il valore così stimato rappresenterà la base su cui poi stimare il valore della partecipazione non totalitaria. A tale determinazione, può giungersi attraverso due differenti approcci. La partecipazione non totalitaria ha valore proporzionale alla percentuale che si possiede e quindi basterà applicare al valore economi-

co stimato per l'intera azienda la percentuale di possesso.

La seconda circostanza richiede, invece, di distinguere se la **partecipazione non totalitaria è di controllo o meno**. Nel primo caso si ritiene che il suo valore sia proporzionalmente superiore rispetto alla corrispondente percentuale del capitale economico dell'azienda. Diversamente, il valore è proporzionalmente inferiore rispetto alla corrispondente percentuale del valore economico. A tali condizioni, dunque, nella valutazione di partecipazioni di controllo deve applicarsi un **premio di maggioranza o di controllo**,<sup>8</sup> mentre per quelle di minoranza va impiegato uno **sconto di minoranza** per ridotti poteri e/o uno sconto di liquidità per assenza di mercato (*lack of marketability*).<sup>9</sup>

Parimenti, la partecipazione al capitale di una società potrebbe costituire un investimento non prontamente e convenientemente liquidabile per carenza di potenziali acquirenti. Di tal ché, si dovrebbe tenere anche conto – ai fini della determinazione del valore economico della partecipazione – in quanto "condizionale" che penalizza la posizione dell'investitore e giustifica, per i suoi effetti, l'applicazione di uno **sconto cosiddetto di liquidità**.<sup>10</sup>

---

*dell'attuale imprenditore (che ha saputo realizzare determinati flussi di reddito, acquisire un definito posizionamento strategico e che dispone di conoscenze e relazioni individuabili da un'accurata analisi), oppure nell'ottica di un potenziale compratore (che quelle stesse potenzialità e risorse utilizzerebbe in altro modo, con altre competenze ed aperture operative, facendo lievitare anche le potenzialità latenti e realizzando differenti risultati). Appare evidente che non ci può essere un sola risposta*".

- 6 Il termine azienda viene utilizzato in questo scritto nella sua accezione economica, non giuridica, ed impiegato come sinonimo di impresa.
- 7 Ciononostante permangono le incertezze in quanto "[...] nessuna metodologia di stima di per sé è in grado di assicurare tutti i requisiti sopra menzionati; non esiste, quindi, una metodologia migliore delle altre a prescindere dal caso obiettivo. È necessaria un'analisi dei fini a cui la valutazione è rivolta, della situazione oggetto di stima, delle informazioni disponibili o acquisibili [...]. La non coerenza tra metodi e scopi può portare a valutazioni di aziende fuorvianti". Si consulti, in proposito, il Documento dell'UGDCEC di Roma "Valutazione d'azienda. Un focus su assets strategici e gruppi di imprese", a cura della Commissione di Consulenza Aziendale dell'UGDCEC di Roma, luglio 2010, in *Banca Dati Eutekne*.
- 8 La stima del premio di maggioranza deve avvenire sulla base della prassi derivante da rilevanti e sistematiche negoziazioni di pacchetti di società confrontabili (indicazioni di carattere empirico). Di norma l'entità del premio di controllo è inversamente correlata alla dimensione del pacchetto azionario.
- 9 Gli ulteriori approfondimenti in merito alle circostanze in cui gli sconti di minoranza e di liquidità si giustificano, sono stati affrontati, tra gli altri, da Onesti T. "Sconti di minoranza e sconti di liquidità. Ridotti poteri e mancanza di mercato nella valutazione delle partecipazioni", Cedam, Padova, 2002, p. 63; Colombo G.E. "La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione", *Riv. Società*, 1978, p. 1443; Di Stefano G. "L'utile di controllo e premio di maggioranza nelle imprese societarie", *Studi e Informazioni, Banca Toscana*, 4, 1986, p. 95; Massari M., Zanetti L. "Valutazione finanziaria", Milano 2004, p. 360; Musaio A. "Valore «intrinseco» e valore «soggettivo» delle partecipazioni", *Riv. It. Rag. Ec. Az.*, 5-6, 1995, p. 264; Coronella S. "Premi di maggioranza e sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: un approccio empirico", *Riv. Dott. Comm.*, 1, 2010, p. 99.
- 10 È pur vero che spesso tale sconto viene determinato in modo implicito nell'ambito del processo negoziale piuttosto che estrinsecato come componente autonoma della valutazione.

In questa logica, per la quantificazione di tale ultimo valore, laddove sia richiesta – piuttosto che ad algoritmi quantitativi – si ricorre a strategie empiriche, posto che la possibilità di determinare il premio di liquidità è condizionata da diverse restrizioni e forzature. Tuttavia, nella circostanza (con riferimento alla determinazione del valore "pro quota" del capitale economico aziendale) dovranno essere sempre considerati i seguenti due aspetti:

1. la dimensione relativa della partecipazione oggetto di valutazione;
2. le modalità di rimborso della stessa.

## I MODELLI E LE FORMULE VALUTATIVE

Definito lo scopo della valutazione e l'oggetto da valutare si deve far fronte alla singola fattispecie valutativa, dal momento che non è proponibile, per ogni situazione, lo stesso criterio applicativo. Tutto ciò considerato, nel tempo la dottrina ha elaborato una pluralità di metodi disponibili per la valutazione.

La prima distinzione da farsi è fra **metodi di valutazione diretti** (o sintetici) e **metodi di valutazione indiretti** (o analitici).

I primi fanno riferimento ai prezzi di mercato dei titoli dell'azienda da valutare o di aziende ad essa comparabili per dimensioni e caratteristiche, transazioni comparabili o altri parametri. Si tratta quindi di metodi empirici, basati su indicatori dedotti dal mercato o dall'esperienza.

I **metodi di mercato** (o anche metodi dei multipli) si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo derivante dagli scambi simili avvenuti nel recente passato e sono di norma applicati mediante l'utilizzo dei seguenti procedimenti:

- **metodi di borsa** (consistenti nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello attribuito dal mercato borsistico);
- **metodi delle transazioni comparabili** (conferenti all'azienda un valore pari ai prezzi realizzati in transazioni recenti, aventi per oggetto aziende similari);
- **altri metodi empirici** (basati sull'applicazione di appositi coefficienti a grandezze che mutano di caso in caso, ad es. multipli di fatturato per l'industria, raccolta da clienti per le banche, volume dei premi per le assicurazioni, ecc.);
- **regole del pollice** (quali strumenti di quantificazione del valore dell'azienda ispirato dal mercato, basato su regole consuetudinarie utilizzate per offrire un rapido risultato sintetico di valore. Trattasi chiaramente di risultati "grezzi", non fondati da un punto di vista scientifico, ma pur sempre utili per verificare il *range* di valori quantificato con le metodologie assolute).

Al contrario dei metodi diretti, i metodi indiretti, invece, si basano su **stime e grandezze stock e grandezze flusso o miste** (flusso/stock).

A mero titolo indicativo e di esempio, si ricordano i metodi valutativi indiretti principali e più spesso impiegati:

- **metodi patrimoniali** (semplice e complesso);
- **metodi reddituali**;
- **metodi finanziari**;
- **metodi misti**.

Spesso si utilizzano due o più tra i metodi indicati, confrontandone poi i risultati ed eventualmente determinando il valore attraverso una **media ponderata** degli stessi.<sup>11</sup>

Dovranno, comunque, essere scelti il metodo o i metodi che siano ritenuti più confacenti alla tipologia, alla dimensione, al settore di appartenenza ed alle dinamiche di sviluppo dell'impresa esaminata, ed idonei a fornire i risultati più attendibili.

Coerentemente con queste prime riflessioni, si

11 Di norma un metodo principale può essere fiancheggiato da altri metodi che assumono funzione di controllo, i cui risultati possono suggerire una "[...] *rivisitazione critica della valutazione conseguita mediante l'uso del metodo principale*". Cfr. Cattaneo M. "Principi di valutazione del capitale d'impresa", Il Mulino, Bologna, 1998.

procede ad una disamina delle principali caratteristiche dei metodi di valutazione adottati e per meglio sottolineare quanto affermato dalla prassi e condiviso dalla dottrina.

### IL METODO DEI MULTIPLI

Recentemente, nella pratica si stanno diffondendo le metodologie dei multipli, in quanto criteri di applicazione facile e pratica. Essi sono basati sull'individuazione di un indice reddituale dell'azienda oggetto di valutazione (indicatori di *performance*, quali fatturato, margine operativo lordo, utile netto, ecc.), il quale viene poi moltiplicato un certo numero di volte, tramite un valore denominato moltiplicatore (o multiplo) estrapolato dall'osservazione del mercato e dei prezzi correlati ad aziende omogenee per tipo di attività e mercato. Al valore così ottenuto viene poi sottratto l'indebitamento finanziario netto o sommata la posizione finanziaria netta attiva.

