

Le tipologie di lavori secondo i Piv: differenze tra valutazioni, pareri valutativi, pareri di congruità, calcoli valutativi e revisione di valutazioni

di Massimo Buongiorno - docente di Finanza aziendale presso l'Università Bocconi di Milano e Ca' Foscari di Venezia

I Principi Italiani di Valutazione si occupano nella prima sezione dedicata alla rete concettuale del tema fondamentale della classificazione delle diverse tipologie di lavori che l'esperto può svolgere.

L'approccio scelto dai Piv definisce 5 diverse tipologie in ordine decrescente di complessità e di articolazione delle attività richieste all'esperto che trova corrispondenti limitazioni di responsabilità.

Si distinguono chiaramente le valutazioni, che si caratterizzano per un compiuto giudizio che si forma su una adeguata base informativa, dalle altre tipologie di lavori quali i pareri valutativi, i pareri di congruità, i calcoli valutativi e le revisioni di valutazioni che, pur rimanendo lavori professionali da svolgere con la dovuta diligenza, sono qualcosa "meno" delle valutazioni vere e proprie e per i quali la responsabilità del valutatore è minore.

Anche nell'ipotesi di non aderenza ai Piv, il blocco dei Principi esaminati di seguito è uno di quelli da esaminare con maggiore attenzione da parte di tutti i valutatori per la rilevanza che viene ad assumere circa l'intero impianto valutativo.

Introduzione

La prima sezione dei Principi Italiani di Valutazione, emanati dalla Fondazione Oiv ed entrati in vigore il 1° gennaio 2016, è dedicata alla rete concettuale di base, ovvero alla definizione dell'impianto complessivo del lavoro del valutatore.

I Piv prestano particolare attenzione alla completezza della base informativa che deve consentire al valutatore di esprimersi in modo compiuto rispetto al giudizio di valore che gli viene richiesto.

La qualità della base informativa ha importanza anche nella definizione della tipologia di incarico che il valutatore può assumere e svolgere correttamente.

Il punto è di particolare momento poiché, a fronte della rilevanza del tema in astratto, la prassi non ha sempre prestato la dovuta attenzione nel porre in relazione l'ampiezza del giudizio valutativo con la quantità e qualità della base informativa.

La sezione rilevante dei Piv ai presenti fini comprende i Principi definiti della sezione I al blocco 4.

Il Principio I.4.1 sottolinea che nel caso in cui il giudizio di valutazione sia reso in esecuzione di un apposito mandato, la relazione di valutazione dovrà indicare il mandante e le condizioni e modalità di svolgimento del mandato.

Tali obblighi diventano ancor più stringenti quando il giudizio di valutazione sia dovuto in conformità a specifiche norme di legge o risulti da un contratto.

Il successivo Principio I.4.2 è di centrale importanza nell'impianto complessivo dei Piv poiché distingue le diverse tipologie di lavoro che un valutatore può svolgere. Tali tipologie devono essere ricondotte a una delle 5 successive fattispecie:

1. valutazioni;
2. pareri valutativi (*expert opinion, valuation opinion, expert report*);
3. pareri di congruità;
4. calcoli valutativi (*calculation engagement*);
5. revisione del lavoro di un altro esperto (*valuation review*).

Le valutazioni

Prima di addentrarsi nell'analisi, è opportuno considerare che i Principi della prima sezione sono applicabili a qualunque tipo di valutazione finanziaria e non solo a valutazioni di aziende, per cui in quest'ultimo caso si rendono talvolta necessarie alcune precisazioni o ulteriori approfondimenti che di volta in volta verranno segnalati quando necessari.

Il significato che il Principio I.4.3 attribuisce alla "valutazione" è più ristretto di quanto generalmente si ritiene.

La valutazione è, infatti, un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività o una passività fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che prevede le seguenti 5 fasi:

1. la formazione e l'apprezzamento della base informativa;
2. l'applicazione dell'analisi fondamentale;
3. la selezione della metodologia (o metodologie) di stima più idonee agli scopi della valutazione;
4. l'apprezzamento dei principali fattori di rischio;
5. la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Nella definizione della valutazione è interessante notare come i Piv sostengano che la valutazione debba estrinsecarsi nella forma di relazione scritta (un documento) che è dovuta in ogni caso (Piv II.4.1).

La relazione può qualificarsi come valutazione se tutte le 5 fasi definite sopra sono state svolte correttamente; in caso contrario la relazione sarà qualcosa di meno completo di una valutazione, ad esempio un parere valutativo.

