

7. La relazione di stima

7.1 I contenuti della relazione di stima

Il lavoro svolto al fine di determinare il valore aziendale e le conclusioni raggiunte (la quantificazione del valore) devono solitamente risultare da un'apposita relazione: la *perizia di stima*.

In merito deve evidenziarsi che non esistono disposizioni che impongono uno specifico contenuto della perizia, né un apposito *lay-out* da seguire. Tuttavia, è naturale ritenere come, sostanzialmente, il lettore debba comprendere non solo l'ammontare del valore aziendale determinato, ma il cammino logico e razionale che ha condotto il perito a quelle conclusioni.

È chiaro che tanto più chiaramente e completamente si riesce a raggiungere l'indicato obiettivo, tanto più la relazione è fatta bene. In merito, deve inoltre osservarsi che per il perito è importante esporre chiaramente il suo operato anche al fine di sostenerlo in modo opportuno in caso la perizia sia oggetto di contestazioni. È comunque naturale ritenere che, quale prova della correttezza del lavoro del perito la sola perizia, anche se ben predisposta, sia comunque insufficiente. È come se una relazione sulla certificazione di un bilancio da sola fosse sufficiente a provare l'operato dei revisori contabili. Va da sé che a fronte delle indicazioni sinteticamente esposte in perizia, a supporto di quanto sostenuto, occorrerà idonea e analitica documentazione.

Tale documentazione deve essere opportunamente conservata dal perito ed esibita in caso di necessità. A tal fine, è chiaro come deve trattarsi di un'archiviazione ordinata di carte facilmente leggibili da soggetti terzi comunque competenti in materia.

ooo

La redazione della perizia di stima dovrebbe quindi comprendere i seguenti principali passaggi:

1. definizione dell'utilizzo della relazione e degli scopi ed obiettivi della valutazione;
2. inquadramento dell'oggetto di valutazione, (azienda, ramo ecc.)
analisi economica generale e specifica di settore in cui l'azienda opera;

3. comprensione delle politiche e delle strategie aziendali (prodotti/servizi, assetto industriale, posizionamento competitivo, comunicazione, distribuzione, prezzi, tecnologie, personale, politiche finanziarie, capacità di programmazione; punti di forza e di debolezze, minacce e opportunità);
4. analisi storica dei risultati di bilancio, previa eventuale normalizzazione;
5. scelta dei metodi di valutazione, distinguendo tra metodi principali e di controllo, dei parametri¹ ecc.;
6. calcoli e controlli dei valori e delle fonti²;
7. esposizione dei calcoli³;
8. definizione precisa della data di riferimento della valutazione e degli orizzonti temporali analizzati;
9. analisi di sensitività dei risultati ottenuti, (impiego di parametri diversi) e definizione di scenari alternativi. Confronto con metodi alternativi ed eventuali medie tra risultati e metodi;
10. conclusioni.

7.2 Esempificazione di un lay-out di perizia

Sulla base di quanto esposto nel capitolo precedente, indichiamo di seguito i capitoli che potrebbero caratterizzare la perizia di stima ed il loro contenuto.

I OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

II LA SOCIETÀ DA VALUTARE (o il ramo d'azienda da valutare)

1. Il settore di riferimento ed i concorrenti presenti e potenziali
2. Posizione della Società
3. Principali valori contabili identificativi della Società e sua struttura operativa

III I METODI DI VALUTAZIONE⁴: Considerazioni generali

1. Il metodo patrimoniale
2. Il metodo reddituale

¹ le scelte devono essere motivate

² Tutto il materiale impiegato deve esser fatto "proprio" dal perito, che ne deve verificare l'attendibilità e citare le fonti. Fare una verifica critica, giudicare la plausibilità delle informazioni ricevute dall'azienda

³ I conteggi eseguiti devono essere ricostruibili e verificabili e dunque nella relazione vanno riportati tutti gli elementi necessari

⁴ Con riferimento al metodo adottato ed agli eventuali metodi di controllo

3. I metodi misti
4. Il metodo finanziario
5. I metodi empirici

IV LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO (e/o del valore potenziale e/o del valore di mercato) DELLA SOCIETÀ

1. Considerazioni generali
2. Valutazione con il metodo principale:
3. Determinazione dei principali fattori di riferimento del metodo
4. Il metodo di controllo

V CONCLUSIONI

Allegati (eventuali):

- bilancio d'esercizio al ... (data di riferimento della perizia);
- piani previsionali per la determinazione dei flussi futuri;
- sintesi dei valori correnti dei beni materiali attribuiti sulla base di una perizia tecnica (se i beni patrimoniali sono oggetto di valutazione).