I metodi dei multipli stanno assumendo grande rilievo, grazie anche al frequente utilizzo dei criteri di comparazione di mercato (c.d. *comparables*), definiti anche come metodi dei "prezzi probabili", consistenti in valutazioni sintetiche, non analitiche, che non traggono spunto da indicatori di *performance* dell'azienda, ma semplicemente dai prezzi di negoziazione dedotti dalle osservazioni di mercato, per contrattazioni qualitativamente e quantitativamente omogenee, cioè paragonabili, dalle quali si ricavano indicatori di prezzo da applicare all'azienda oggetto di stima.<sup>12</sup>

### IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale fonda la stima del capitale economico dell'impresa sul principio di valutazione analitica a valori correnti dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio (valore di mercato o costo di sostituzione): il risultato di sintesi è denominato "patrimonio netto rettificato". Le valutazioni condotte con il metodo patrimoniale (semplice) stimano il capitale economico dell'impresa operando un'analisi degli elementi patrimoniali attivi a passivi partendo dal valore a cui sono iscritti in bilancio (*book value*) alla data della "negoziazione" della rilevazione contabile sistematica.<sup>13</sup> Se tale data si colloca alla chiusura dell'esercizio, il documento di sintesi da cui è tratto il capitale netto contabile è rappresentato dalla situazione patrimoniale che fa parte del bilancio annuale; in caso contrario si prenderà in considerazione una situazione patrimoniale infra-annuale, appositamente costruita.<sup>14</sup>

Si inizia, solitamente con la rettifica degli elementi attivi e passivi evidenziati dalla situazione patrimoniale di partenza, volta a verificare in via preliminare la sostanziale correttezza delle singole poste. Per poi procedere alla neutralizzazione di politiche di bilancio eventualmente adottate per varie finalità: contenimento dell'imposizione fiscale, politiche di dividendi, adozione di criteri eccessivamente prudentiali o, al contrario, ottimistici nella valutazione dei rischi, alterazioni varie (omissione involontaria di fondi rischi specifici, ecc.).

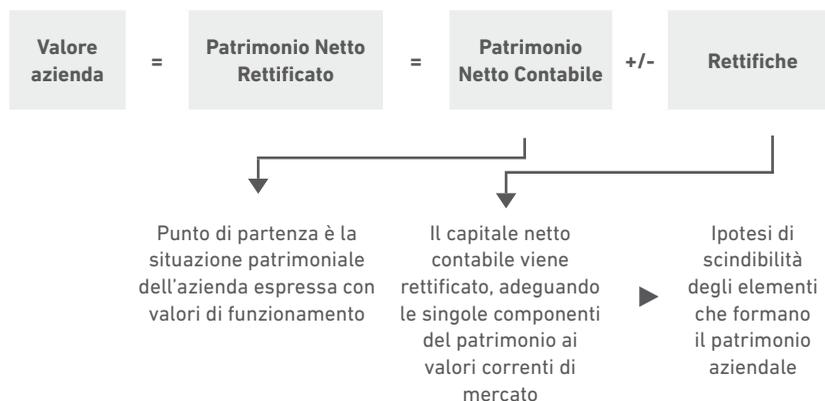
---

12 Si tratta di applicazioni la cui funzione dovrebbe essere di mero controllo di valutazioni desunte con metodi "tradizionali", ma che stanno tuttavia assumendo sempre più assiduo uso da parte di *merchant bank* e banche di investimento, al punto da venire sovente impiegate quali veri e propri parametri di riferimento.

13 Cfr. Paganelli O. "Valutazione delle aziende", UTET, Torino, 1990, p. 13.

14 Si tratta in concreto di "formare" un bilancio infrannuale di tipo ordinario, redatto con i medesimi criteri valevoli per il bilancio d'esercizio. Al riguardo, sul piano accademico il dibattito che si è sviluppato è molto intenso e si ritrovano, benché non frequenti, tesi che negano la validità teorica di questa impostazione. Precedentemente costituivano un valido ausilio per la presentazione e la redazione dei bilanci intermedi le "indicazioni sovvenzionali" rinvenibili nel Documento OIC n. 30 dei principi contabili italiani sui bilanci intermedi, modificato poi dall'OIC in data 6.4.2006, in relazione alla riforma del diritto societario.

## IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE



$$W = PN + R * (1-t)$$

dove:

**W** = Valore azienda

**PN** = Patrimonio Netto

**R** = Rettifiche

**t** = Tasse

Il secondo ordine di elaborazioni prevede la riespressione a valori correnti di sostituzione degli elementi patrimoniali attivi e passivi desunti dalle riflessioni precedenti, passando da valori di "funzionamento" ai corrispondenti analitici "valori di cessione".

Con il metodo patrimoniale (complesso), pertanto, si valorizzano anche i beni immateriali

non contabilizzati, ma dotati di un effettivo o supposto valore di mercato. Si tratta di ampliare gli elementi oggetto di valutazione considerando tutte le risorse che indipendentemente dalle relative modalità di acquisizione, contribuiscono a definire i beni a disposizione dell'azienda e in grado di influenzarne le potenzialità gestionali.

## IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

<b>W</b>	=	<b>Patrimonio Netto Rettificato</b>	=	<b>Patrimonio Netto Contabile</b>	+/-	<b>Rettifiche di mercato</b>	+	<b>Rettifiche intangibles</b>
----------	---	---	---	---	-----	----------------------------------	---	-----------------------------------

I metodi patrimoniali sono spesso applicati nella pratica, in quanto prospettano valori provvisti di maggiore certezza e obiettività e soggetti ad un agevole controllo sul piano teo-

rico.<sup>15</sup> Sono, però, oggetto di numerose critiche posto che offrono una visione disaggregata e statica dell'azienda.<sup>16</sup> Il valore dell'azienda è fondato su tutto ciò di cui essa dispone ad un

15 Esistono, infatti, ampie convergenze in dottrina nel ritenere che "[...] in linea di massima i metodi patrimoniali tendono a determinare l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di struttura patrimoniale (elementi attivi e passivi) perfettamente identica (in tutte le sue caratteristiche) a quella cui si riferisce la valutazione". Così, Paganelli O., cit., p. 12.

16 I noti limiti delle stime patrimoniali hanno suggerito ad alcuni autori di definirli non veri e propri "metodi", ma solo procedimenti di indagine idonei a fornire una "informazione patrimoniale", peraltro, ad avviso di chi scrive, ritenuta obbligatoria in taluni casi in cui è richiesto un raccordo contabile. Propugna tale tesi Potito L. "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Giappichelli, Torino 2009, p. 52.

certo tempo, piuttosto che sulla sua capacità di generare risorse, mentre è risaputo che il valore del capitale e, quindi, dell'azienda è funzione dei flussi attesi. Ciononostante se si vuole evitare di pervenire a una grandezza di patrimonio priva di fondamento economico, sarà opportuno quanto meno "verificare" l'attitudine futura della stessa a remunerarlo, prendendo in considerazione, se del caso, anche gli elementi immateriali il cui valore si determina spesso sulla base del loro contributo alla redditività aziendale.

### IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale tiene invece conto delle prospettive reddituali e dei potenziali incrementi dovuti a presumibili flussi di redditi, che l'azienda (anche) in funzione del reddito è in grado di generare, con riferimento ad un determinato arco temporale. Sul piano più strettamente pratico occorre evi-

denziare, in via generale, che i metodi reddituali esprimono il valore dell'azienda in funzione del valore attuale dei redditi medi normali attesi; hanno una minore fondatezza metodologica rispetto ai metodi finanziari, ma presentano difficoltà più contenute di previsione e soddisfano pienamente il requisito della generalità e dell'obiettività.<sup>17</sup>

La "configurazione di base" del calcolo reddituale, assai lineare, incontra ostacoli che potrebbero comportare, nella maggior parte dei casi, il rischio di commettere molti errori di previsione quali ad esempio la fissazione dell'orizzonte temporale da assumere ai fini della stima e la prevedibilità dei flussi di reddito.<sup>18</sup> È forse superfluo osservare come le variabili di cui si discute siano fra di loro inversamente correlate, essendo evidente che, al crescere dell'orizzonte temporale, l'attendibilità delle previsioni formulate sui flussi diminuisce.