Il primo punto che, nel commento al Principio, pare fondamentale, riguarda la base informativa.

Il valutatore dovrà considerare ogni elemento rilevante ai fini di consentirgli di esprimere un giudizio informato.

La base informativa dovrà essere precisata con chiarezza e accompagnata da un'attestazione di completezza da parte del valutatore dalla quale risulti che non esiste migliore informazione ragionevolmente acquisibile esercitando una normale diligenza.

Un'importante distinzione dovrà svolgersi tra la raccolta e l'apprezzamento della base informativa e l'attività di accertamento e/o attestazione della veridicità delle informazioni (revisione legale, *due diligence*). Il valutatore, di norma, si limita a raccogliere i dati e a valutarli per come li ha ottenuti senza esprimersi sulla veridicità, a meno che non sia espressamente previsto dal mandato o dovuto nel rispetto di specifiche normative.

Viene comunque indicato che le regole alle quali il valutatore deve attenersi per esprimersi sulla veridicità delle informazioni sono estranee ai Piv e devono ricavarsi da altre fonti (tipicamente i Principi di revisione).

Lo spirito che il valutatore deve seguire nell'apprezzamento della base informativa è quello del *professional skepticism* in modo da poter attestare che non vi sono ragioni per dubitare della credibilità e dell'affidabilità della base informativa utilizzata. Tale approccio dovrà essere mantenuto anche ove il valutatore si avvalga del lavoro di altri professionisti, ma in questo caso egli dovrà anche esprimersi in merito all'assenza di elementi di contesto che possano far

ritenere non attendibili i risultati ottenuti.

Nell'elencazione delle fasi da svolgere, l'analisi fondamentale viene prima della scelta delle metodiche mentre nei commenti al Principio I.4.3 viene trattata dopo il paragrafo dedicato alle cautele da tenere nella delicata fase della scelta dei criteri di valutazione.

Il differente trattamento è ben comprensibile a chi ha pratica di valutazioni di aziende. Il giudizio in merito a quali metodiche utilizzare si forma mano a mano che si acquisiscono informazioni che consentono di comprendere il modello di *business* dell'azienda da valutare, per cui le due fasi in esame non possono che essere contemporanee e anche soggette a ripensamenti ove nuovi dati conducano a definire un contesto differente da quanto apparisse a prima vista. Ne deriva che la distinzione temporale tra le 2 fasi può assumere rilevanza solo a fini espositivi o didattici.

L'analisi fondamentale include:

1. l'esame degli elementi distintivi che caratterizzano l'azienda da valutare;
2. l'analisi del contesto di mercato e della sua dinamica;
3. l'esame degli specifici *driver* del valore e della loro evoluzione storica (quando possibile e rilevante);
4. l'analisi prospettica del dispiegamento dei *driver* di valore;
5. l'individuazione dei fattori di rischio e dei loro effetti potenziali.

Il valutatore deve pertanto essere in grado di cogliere il modello di *business* dell'azienda da valutare, ma anche gli elementi che portano a ritenere di successo tale modello. È questo il motivo per cui il Principio insiste sul tema dei *driver* di valore, che possono essere qualificati come quegli elementi distintivi dell'azienda che spiegano le performance correnti e previste. Esempi di *driver* di valore possono essere il controllo di canali distributivi particolarmente articolati oppure un prodotto di qualità superiore per via di maestranze molto qualificate o di un'attività di ricerca e sviluppo innovativa¹.

I suddetti legami tra l'analisi fondamentale e la scelta delle metodiche sono evidenti: l'adozione di una metodica di mercato richiede che la definizione del

¹ Gli esempi sono personali poiché, come noto, i Piv contengono ridotte esemplificazioni avendo rinviato la redazione delle guide operative ai gruppi di lavoro.

modello di *business* sia dettagliata a sufficienza per consentire le opportune analisi di comparabilità, mentre l'adozione di una metodica fondata sui flussi attesi richiede la capacità di prevedere i futuri risultati aziendali rispetto alla capacità di mantenere gli attuali driver di valore nel tempo.

Una fase importante riguarda i fattori di rischio che dovranno essere adeguatamente considerati dalla diverse metodiche e, ove fosse impossibile, nel giudizio finale di stima.