A seconda delle ipotesi in ordine al periodo in cui si manifestano i futuri flussi di reddito, si distinguono in:

▼	▼								
Metodo Reddituale Semplice	Metodo Reddituale Complesso								
$W = \frac{R}{i}$	<table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td style="text-align: center;">Valutazione esplicita</td> <td style="text-align: center;">Valutazione residua</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;"> <math display="block">\sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t}</math> </td> <td style="text-align: center;"> <math display="block">\frac{\overline{R}}{i} * (1+i)^{-n}</math> perpetuo                 </td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">oppure</td> <td style="text-align: center;"> <math display="block">\frac{\overline{R}}{(i-g)} * (1+i)^{-n}</math> perpetuo con crescita                 </td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">oppure</td> <td style="text-align: center;"> <math display="block">\overline{Ra}_{p-i} * (1+i)^{-n}</math> limitato                 </td> </tr> </table>	Valutazione esplicita	Valutazione residua	$\sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t}$	$\frac{\overline{R}}{i} * (1+i)^{-n}$ perpetuo	oppure	$\frac{\overline{R}}{(i-g)} * (1+i)^{-n}$ perpetuo con crescita	oppure	$\overline{Ra}_{p-i} * (1+i)^{-n}$ limitato
Valutazione esplicita	Valutazione residua								
$\sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t}$	$\frac{\overline{R}}{i} * (1+i)^{-n}$ perpetuo								
oppure	$\frac{\overline{R}}{(i-g)} * (1+i)^{-n}$ perpetuo con crescita								
oppure	$\overline{Ra}_{p-i} * (1+i)^{-n}$ limitato								
<p>In cui si calcola il valore attuale di una rendita perpetua, per cui:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- i <b>flussi di reddito</b> annui sono <b>costanti</b></li> <li>- il <b>tempo</b> è <b>illimitato</b></li> </ul>	<p>In cui il valore dell'azienda è dato dalla somma dei valori stimati:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- in un periodo limitato con valutazione esplicita</li> <li>- da un ulteriore periodo definito o indefinito</li> </ul>								

17 Le critiche che più spesso si trovano negli autori contrari all'utilizzo del reddito nei processi di valutazione derivano sia dalla sfiducia verso la contabilità, posto che è opinione diffusa che in molti casi "[...] i redattori dei bilanci siano più impegnati in operazioni di «cosmesi» degli stessi, piuttosto che in un serio tentativo di rendere un quadro fedele della situazione patrimoniale e reddituale dell'impresa", sia dall' "[...] idea che non si possono utilizzare dati derivanti dal bilancio storico, in quanto la valutazione dell'azienda deve guardare al futuro e alle sue capacità prospettiche di rivelarsi un buon investimento". Per queste asserzioni si rimanda a Badia F. "Metodi finanziari e reddituali: un'analisi comparata incentrata sul significato e la valenza informativa delle loro grandezze di riferimento", *Riv. It. Rag. Ec. Az.*, 11-12, 2003, p. 575.

18 Per questi motivi i metodi reddituali trovano applicazione efficace in presenza di aziende con trend reddituali stimabili con sufficiente affidabilità e con contenuti patrimoniali relativamente modesti.

La relazione dunque prevede la determinazione di **due variabili**: il reddito medio normale atteso e il tasso di capitalizzazione.

### **Il reddito medio normale atteso**

La misura del reddito da assumere nel calcolo intende esprimere, prescindendo da situazioni contingenti momentanee, la stabile capacità dell'azienda di produrre reddito almeno nel breve termine. Pertanto, dovrà farsi riferimento ai risultati passati qualora essi siano adeguatamente espressivi anche dei successivi andamenti economici. In tale fase si procede ad isolare le componenti reddituali, non ordinarie e non caratteristiche, che abbiano potuto influenzare in modo significativo la misura dei risultati.

Tuttavia, affinché i dati storici possano costituire la base per formulare previsioni in funzione dell'andamento di taluni fattori rilevanti della gestione suscettibili di modificare in futuro i risultati economici, gli stessi vanno inquadrati nel contesto esterno, ambientale e di mercato, nel quale l'attività è svolta tenendo conto degli obiettivi e dei programmi di azione assunti nell'orizzonte temporale considerato.<sup>19</sup>

Per quanto detto, la determinazione del reddito medio atteso,<sup>20</sup> fermo restando tutte le tecniche offerte dalla dottrina economico-aziendale e dalla prassi professionale, in considerazione della specificità della valutazione e con l'obiettivo di ridurre il livello di soggettività della stima, potrebbe essere

utilmente effettuata sulla base dei dati storici aziendali.<sup>21</sup>

La proiezione di tali elementi potrebbe essere compiuta sulla base di una media aritmetica, semplice o ponderata, per tenere maggiormente conto dei risultati degli ultimi anni, oppure potrebbe essere realizzata impiegando tecniche di estrapolazione del *trend* storico mediante differenti tipologie di analisi statistica.

### **Il tasso di capitalizzazione**

Il tasso di capitalizzazione consente di riportare il reddito medio normale ottenuto all'entità del capitale. La sua determinazione presenta difficoltà ancora maggiori di quella del flusso reddituale, essendo i riferimenti per la sua stima ancora più incerti.

Esso deve essere fissato individuando un "tasso opportunità", cioè un dato che esprime, in linea di principio, la redditività che le aziende operanti nello stesso settore, aventi caratteristiche simili alla società da valutare dovrebbero assicurare agli investitori in considerazione del livello di rischio cui sono sottoposti.<sup>22</sup>

I metodi reddituali si fanno apprezzare per la fondatezza dei criteri generali assunti a base della valutazione in quanto l'azienda, oggetto di stima, viene valutata in funzione della sua capacità di produrre redditi.

I maggiori limiti dei metodi reddituali che vanno adeguatamente ponderati in sede di valutazione finale, risiedono comunque nelle incertezze e difficoltà della stima del reddi-

19 Potito L., cit., p. 37.

20 Spesso denominato anche reddito prospettico o, secondo le varie espressioni correnti nella pratica, reddito previsto, programmato o sperato. Cfr. Caramiello C., cit., p. 47, il quale scrive: "in genere si tratta del reddito medio presunto futuro che si pensa di poter ritrarre, per un determinato tempo, dal capitale aziendale. La sua durata viene considerata, di norma, illimitata: poiché la vita aziendale è, in genere, almeno in linea teorica, indefinita nel tempo".

21 È ovvio che i dati storici potrebbero non essere confermati in futuro, ma la semplificazione appare utile per ridurre la soggettività della valutazione. I dati storici potrebbero essere integrati esclusivamente nel caso di comprovati mutamenti nella gestione che facciano prevedere un diverso e sostanziale andamento economico dell'azienda. Difatti, la determinazione del reddito medio normale deve necessariamente includere l'indagine prospettica, estesa ai successivi 3/5 esercizi, auspicando che, per quanto possibile, si possa contare sull'ausilio di *budget* e piani aziendali.

22 Per dirla in altre parole, il tasso di capitalizzazione esprime in generale il rapporto tra reddito e capitale ritenuto congruo per l'investimento in capitale proprio di impresa alla luce delle correnti condizioni di mercato. La scelta del tasso di capitalizzazione costituisce il nodo principale del procedimento valutativo in esame. Piccole differenze nella scelta di tale parametro si riflettono in misura considerevole sul valore di stima ricercato.

to medio-normale prospettico,<sup>23</sup> espressione di durevole redditività del capitale proprio, e del tasso di capitalizzazione, espressione quest'altra del livello corrente delle remunerazioni riconosciute dal mercato dei capitali per investimenti appartenenti alla stessa classe di durata e rischio.<sup>24</sup>

## IL METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario determina, diversamente, il valore del patrimonio aziendale in funzione dell'idoneità a produrre flussi di cassa, attualizzati in base a determinati tassi.<sup>25</sup>

### METODI UNLEVERED

**Si basano sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda** (possessori di azioni ordinarie, di azioni privilegiate, di obbligazioni ordinarie o convertibili, fornitori di capitale di debito)



I flussi di cassa disponibili sono calcolati al **lordo** degli interessi passivi e scontati al WACC

### METODI LEVERED

**Si basano sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti**, scontati ad un tasso (costo dell' $equity=K_e$ ) che ne riflette il grado di rischio



I flussi di cassa sono calcolati al **netto** degli interessi passivi (che ne costituiscono la remunerazione dei creditori)

Si tratta dei metodi di valutazione sicuramente più razionali, nonché dei più aderenti alla formula teorica, rispetto alla quale i dividendi sono sostituiti dai flussi di cassa monetari disponibili e il valore al tempo  $n$  è sostituito dal prezzo di liquidazione. Tuttavia anch'essi presentano limiti in termini di obiettività e dimostrabilità, in quanto connotati da un elevato grado di soggettività. I flussi monetari di cassa futuri sono infatti solo delle stime, basate su valori (quali il fatturato, i costi fissi e diretti, le movimentazioni monetarie, ecc.) difficilmente determinabili e dimostrabili, legati a strategie aziendali ed eventi esterni

difficili da prevedere. Salvo particolari casi specifici (di aziende la cui previsioni future sono prevedibili con un margine di ragionevolezza) gli elementi necessari per il calcolo sono frutto di arbitrarietà e di soggettivismo al punto che il calcolo perde di obiettività. Può essere accettabile la sostituzione dei dividendi erogati dalla società con i flussi monetari di cassa disponibili, ma la sostituzione del valore dell'impresa al tempo  $n$  con il valore di liquidazione è un'alterazione non condivisa dalla dottrina in quanto trattasi di valori notevolmente diversi tra loro, basati su principi e procedure assai differenti.<sup>26</sup>

23 Relativamente all'aspetto della definizione di base, di estremo interesse si rileva la lettura offerta da Badia F., cit., p. 573, il quale ritiene che "[...] la versione più completa (e corretta) di metodo reddituale si viene ad identificare con quella in cui la grandezza di riferimento è costituita dal reddito prospettico, stimato però in conformità ad un processo di normalizzazione del reddito storico. Per reddito normalizzato s'intende un reddito medio rettificato da tutti gli elementi che derivano da situazioni anormali o non ripetibili". Nel complesso quindi tali accorgimenti dovrebbero essere in grado di costituire una base di partenza idonea, tale da superare molte delle critiche (ma non tutte), che i fautori dei metodi finanziari pongono ai metodi reddituali.

24 Cfr. Paganelli O., cit., p. 45.

25 Per un'ampia e approfondita trattazione del metodo finanziario si segnala: Damodaran A. "Manuale di valutazione finanziaria", Milano 1996.

26 I sostenitori di questa impostazione (tra i quali si citano, in particolare, gli operatori di estrazione statunitense e le *merchant bank*) invece, ne affermano la superiorità basandosi sulla convinzione che gli elementi preponderanti per l'investitore sono proprio i flussi di cassa che l'azienda è in grado di produrre e restituire come ritorno dell'investimento. Inoltre, viene sostenuto che per orizzonti temporali molto lunghi, l'attualizzazione del valore di liquidazione e di quello economico al momento della cessione riduce le differenze in valore assoluto a livelli trascurabili.

## I METODI MISTI

Tra i vari metodi di stima elaborati dalla letteratura e dalla prassi un modello alternativo che viene caldeggiato, in quanto sembra contemperare molte esigenze, è quello misto che deriva dalla combinazione di un duplice criterio: il primo, di tipo patrimoniale, fondato su valori-*stock* e il secondo di origine reddituale ancorato, al contrario, alla misurazione di variabili-flusso.

Rientra tra i c.d. metodi misti, quello **patrimoniale-reddituale**, così chiamato in quanto rappresenta una sintesi tra due metodi, appunto, quello patrimoniale e quello reddituale. La formula sintetica del metodo esprime tradizionalmente **W** (valore del capitale economico, cioè il valore ricercato con la stima) come un contemperamento tra il valore patrimoniale rettificato ed il risultato della stima reddituale,

facendo emergere in sostanza un "valore di avviamento", un valore cioè diverso ed ulteriore rispetto ad un approccio patrimoniale, evidentemente limitato in ambito aziendale.<sup>27</sup>

La stima del capitale economico aziendale secondo il metodo misto patrimoniale-reddituale presuppone la scelta tra due differenti metodi di valutazione: il metodo del valore medio e il metodo della stima autonoma dell'avviamento. Il primo dei due definisce il valore del capitale economico in modo estremamente semplice, tanto da renderlo - a volte - eccessivamente approssimativo: si calcola la media aritmetica tra il valore del capitale netto rettificato (**K**) e il valore di capitalizzazione del reddito atteso con la formula della rendita perpetua **R/i**.

La formula matematica è, pertanto, la seguente:

$$W = \frac{(K + R/i)}{2}$$

Tale approccio porta a considerare con estrema cautela la significatività della componente reddituale: ad esempio, il *goodwill* viene stimato per la metà del suo valore, ma anche altre componenti vengono stimate o utilizzate con estremo rigore (valutazioni, tassi, stima del reddito).

Per sopperire ad alcune lacune del metodo medio, si preferisce, talvolta, procedere alla stima autonoma dell'avviamento la cui formula classica prevede l'attualizzazione limitata del sovrareddito medio e si esprime nel modo seguente:

$$W = K + A$$

ovvero

$$W = K + (R - Ki) a \overline{_{n}|i'}$$

in cui:

**K** = Capitale netto rettificato

**R** = Reddito medio prospettico

**i** = Tasso di valutazione normale

**n** = Numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento

**a** = Valore attuale di una rendita predefinita

**i'** = Tasso di attualizzazione

**VANTAGGI:** Valutazione autonoma dell'avviamento, basso grado di incertezza, notevole diffusione, valutazione di valori oggettivi, considerazione della diversità di rischio.

**LIMITI:** Margine di errore possibile nella stima di sovra-reddito, possibilità di errore per l'approssimazione dei tassi.

<sup>27</sup> Esso, pertanto, è poco significativo o inapplicabile per imprese dotate di scarsa redditività e per quelle in perdita sistematica (*badwill*), con riferimento ovviamente alla redditività prospettica. Mentre trovano idonea applicazione nelle operazioni di scissione e di acquisizione, per la capacità di valutare autonomamente sia la componente patrimoniale che quella reddituale e nella valutazione delle aziende industriali che solitamente associano il possesso di beni materiali con la capacità di generare flussi di reddito.

## LE RELAZIONI DI STIMA

A questo punto ci sembra di poter rilevare che le considerazioni espresse, producono non trascurabili effetti sulle modalità di determinazione del valore aziendale la cui fase conclusiva è rappresentata dalla redazione della perizia di stima. Nella prassi professionale esistono diverse tipologie di relazioni in base alla finalità delle stime e alle esigenze di formalizzazione del processo valutativo.

In base al diverso **grado di formalizzazione**, le valutazioni sono distinte in:

- **informali** (quali potrebbero essere quelle volte ad apprezzare l'opportunità di un'acquisizione o di cessione dell'azienda o di un suo ramo);
- **formali** (utili, ad esempio, a supporto di cessioni di partecipazioni tra società correlate);<sup>28</sup>
- **ufficiali** (con carattere vincolante per il richiedente e produttive di effetti giuridici di solito connesse, ad esempio, ad operazioni straordinarie di scorporo, trasformazione, fusione, scissione. Il vincolo è quasi sempre inteso come limite massimo del valore attribuibile all'apporto; per alcune specifiche finalità può essere inteso come determinazione definitiva).<sup>29</sup>

Se nella prima circostanza siamo di fronte ad operazioni per le quali, in alcuni casi, è di fatto la lettura del codice civile a guidare la scelta della metodologia da utilizzare (si pensi alla trasformazione di società di persone in capitali o ai conferimenti, operazioni in cui prevalendo l'ottica prudenziale per garantire i

terzi, spesso si adottano principalmente delle metodologie di matrice patrimoniale o mista), nel secondo caso, invece, trattandosi di perizie commissionate ai fini gestionali, può essere anche l'imprenditore a scegliere l'utilizzo di una metodologia piuttosto che un'altra.<sup>30</sup> In base alla **finalità della stima**, le valutazioni sono distinte in:

- **conoscitive** (con finalità meramente informative, solitamente non sono formalizzate, spesso sono eseguite direttamente dai soggetti interessati, ma possono essere anche commissionate a terzi);
- **cautelative** (formalizzate e prodotte da esperti, comportanti responsabilità in capo a chi le redige, e fonte di conseguenze sul piano economico);
- **vincolanti** (ossia produttive di determinati effetti giuridici in ordine anche a chi non le ha richieste).<sup>31</sup>

Riguardo al contenuto della relazione va osservato che quando la stessa avviene in forma scritta, non esiste una normativa di riferimento. È, tuttavia possibile individuare quale possa essere il contenuto desiderabile ed il contenuto minimale che la stessa dovrebbe possedere per consentire a tutti gli interessati di comprendere il processo valutativo seguito per giungere al risultato finale.

I profili sopra delineati, limitatamente alla fattispecie rappresentata, saranno di seguito esemplificati, con la **redazione di una relazione di stima valutativa** che conduce alla **determinazione del corrispettivo di liquidazione** della partecipazione al capitale sociale di una società per azioni.

28 Tali stime sono talvolta asseverate con giuramento dagli esperti che le hanno eseguite. In tal modo essi assumono, anche di fronte alla legge, determinate responsabilità per gli errori eventualmente commessi. Nella pratica, tuttavia, più del vincolo giuridico-formale conta spesso la capacità professionale e la notorietà degli esperti. Il tema sarà comunque oggetto di approfondimento nel prosieguo.