Si ipotizzi che i risultati futuri dell'azienda dipendano in modo molto rilevante dalla figura dell'imprenditore e che, ove quest'ultimo venisse a mancare, le aspettative sarebbero molto più incerte. La quantificazione di questo rischio è difficilmente considerata nelle metodiche valutative, ma può essere considerata a riduzione del valore ottenuto applicando, ad esempio, uno sconto che tenga conto del maggior rischio².

Ancora nel commento al Piv I.4.3 vengono meglio qualificati gli attributi di una valutazione rispetto alle cinque fasi descritte.

In primo luogo, una valutazione si caratterizza per lo svolgimento compiuto di tutte e cinque le fasi senza esclusioni poiché, solo con il controllo di tutte le fasi, l'esperto può esprimersi in merito all'effettiva sussistenza di un valore.

Le valutazioni che hanno valore legale devono necessariamente potersi fondare su tutte le fasi di analisi. Più in generale, si può affermare che tutti i giudizi di valore che vengono resi a fronte di specifiche norme di legge (conferimento, trasformazione, recesso, rivalutazione delle partecipazioni), in sede di contenzioso legale o tributario oppure sulla base di indicazioni risultanti da un contratto debbano avere la natura di "valutazioni" conformi al dettato del Piv I.4.3.

Se per la valutazione sono stati utilizzati piani, l'esperto dovrà esprimersi in merito alla loro affidabilità quanto meno per poter correttamente apprezzare i fattori di rischio impliciti nella valutazione.

Il giudizio non deve intendersi come "un giudizio di fattibilità", come ad esempio previsto nella norma fallimentare (a meno che non sia espressamente previsto dal mandato), ma riguarda solamente la "coerenza complessiva del piano ai fini e nei limiti del processo valutativo".

² Si veda sul punto il Piv III.2.4.

Sono ammissibili limitazioni della base informativa, tipicamente per le aziende di minori dimensioni, ma esse non devono essere tali da impedire la formulazione di un compiuto giudizio di valutazione e, in ogni caso, saranno dettagliate nella relazione di valutazione. Ad esempio, la mancanza di un'abitudine a pianificare in una piccola azienda può tradursi in una ridotta qualità dell'informativa prospettica. Se il valutatore ha potuto compensare le minori informazioni interne con altre esterne (ad esempio di mercato/settore) tale limitazione potrebbe non inficiare il suo giudizio. Tuttavia, permane la richiesta di fornire tale dettaglio nella relazione.

In sintesi, emerge che i Piv hanno voluto definire con maggiore chiarezza che cosa il valutatore debba fare perché il suo lavoro possa essere definito valutazione.

L'enfasi sulla rigosità del processo valutativo non è nuovo in dottrina, ma spesso trascurato nella pratica, per cui pare assai auspicabile che ogni valutatore, anche non aderente ai Piv, si uniformi al Principio analizzato.

Le altre tipologie di lavori

Il Piv I.4.4 definisce i pareri valutativi come quei lavori che comportano lo svolgimento controllato di una parte soltanto del processo finalizzato alla valutazione, al quale l'esperto limita la propria responsabilità.

L'incarico di redigere un parere valutativo, in luogo di una valutazione, deve risultare dal mandato o essere comunque desumibile dalla relazione (anche in questo caso obbligatoriamente richiesta).

L'esperto indicherà nella stessa relazione eventuali prescrizioni ricevute dal committente, ad esempio inerenti la scelta di una particolare metodologia di stima.

Il commento al Piv I.4.4 riporta quattro casistiche tipiche nelle quali può essere reso un parere valutativo:

1. all'esperto è richiesto un contributo specifico, ad esempio la stima di un tasso di attualizzazione. In questo caso l'esempio può essere interpretato come richiesta da parte del committente della stima di un parametro che per sua natura richiede conoscenze tecniche che il committente non possiede e desidera integrare. Il

- committente potrebbe essere anche un altro professionista;
2. il mandante mette a disposizione dell'esperto gli elementi in suo possesso ritendendoli affidabili;
 3. si richiede solamente l'aggiornamento di alcuni dati di una precedente valutazione;
 4. il processo viene svolto seguendo le fasi di una valutazione, ma con alcune limitazioni che tipicamente riguardano la base informativa e l'analisi fondamentale, ipotizzando che il committente ritenga non necessario l'apprezzamento dell'esperto nel momento specifico in cui ne richiede il contributo (si pensi alla valutazione resa nell'interesse del potenziale acquirente che non ha ancora svolto una *due diligence*).

Il risultato finale non può definirsi una valutazione perché evidentemente condizionato dalla qualità delle informazioni utilizzate in merito alle quali l'esperto non si esprime.