29 Esempio tipico di questa tipologia di stima è quella redatta da un esperto nominato dall'autorità giudiziaria per la valutazione di complessi aziendali, cioè di aziende o rami d'azienda destinati allo scorporo da una società e all'apporto in un'altra società. In tal caso la stima ufficiale è obbligatoria e i risultati sono vincolanti. Altri esempi sono riportati in Guatri L., Bini M., cit., p. 1009 e ss.

30 Qui è opportuno che il perito faccia indicare nella lettera di incarico la metodologia valutativa scelta dall'imprenditore. Ciò per evitare fraintendimenti e, soprattutto, responsabilità per il perito.

31 Le perizie di stima per i *capital gains* assumono chiaramente la veste di perizie "formali" (tanto che è prevista dalla legge la procedura formale di asseveramento con giuramento da parte del perito) e, dati gli effetti giuridico-fiscali che generano, possono anche qualificarsi come relazioni "ufficiali", con carattere vincolante (per il contribuente) e produttive di effetti giuridici (di tipo fiscale, civile e penale per quanto attiene la responsabilità del perito).

## ESEMPIO DI RELAZIONE DI STIMA VALUTATIVA

L'indagine è riferita ad una  *Holding* (Alfa spa) che ha per oggetto l'attività di assunzione, detenzione e gestione di partecipazioni ed interessenze in altre società, imprese, consorzi e associazioni di qualsiasi genere, sia italiane sia estere, quotate e non quotate. La valutazione è diretta ad accertare il valore della Società, per determinare il  *quantum* di liquidazione delle azioni detenute da un'altra impresa (Beta srl srl). Nella stima si è fatto ricorso ad una metodologia patrimoniale, il cui risultato è stato, quindi, confrontato con una " *rule of thumb*" o regola empirica (metodo dei multipli), che ha confermato la significatività della stima operata.

Sulla base di tale premessa si procede idealmente a suddividere la perizia di stima in tre sezioni:

### 1. PARTE INTRODUTTIVA

- l'oggetto dell'incarico e la finalità della valutazione

#### OGGETTO DELL'INCARICO E FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE

La società Beta srl, con sede in \_\_\_\_\_ alla via \_\_\_\_\_, C.F. \_\_\_\_\_, R.E.A. C.C.I.A.A. di \_\_\_\_\_ n. \_\_\_\_\_, in persona del \_\_\_\_\_, ha conferito al sottoscritto \_\_\_\_\_, nato a \_\_\_\_\_ il \_\_\_\_\_, domiciliato in \_\_\_\_\_, codice fiscale \_\_\_\_\_, iscritto all'Ordine dei Dottori commercialisti ed Esperti Contabili della provincia di \_\_\_\_\_ al n. \_\_\_\_\_, e al Registro dei Revisori Legali n. \_\_\_\_\_, l'incarico di procedere alla valutazione della società Alfa spa (d'ora innanzi Alfa o semplicemente Società), con sede in \_\_\_\_\_, alla Via \_\_\_\_\_, C.F. e P. IVA. \_\_\_\_\_, R.E.A. C.C.I.A.A. di \_\_\_\_\_ n. \_\_\_\_\_, con capitale sociale i.v. pari a € 000/3.901.

La valutazione è diretta ad accertare il valore al 31/12/2013 della Società precedentemente identificata, per determinare il valore di liquidazione delle azioni detenute dalla Beta srl. Quest'ultima è, infatti, titolare di 100.000 azioni corrispondenti al 2,56% del capitale sociale. In considerazione della finalità della valutazione, la stima fa riferimento al valore generale della Società, intendendosi con esso il valore in base al quale essa può essere negoziata tra compratore e venditore, in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione.

Il valore generale non riflette considerazioni di natura soggettiva (sinergie, integrazioni, ecc.), né tantomeno apprezzamenti relativi alla forza contrattuale delle parti in causa. Elementi di questo tipo intervengono, successivamente, nella determinazione del prezzo.

- i documenti e le fonti utilizzate

#### DOCUMENTI E FONTI UTILIZZATE

Nell'esecuzione dell'incarico ci si è basati sui seguenti documenti:

- bilanci della Alfa relativi ai periodi 2010, 2011 e 2012, corredati di Relazione sulla Gestione, Relazione del Collegio Sindacale, Verbale di Assemblea con delibera di approvazione;
- situazione patrimoniale della Alfa al 31/12/2013;
- visura camerale della Alfa alla data del \_\_\_\_\_;
- bilanci delle società partecipate dalla "ALFA" per gli anni 2010-2012 (\_\_\_\_\_);
- documentazione varia.

**DATI AMMINISTRATIVO-CONTABILI  
SITUAZIONE STORICA**

*Nell'Allegato A sono riportati i dati di sintesi dei bilanci della Società, relativi al periodo 2010-2013. Di seguito, vengono commentati gli andamenti delle principali voci.*

*La composizione dell'attivo presenta una prevalenza di immobilizzazioni, rappresentate soprattutto da Partecipazioni.*

*Il livello degli investimenti risulta coerente con le caratteristiche dell'attività, così come la loro composizione. Le immobilizzazioni immateriali sono costituite prevalentemente da Costi Pluriennali.*

*La struttura finanziaria della Società appare solida ed in netto miglioramento rispetto al passato. La posizione finanziaria netta al 31.12.2013 assume un valore positivo, come da tabella a seguire.*

	<b>Anno 2011</b>	<b>Anno 2012</b>	<b>Anno 2013</b>
Posizione Finanziaria Netta	(1.844.234)	(81.743)	854.473

*Nel Passivo prevalgono i debiti a breve termine.*

*Il personale è assente nel 2013 e gli altri oneri, a parte quelli finanziari, sono essenzialmente di tipo generale.*

**ALLEGATO A  
DATI SINTETICI BILANCIO ALFA SPA 2011-2013**

Stato Patrimoniale – Attivo

<b>ATTIVO</b>	<b>Anno 2011</b>	<b>Anno 2012</b>	<b>Anno 2013</b>
A) Crediti v/soci per versamenti ancora dovuti con separata indicazione della parte richiamata	<b>9.619</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
I - Immobilizzazioni immateriali	13	222	172
II - Immobilizzazioni materiali	11	9	6
III - Immobilizzazioni finanziarie	10.702	13.204	15.254
<i>Immobilizzazioni</i>	<b>10.726</b>	<b>13.435</b>	<b>15.432</b>
I - Rimanenze	0	0	0
II - Crediti	404	914	1.438
III - Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	0	0	0
IV - Disponibilità liquide	1	1	50
Ratei/Risconti	26	3	0
<i>Attivo circolante</i>	<b>431</b>	<b>918</b>	<b>1.488</b>
<b>Totale capitale investito</b>	<b>20.775</b>	<b>14.353</b>	<b>16.920</b>

Stato Patrimoniale – Passivo

<b>PASSIVO</b>	<b>Anno 2011</b>	<b>Anno 2012</b>	<b>Anno 2013</b>
I - Capitale	19.975	3.301	3.901
II - Riserva sovrapprezzo azioni	65	297	482
III - Riserve di rivalutazioni	0	0	0
IV - Riserva legale	4	4	4
V - Riserva per azioni proprie in portafoglio	0	0	0
VI - Riserve statutarie	0	0	0
VII - Altre riserve	0	12.172	14.689
VIII Utili (- perdite) portati a nuovo	(594)	(1.364)	(1.813)
IX - Utile (- perdita) dell'esercizio	(770)	(449)	(686)
<b>Totale</b>	<b>18.680</b>	<b>13.961</b>	<b>16.577</b>
B) Fondi per rischi e oneri	0	0	0
C) Trattamento di fine rapporto	0	0	0
D) Debiti	2.075	392	343
E) Ratei e Risconti	20	0	0
<b>Totale finanziamenti</b>	<b>20.775</b>	<b>14.353</b>	<b>16.920</b>

## Conto Economico

<b>CONTO ECONOMICO</b>	<b>Anno 2011</b>	<b>Anno 2012</b>	<b>Anno 2013</b>
Interessi Attivi	22.153	9.226	3.438
Dividendi ed altri Proventi	69.100	210.840	214.700
Commissioni Attive	93.000	178.000	118.000
Profitti da Operazioni Finanziarie			9.444
Altri Proventi di gestione	25.016	4	1.309
Proventi Straordinari	242	4.055	14.409
<i>Componenti Positivi</i>	<b>209.511</b>	<b>402.125</b>	<b>361.300</b>
Interessi Passivi	20.547	77.565	827
Spese Amministrative	377.377	693.607	970.953
Rettifiche Valore su Imm. Immateriali e Materiali	14.596	64.815	59.849
Rettifiche Valore su Crediti e Acc.ti per Garanzie e Impegni	20.947	4.676	
Rettifiche Valore su Imm. Finanziarie	614.029	152.625	
Oneri Straordinari	145	102	15.588
Imposte sul Reddito	(67.906)	(142.336)	
<i>Componenti Negativi</i>	<b>979.735</b>	<b>851.054</b>	<b>1.047.217</b>
<b>Utile (- perdita) dell'esercizio</b>	<b>(770.224)</b>	<b>(448.929)</b>	<b>(685.917)</b>

- gli eventuali soggetti intervenuti nel processo valutativo e le eventuali perizie di terzi

*Sono stati utilizzati, inoltre, documenti e informazioni, di provenienza interna ed esterna, necessari alla valutazione del complesso aziendale, in particolare con riferimento alla situazione patrimoniale della Società. Si è, in particolare, fatto ricorso alle valutazioni compiute dai tecnici incaricati, Dott. \_\_\_\_\_ in data \_\_\_\_\_, per quanto concerne la valutazione \_\_\_\_\_, e del Dott. \_\_\_\_\_ in data \_\_\_\_\_, per quanto concerne la valutazione \_\_\_\_\_.*

- le ipotesi e i limiti dell'incarico e restrizioni all'uso della relazione

### IPOTESI E LIMITI DELL'INCARICO

*La valutazione è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:*

- *la continuità dell'attività aziendale e quindi una gestione senza sostanziali mutamenti di direzione e gestione;*
- *l'utilizzo soprattutto di valori consuntivi ed i valori previsionali utilizzati sono tutti ragionevolmente ipotizzabili;*
- *l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile e i dati ottenuti sono stati oggetto di riscontro laddove questo è stato ritenuto necessario;*
- *l'incarico non prevede lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziali, connesse a problematiche non riportate nei documenti contabili utilizzati per la valutazione;*
- *sono state utilizzate informazioni e documenti economico-finanziari predisposti dalla Società e tali documenti sono stati verificati solo per ragionevolezza. La responsabilità sulla qualità e completezza delle informazioni e dei dati in essi contenuti compete alla Società.*

### RESTRIZIONI ALL'USO DELLA PRESENTE RELAZIONE

*La presente relazione di valutazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo "finalità di valutazione" senza preventiva autorizzazione scritta.*

- la data di riferimento della valutazione<sup>32</sup>

#### DATA DI RIFERIMENTO

*La valutazione svolta si riferisce al 31/12/2013, data prossima a quella della prevista cessione delle azioni detenute. Pertanto, i valori ed i parametri assunti nelle diverse metodologie applicate sono stati determinati in base ai dati ed alle aspettative a quell'epoca presenti.*

- analisi delle caratteristiche aziendali e della struttura societaria

#### CARATTERISTICHE AZIENDALI

*Nel seguito sono sintetizzati alcuni aspetti peculiari della Società, che hanno maggiormente contribuito ad orientare il processo valutativo.*

*La Società, dotata di un capitale sociale i.v. pari a € 000/3.901, è stata costituita nel \_\_\_\_\_, ha sede a \_\_\_\_\_ ed opera nel settore finanziario.*

*La Società ha per oggetto l'attività di assunzione, detenzione e gestione di partecipazioni ed interessenze in altre società, imprese, consorzi e associazioni di qualsiasi genere, sia italiane sia estere, quotate e non quotate. La Società esercita il coordinamento e il controllo organizzativo, commerciale, amministrativo e finanziario delle partecipate, al fine della loro riorganizzazione aziendale e successiva alienazione.*

*La Società può svolgere attività di consulenza, nell'ambito della propria struttura organizzativa, alle imprese partecipate in materia di struttura finanziaria, strategia industriale e questioni connesse, nonché consulenza e servizi nel campo delle concentrazioni aziendali.*

*La Società, in particolare, ha come mission l'acquisto di quote di partecipazione di controllo e non, in piccole e medie aziende industriali, subordinatamente commerciali e/o dei servizi, immobiliari o finanziarie, ed il soddisfacimento dell'esigenza di questa tipologia di imprese di trovare risposte alle domande di crescita, di internazionalizzazione, di dismissioni (totali o parziali), di fusioni o di sinergie con altre realtà. Gli investimenti si pongono in un'ottica di medio periodo, vista la finalità di cedere le partecipazioni acquisite, ovvero di accompagnare le società partecipate nel mercato dei capitali, in particolare MAC e AIM.*

#### STRUTTURA SOCIETARIA

*Di seguito sono riportate alcune informazioni di sintesi sull'attuale assetto della Società. La compagine sociale è così articolata:*

	Azioni sociali	Percentuale

*La Società è amministrata da un consiglio di amministrazione composto da n. \_\_\_\_ membri, nelle persone dei signori:*

32 Con tale espressione viene identificata la data alla quale vengono riferiti i valori risultanti dalla valutazione effettuata. Un problema di carattere pratico che si pone nella redazione delle perizie di stima è rappresentato dal termine massimo che può intercorrere tra la data di riferimento della perizia e la data dell'atto per la redazione del quale la stessa si è resa necessaria. Le disposizioni di legge non stabiliscono termini specifici al riguardo con l'unica eccezione dell'ipotesi di fusione. L'art. 2501-ter c.c. prevede, infatti, che le situazioni patrimoniali redatte per la determinazione del rapporto di cambio da parte degli amministratori, e per la conseguente verifica di congruità da parte dei periti, debbono essere riferite ad una data anteriore a quattro mesi dal giorno in cui il progetto di fusione è depositato presso la sede di ciascuna società.

\_\_\_\_\_, *presidente del Consiglio;*

\_\_\_\_\_, *consigliere;*

\_\_\_\_\_, *consigliere.*

*Il Collegio sindacale è costituito da tre membri nelle persone dei signori:*

\_\_\_\_\_, *(presidente);*

\_\_\_\_\_, *(sindaco effettivo);*

\_\_\_\_\_, *(sindaco effettivo).*

*La Società alla data della presente relazione non ha dipendenti.*

## **2. PARTE CENTRALE**

(dove sono esposte e motivate le ragioni che hanno indotto il perito a scegliere uno o più criteri di valutazione, in relazione ad analisi di tipo interno e di tipo esterno, nonché i tratti essenziali del metodo operativo applicato. La parte centrale si conclude in genere con l'attribuzione del valore all'azienda accertando il periodo, la coerenza tra finalità e risultati della valutazione.

Inoltre, qualora siano applicate più metodologie, vengono confrontati i risultati ottenuti con i vari criteri valutativi ed illustrate le motivazioni che hanno portato il valutatore a preferire certe valorizzazioni, giustificandone le scelte).

### **METODOLOGIE DI VALUTAZIONE APPLICATE**

#### **PREMESSA METODOLOGICA**

*Prima di illustrare in dettaglio i metodi applicati, è necessario fornire le motivazioni alla base delle due metodiche valutative prescelte: Metodo patrimoniale e Metodo dei multipli. L'attività della Società – la cui dinamica gestionale si esaurisce prevalentemente nell'acquisto e vendita di partecipazioni – favorisce il ricorso ad un metodo patrimoniale; infatti, sebbene rappresenti una soluzione tradizionale, quest'ultimo è comunque capace di riflettere il processo di creazione del valore per società immobiliari, finanziarie di partecipazione, etc., caratterizzate dalla prevalenza dell'aspetto patrimoniale e da una gestione meno dinamica e complessa rispetto ad altre realtà. I risultati ottenuti con la metodologia succitata sono stati confrontati con una "rule of thumb" o regola empirica, al fine di verificarne la significatività.*

#### **Metodo di Valutazione Patrimoniale**

*Il Metodo patrimoniale fa derivare il valore dell'azienda dal capitale netto rivalutato a valori correnti.*

*I vantaggi derivanti dalla sua applicazione nella specifica fattispecie sono facilmente percepibili.*

*La prevalente attenzione alla componente patrimoniale finisce col rappresentare adeguatamente il valore di aziende, come quella in questione, caratterizzate da una elevata incidenza del patrimonio, anche ai fini gestionali e della stessa capacità di reddito.*

*È opportuno, in proposito, segnalare come, poiché la presente perizia rappresenta una desk valuation, l'assenza di operazioni di audit limita la determinazione del valore dei componenti patrimoniali; in particolare, la rivalutazione sarà possibile solo per le partecipazioni e le poste finanziarie con scadenza superiore all'esercizio che rappresentano, tuttavia, componenti che rivestono nella struttura patrimoniale della Società rilievo assorbitivo. Pertanto, si ritiene che il risultato ottenuto attraverso l'adozione del Metodo patrimoniale rappresenti un riferimento adeguato nell'individuazione del range di valori entro cui racchiudere il valore dell'azienda.*

*Il metodo di valutazione patrimoniale si compendia nella formula:*

$$W = K$$

*dove **K** è il patrimonio rettificato a valori correnti, ottenuto partendo dal capitale netto contabile alla data di riferimento.*