Il Principio sottolinea che il lavoro debba essere qualificato come "parere valutativo" già nell'incarico. Ciò per l'evidente motivo che il committente deve avere chiaro che non disporrà di una valutazione, ma di un giudizio limitato e applicabile in condizioni più ristrette.

Il Principio I.4.5 definisce le caratteristiche dei pareri di congruità. Essi sono un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto, generalmente costituito da un prezzo o da un rapporto di scambio che deriva da una valutazione o da un parere valutativo.

I pareri di congruità si caratterizzano per un processo a ritroso per il quale l'esperto deve esprimersi in merito alla sostenibilità di un risultato che già conosce e che può essere ritenuto solamente congruo o non congruo.

In tal senso, i pareri di congruità non si traducono in un risultato numerico, anche se solitamente l'esperto definisce un intervallo di valori all'interno del quale verifica la congruità.

I pareri di congruità possono assumere la veste di valutazioni o di pareri valutativi a seconda dell'ampiezza della base informativa a disposizione e di quanto richiesto dal committente.

Un tipico caso di parere di congruità è costituito dalla *fairness opinion*, che consiste in un parere indipendente a supporto dell'organo amministrativo di una società nella decisione di cedere o acquisire una partecipazione, un'azienda o altra attività.

Un parere di congruità può essere richiesto anche da norme di legge, quali l'articolo 2501-*sexies* cod. civ. che prevede un giudizio di congruità da parte di esperti qualificati circa il rapporto di cambio in una fusione.

Il Principio riporta anche un'interessante distinzione tra pareri di congruità economici (l'esempio della *fairness opinion*) e di congruità funzionale quando l'esperto deve esprimersi solamente sulla correttezza dell'impianto metodologico (rapporto di cambio nella fusione).

I calcoli valutativi sono un'ulteriore tipologia di lavori che possono essere richiesti all'esperto e che sono regolati dai Piv. I calcoli valutativi non presuppongono stime di valore, ma solo il calcolo sulla base di formule o di *input* predefiniti (Piv I.4.6).

Si tratta di attività molto ridotte dell'esperto che si limita ad applicare delle modalità di calcolo di un valore come risultano da una norma specifica o, più frequentemente, da un contratto (ad esempio determinazione del corrispettivo di cessione sulla base di regole definite nel contratto preliminare), oppure dallo statuto di una società (ad esempio determinazione del valore della partecipazione in caso di recesso del socio sulla base di regole predefinite).

È evidente che i calcoli valutativi non costituiscono in nessun modo una valutazione e neanche un parere valutativo.

Infine, la revisione di una valutazione consiste nell'esame critico da parte di un esperto diverso da quello che ne è stato l'autore.

La revisione si conforma alla tipologia del lavoro originariamente svolto, per cui l'esperto dovrà riservare la diligenza prevista a seconda dei diversi lavori.

Il commento al Piv I.4.7 che tratta delle revisioni richiama la particolare delicatezza del lavoro che richiede capacità tecniche ed esperienza formata in lavori di analoga complessità a quello da revisionare.

Nel suo giudizio, l'esperto dovrà tenere conto delle norme e dei Principi eventualmente applicabili ma anche della finalità e delle condizioni specifiche nelle quali la valutazione è stata effettuata, in particolare per quanto attiene alla base informativa che deve limitarsi solamente a quella conoscibile da parte dell'esperto che ha originariamente svolto il lavoro.

La revisione riguarda tipicamente l'area del contenzioso ove assume rilevanza verificare *ex-post* la correttezza dell'operato dell'esperto.

Il Piv I.4.8 considera ammissibile che l'esperto si avvalga del contributo di ausiliari, ma rimane in capo all'esperto la necessaria coerenza delle stime con lo scopo finale del lavoro.

Considerazioni conclusive

La sezione I.4 dei Piv è probabilmente una delle più utili per chiarire che cosa l'esperto possa e non possa fare sulla base della specifica natura dell'incarico ma anche delle condizioni oggettive nelle quali svolge la propria attività.

A parere di chi scrive, ogni professionista che si occupa di valutazioni, anche non aderendo ai Piv, dovrebbe comunque considerare con attenzione e ove possibile uniformarsi a quanto previsto dai Principi, sia per definire con maggiore chiarezza i rapporti con il committente (ivi incluso il corrispettivo) sia per meglio declinare la propria responsabilità rispetto al lavoro svolto.