*Il procedimento di valutazione adottato e le previsioni in esso insite sono fondati soltanto sulle condizioni esistenti alla data di riferimento.*

*Infatti, nel calcolo delle singole poste del capitale netto rettificato, la logica dei valori correnti, sottesa alla loro misurazione, richiede sì la ponderazione di aspettative future, ma in base ad elementi probabilistici e temporali in grado di riflettere il valore assumibile alla data della valutazione.*

*In quest'ottica, concorrono economicamente alla formazione di **K** eventi conclusisi successivamente, ma già in fieri al momento della valutazione, purché si tenga conto del momento e delle probabilità collegati alla loro definitiva realizzazione.*

## **Criteri di individuazione e determinazione delle variabili inserite nella formula**

### **Capitale netto rettificato**

#### **Considerazioni generali**

***K** rappresenta il patrimonio rettificato a valori correnti, ottenuto partendo dal capitale netto contabile e sommandovi algebricamente le rettifiche alla situazione patrimoniale di partenza: minusvalenze e plusvalenze.*

*Le principali variazioni sono dettagliate nel seguito.*

#### **Immobilizzazioni materiali ed immateriali**

*Le immobilizzazioni materiali, tenuto anche conto del loro limitato valore, in termini assoluti e relativi, sono state valutate in base ai valori di funzionamento, desumibili dal costo storico al netto delle quote di ammortamento.*

*Le immobilizzazioni immateriali, in quanto prive di autonomo valore, sono state integralmente svalutate.*

#### **Immobilizzazioni finanziarie – Partecipazioni**

*La valutazione delle partecipazioni è stata effettuata a valori correnti, determinati come media aritmetica tra:*

- 1. i valori calcolati riprendendo lo stesso metodo adottato dalla Alfa, nelle ipotesi di valorizzazione di quote e di decisioni di investimento. In particolare, per ciascuna partecipazione è stato dapprima individuato il valore dell'Equity, calcolato come somma algebrica fra la Posizione Finanziaria Netta e l'Enterprise Value; quest'ultimo ottenuto moltiplicando il valore medio degli EBITDA del 2011 e del 2012 di ciascuna delle società partecipate per un moltiplicatore, scelto in funzione del settore di appartenenza della società oggetto di valutazione. Al valore così determinato è stata applicata la percentuale di possesso detenuta dalla Alfa e, quindi, uno sconto di minoranza per tener conto delle condizioni (ridotta negoziabilità, mancanza di liquidità, ecc.) che, di norma, incidono negativamente sul valore di quote di minoranza. La percentuale di sconto applicata, che oscilla nella prassi e che può arrivare al 25%, è stata mediamente fissata nella misura del 20%;*
- 2. i valori correnti determinati dalla Alfa medesima alla data del 31.12.2013, sulla base di dati più recenti e di contratti preliminari di vendita e/o offerte di acquisto relativi ad alcune società partecipate (non disponibili per la scrivente società).*

**Crediti e debiti**

Il valore nominale dei crediti è stato attualizzato solo per i crediti i cui tempi di recupero erano superiori all'esercizio; negli altri casi, il valore non è stato attualizzato perché già ritenuto espressivo di valori correnti, in considerazione della ravvicinata scadenza dei crediti, inferiore all'anno.

Per quanto riguarda i debiti a breve termine, in linea con la prassi e la teoria prevalenti, questi non sono stati oggetto di attualizzazione perché già ritenuti indicativi del valore corrente a causa della loro scadenza inferiore all'anno.

**Effetto fiscale delle plusvalenze e delle minusvalenze**

Un corretto apprezzamento del valore attribuibile all'azienda alla data di riferimento non dovrebbe, in generale, prescindere dalla considerazione dell'effetto fiscale derivante dalle plusvalenze e minusvalenze, anche se non difettano posizioni che ne sostengono la sostanziale irrilevanza ai fini della valutazione in essere. Tenuto conto che le plusvalenze originano da componenti patrimoniali di lungo periodo, soggette solo parzialmente ad imposizione e compensate da perdite pregresse, si è ritenuto opportuno procedere come di seguito dettagliato:

- per le minusvalenze derivanti dalla rivalutazione a valori correnti delle Immobilizzazioni Immateriali e delle Altre Attività, in quanto pienamente deducibili, l'effetto fiscale è stato calcolato sul loro valore complessivo, facendo riferimento alle aliquote fiscali vigenti;
- per le plusvalenze derivanti dalla rivalutazione a valori correnti delle Partecipazioni, in quanto esenti da IRES al 95%, l'effetto fiscale è stato calcolato solo sul 5% del loro importo complessivo, facendo riferimento alle aliquote fiscali vigenti;
- per le minusvalenze derivanti dalla rivalutazione a valori correnti delle Partecipazioni, in quanto in deducibili, non è stato considerato alcun effetto fiscale.

**Passività potenziali**

Nella determinazione di **K** non vanno trascurati i rischi gravanti sull'impresa, ma non ancora abbattutisi (ad esempio, citazioni per rapporti di lavoro), tuttavia, pur in assenza, in base alle informazioni disponibili, di rischi specifici di probabile verifica, è stato inserito prudenzialmente un accantonamento per tenere conto di eventi non prevedibili.

**Capitale netto**

Il valore al 31.12.2013 del capitale sociale della società è di € 000/3.901 cui si aggiungono riserve, al netto di perdite, per € 000/12.676, determinando un capitale netto di € 000/16.577. Quest'ultimo rappresenta, pertanto, il valore preso a base del calcolo di **K**, cui sono state aggiunte algebricamente le plusvalenze e le minusvalenze individuate.

**Valore finale del Metodo di Valutazione Patrimoniale**

Alla luce delle precedenti considerazioni, che hanno illustrato i criteri di svolgimento della valutazione, gli obiettivi, i limiti riscontrati, il metodo impiegato e le altre circostanze che su di essa hanno inciso, è opportuno esporre, in un quadro di sintesi, le principali rettifiche al capitale netto contabile per pervenire a **K**.

Capitale netto rivalutato

Capitale sociale	€ 000/3.901
+ Riserve	€ 000/12.676
Totale capitale netto	€ 000/16.577

Variazioni apportate

+/- Saldo minus/plusvalenze	€ 000/797
- Effetto fiscale	€ 000/14
Valore economico del capitale	€ 000/17.389

### Metodo di controllo (*rule of thumb*)

*I risultati ottenuti con l'applicazione del Metodo patrimoniale sono stati confrontati con una "rule of thumb" o regola empirica, al fine di verificarne la significatività.*

*Si tratta di un procedimento pratico, che individua il valore aziendale attraverso determinati parametri, sovente rappresentati da fatturato, EBIT, EBITDA o altri dati quantitativi (p.e. numero clienti, punti vendita, ecc.). È un approccio cui non è possibile riconoscere validità scientifica, ma, invero, non di rado utilizzato nella pratica.*

*A tal fine si era dapprima ritenuto opportuno procedere alla valutazione della partecipazione nella Alfa seguendo la stessa metodologia utilizzata per la valorizzazione delle sue partecipazioni (come descritta in precedenza). Tuttavia, la stessa lega il valore di una partecipazione alla performance conseguita dalla Società (riferimento all'EBTDA) ed alla sua Posizione Finanziaria Netta. I risultati negativi conseguiti dalla Alfa negli ultimi anni ne avrebbero, tuttavia, fortemente penalizzato la valutazione finale.*

*Nel caso specifico, la "rule of thumb" è stata determinata sulla base dell'importo richiesto a titolo di sovrapprezzo ai soci della Alfa (in una recente operazione di aumento di capitale a pagamento offerto a terzi), che individua un multiplo di 1,05 del book value.*

*Il **coefficiente** è stato quindi moltiplicato per il Valore Netto Contabile della Alfa al 31.12.2013, pari ad € 000/16.577.*

*Ne è disceso un **Valore Economico del capitale pari ad € 000/17.406.***

*L'importo in questione, ancorché non rigoroso sul piano applicativo e, quindi, inadatto ad esprimere compiutamente il valore aziendale, può, tuttavia, rappresentare un valido parametro di verifica che, nella fattispecie in questione, conferma indirettamente la validità dei risultati individuati con la metodica prescelta.*

### 3. PARTE CONCLUSIVA

(rappresentata da una esposizione riassuntiva di quanto proposto nell'elaborato peritale e specificamente dei risultati finali raggiunti. La sintesi è, anzitutto, di tipo quantitativo, in quanto occorre dare dimostrazione del risultato conclusivo raggiunto; deve avere, tuttavia, anche natura qualitativa, poiché alcune scelte finali sono spesso influenzate da elementi non quantitativi quali, ad esempio, le informazioni di settore, i molteplici elementi interessanti politiche e strategie passate e future).

### VALORE FINALE DA ASSEGNARE ALL'AZIENDA

*La valutazione ha fatto ricorso ad una metodologia patrimoniale (particolarmente adatta alla valutazione di aziende dove la componente patrimoniale assume rilievo centrale nel processo di creazione del valore), il cui risultato è stato quindi confrontato con una "rule of thumb" o regola empirica, che ha confermato la significatività della stima operata.*

*L'importo derivante dal metodo prescelto rappresenta il valore fondamentale basato sul valore corrente dei singoli componenti patrimoniali di un investimento nel 100% del capitale della società.*

*Pertanto, tenuto conto della percentuale di partecipazione del 2,56% della Beta srl al capitale della Società, il valore della quota può essere fatto pari ad € 000/445; inoltre, tenendo conto della circostanza che la quota detenuta è di minoranza, la stessa dovrebbe essere rettificata in base ad una percentuale che, anche in questa fattispecie, potrebbe essere assunta pari al 20%.*

## LA RESPONSABILITÀ DELL'ESPERTO

Che piaccia o no, valutare oggi le aziende è assai complesso, difficile e rischioso. L'ampio ventaglio di valori, riscontrabile in molte perizie tecniche, si giustifica soltanto pensando a valutazioni effettuate senza gli approfonditi accertamenti e in assenza di adeguate analisi sulla consistenza e sulla qualità delle "leve del valore".<sup>33</sup>

Il problema comunque attiene all'esperto che nello svolgimento dell'incarico affidatogli deve osservare i seguenti principi:

- attenersi alle norme deontologiche del proprio ordine professionale;
- mantenere la necessaria indipendenza professionale e intellettuale, nonché l'obiettività e la correttezza, garantendo in tal modo la trasparenza della propria valutazione.

La responsabilità dell'esperto è stata disciplinata in modo specifico dal legislatore con il secondo comma dell'**art. 2343 c.c.**, così modificato dall'art. 6 del DPR 30/1986, che prevede che "*all'esperto nominato Tribunale si applicano le disposizioni dell'art. 64 c.p.c.*". Secondo tale ultima disposizione, il consulente tecnico che incorre in colpa grave nell'esecuzione degli atti che gli sono richiesti, è punito con l'arresto fino a un anno o con ammenda fino a € 10.329.<sup>34</sup>

Egli è tenuto, in ogni caso, a risarcire il danno causato alle parti e, per colpa grave, può

essere punito con l'arresto fino ad un anno o con sanzione pecuniaria, secondo l'art. 35 c.p. Nel caso in cui si riscontri un intento fraudolento o una sopravvalutazione del valore dei crediti conferiti e dei beni in natura, sono previste **sanzioni penali**. Si applicano, infatti, all'esperto gli artt. 314 e seguenti, 366 e 373<sup>35</sup> c.p. Il professionista è tenuto a prestare tutta la diligenza dedotta in obbligazione e la responsabilità è limitata ai soli casi di colpa grave o dolo, la cui valutazione spetta al giudice perché devono essere provati da chi chiede il risarcimento. Ad ogni modo, il valutatore, ai sensi dell'**art. 2236 c.c.**, è esentato dalla responsabilità per colpa solo e unicamente quando la propria prestazione comporta la soluzione di problemi di particolare difficoltà, mentre risponde nei casi di dolo o colpa grave.

Qualora la violazione sia conseguenza di **errore sul fatto**, il perito non è responsabile se l'errore non è determinato da colpa. Per errore sul fatto si intende la falsa rappresentazione della realtà.

La colpa sussiste in capo al perito che ha effettuato la stima con negligenza o imperizia (colpa lieve), ovvero con coscienza e volontà di determinare un valore inesatto (colpa grave).

In secondo luogo, **non sussistono violazioni punibili** qualora la valutazione sia eseguita **secondo corretti criteri di stima**. In assenza di una definizione legislativa al riguardo, si ritiene che il riferimento debba essere inteso ai principi contabili di valutazione in quanto caratterizzati da generale accettazione.<sup>36</sup>

33 Cfr. in argomento Guatri L. "Il giudizio integrato di valutazione. Dalle formule al processo valutativo", Egea, Milano 2000.

34 Al consulente nominato si applicano le disposizioni del codice penale riguardanti i periti: ad esempio, relativamente al reato di abusivo esercizio di una professione o, all'opposto, di rifiuto di uffici legalmente dovuti. È dubbia, invece, la configurabilità del reato di omissione o rifiuto di atti di ufficio (Franchi L. "Consulente tecnico custode e altri ausiliari del giudice", in "Commentario Codice del codice di procedura civile", diretto da Allorio E., I, UTET, Torino, 1973, p. 715).

35 Art. 373 c.p. – Falsa perizia o interpretazione. "*Il perito o l'interprete che, nominato dall'Autorità giudiziaria, dà parere o interpretazione mendaci, o afferma fatti non conformi al vero, soggiace alle pene stabilite nell'articolo precedente [ndr, art. 372]. La condanna importa, oltre l'interdizione dai pubblici uffici, la interdizione dalla professione o dall'arte*".

36 Non sussistono violazioni tributarie, invece, punibili se la valutazione è eseguita secondo criteri di stima corretti, cioè, nell'assenza di una definizione legislativa secondo criteri di stima: di generale accettazione, senza omissione di informazioni rilevanti; che comportano un differenziale di valutazione nei limiti del 5% (cfr. circolare Min. Finanze 10.7.1998 n. 180). È prevista, dunque, una presunzione di non colpevolezza. Il perito non è colpevole nell'ipotesi in cui il valore stimato differisce dal valore accertato dall'ufficio in misura non eccedente il 5%. Va, in ogni caso ricordato che il disconoscimento da parte degli uffici finanziari dei valori adottati dal contribuente deve essere preceduto da un disconoscimento della stima giurata dal perito. Questo intervento difficilmente può avvenire senza ipotizzare che il perito non abbia adempiuto ai propri doveri stabiliti dal codice di procedura civile. In sostanza, l'Amministrazione finanziaria dovrebbe dimostrare la falsità della perizia e il dolo del soggetto che l'ha asseverata.

In altri termini, la responsabilità del perito non sussiste nell'ipotesi in cui la valutazione sia stata eseguita secondo corretti criteri di stima.<sup>37</sup>

La non correttezza della stima può ricollegarsi:

- alla scelta (soggettiva) di un criterio di valutazione errato;
- ad una valutazione incompleta per effetto di dati omissi.

---

## CONCLUSIONI

Le osservazioni che sono state proposte portano ad affermare quanto segue.

A ben vedere il problema delle valutazioni dei complessi aziendali e delle stime che ne conseguono non è solo di tipo metodologico, non potendosi affermare la prevalenza teorica di un metodo sugli altri, ma piuttosto, attiene alla definizione di "idonei" valori e di "ade-

guati" riferimenti temporali da assumere.<sup>38</sup>

La delicatezza dei problemi esposti richiama la necessità di un ampio dibattito in argomento, anche perché il processo valutativo dovrebbe potersi basare sul maggior numero di ipotesi razionalmente condivisibili.

In particolare l'esercizio valutativo presuppone un'attenta valutazione di tutte le ipotesi di base, poiché la qualità del risultato ottenibile con qualunque metodo di stima è inevitabilmente funzione dell'attendibilità delle *assumption* di base.

Empiricamente, dai modelli di valutazione semplici, si può constatare che l'attendibilità di una valutazione è inversamente proporzionale al numero di ipotesi necessarie per la sua formulazione.

In altri termini occorre verificare la robustezza della stima realizzando delle simulazioni che evidenzino gli scostamenti nei risultati del modello valutativo al variare degli *input*.

---

37 Va sottolineato il carattere di stragiudizialità della perizia in considerazione del fatto che l'esperto non assume la qualità di consulente tecnico poiché non è nominato durante un procedimento contenzioso, né la relazione di stima è posta dal giudice alla base di un proprio provvedimento. Si ritiene, pertanto, che l'unico scopo del richiamo all'art. 64 c.p.c. è quello di determinare la disciplina della responsabilità civile e penale del perito. Dal punto di vista civilistico egli, ai sensi dell'art. 2236 c.c., è esente dalla responsabilità per colpa soltanto quando la sua prestazione comporti la soluzione di problemi di particolare difficoltà, residuando quindi la sola responsabilità per dolo o colpa grave. Dal punto di vista penale, può rendersi colpevole dei reati di cui agli artt. 373 e ss. c.p. (App. Catania, 19.5.1989, *Giur. Comm.*, 1990, II, p. 497, e Trib. Udine 8.3.1993, *Riv. Notariato*, 1993, p. 421).

38 Cfr. Cavalieri E., cit., p. 41. Ma l'osservazione, per quanto rilevante, in questa sede può essere solo accennata, rinviando per una più accurata trattazione alle numerose pubblicazioni di settore.