I L'OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

In questo paragrafo, deve farsi riferimento alla società da valutare e alla data cui la perizia si riferisce. Si dovrebbero, inoltre, indicare i valori contabili utilizzati evidenziando come le proprie responsabilità non si estendono all'attendibilità degli stessi, salvo trattarsi di perizia voluta da disposizioni di legge (a titolo di esempio per un conferimento). Nel caso in cui i valori in oggetto fossero stati certificati, occorrerà farne opportuna menzione. A titolo di esempio si potrebbe avere:

" La presente perizia ha come oggetto la determinazione del valore del Capitale economico della società "....." al

Ai fini della valutazione sono stati utilizzati i valori contabili della Società risultanti dai bilanci d'esercizio alla data di riferimento ed i valori economici degli esercizi

Alcuna verifica contabile è stata da noi operata sui valori in oggetto che, comunque, risultano regolarmente certificati dalla società di revisione.....⁵.

⁵ Se non c'è la società di revisione e non possiamo operare uno scarico di responsabilità per il controllo di valori contabili, occorrerà indicare le verifiche operate ed eventualmente da chi se delegate a terzi.

II LA SOCIETÀ

Il Settore ed i concorrenti

Il perito deve evidenziare le principali caratteristiche del settore e le previsioni per il suo evolversi in relazione all'andamento del mercato. Importanti sono anche tutte le considerazioni riportabili sui competitors.

Il settore degli è caratterizzato dalla seguente situazione

I principali operatori del settore sono indicati nella tabella riportata con evidenza delle relative quote di mercato.

(riportare la tabella)

Dall'analisi condotta sul settore di riferimento nel periodo si può rilevare come le previsioni saranno caratterizzate da

Il posizionamento della Società

In questo paragrafo il perito deve descrivere l'attività esercitata dalla società, i suoi prodotti, la loro penetrazione del mercato e le sue caratteristiche (mercato maturo, statico, nuovo, dinamico).

Sono importanti le eventuali conseguenze dovute a possibili modificazioni del mix di prodotti/servizi, gli eventuali insediamenti produttivi e, soprattutto, le strategie seguite dalla società indicando i suoi punti di forza e di debolezza (occorre soprattutto considerare gli aspetti relativi al marketing, alla produzione, alle attività di ricerca e sviluppo ecc.). Particolare rilievo rivestono anche le informazioni sul fatturato (in valore e quantità) e sui margini realizzati. È quindi utile fornire delle indicazioni sul trend previsto per gli esercizi futuri (rispetto alla data della perizia), considerandone i fattori chiave. Nel considerare le potenzialità di crescita (fatturato e risultati) è corretto indicare quanto siano dipendenti da eventuali nuovi investimenti. Nella pratica, le informazioni menzionate sono basilari per valutare le prospettive reddituali dell'azienda. Pertanto, a titolo di esempio:

La società "....." opera nel campo degli; la sua gestione è caratterizzata da al fine di realizzare i seguenti obiettivi:

I principali prodotti (o servizi) della società sono elencati nella tabella che segue, avendo riguardo anche alla loro importanza sul fatturato globale ed ai relativi margini.

I principali settori di sbocco sono rappresentati da

Dal trend degli ultimi esercizi si può dedurre che

Relativamente alle caratteristiche della clientela della società trattasi di

La Società occupa una posizione di leadership sul mercato che, relativamente alle sue caratteristiche può definirsi maturo.

Le barriere all'entrata sono costituite da:

Le politiche gestionali e le strategie aziendali sono caratterizzate da"

(indicare quindi i punti di forza ed i punti di debolezza attribuibili alla società).

I Principali valori contabili identificativi della società

In questo paragrafo si dovrebbero riportare i principali valori patrimoniali, economici e finanziari che hanno caratterizzato la società negli ultimi esercizi (preferibilmente non più di 3 esercizi). Occorre anche rilevare se tali valori sono o meno significativi per le previsioni future o se queste ultime non dipendono in alcun modo dal trend storico.

III METODI DI VALUTAZIONE: Considerazioni generali

Occorre, per illustrare meglio il proprio operato, indicare, in una premessa generale e sintetica, le principali metodologie utilizzabili per la determinazione del valore del capitale economico di un'azienda o del valore potenziale o del valore di mercato. Per ogni metodo, si dovranno evidenziare pregi e difetti, fattori determinanti per individuare le metodologie da seguire nel caso esaminato. In particolare, sarà bene sottolineare i fattori che guidano la scelta dei parametri utilizzabili nelle formule: si pensi ai tassi di attualizzazione, a quelli di rendimento settoriale, alla determinazione dei redditi prospettici, all'arco temporale di riferimento ecc.

Proprio perché lo scopo del perito è quello di giustificare le scelte e l'uso del metodo valutativo, la descrizione delle metodologie non dovrebbe riguardare tutto ciò che la dottrina ha elaborato ma solo il metodo di cui poi si farà uso.

IV LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO (o del valore potenziale o del valore di mercato) DELLA SOCIETÀ

Considerazioni generali

A questo punto il perito dovrebbe indicare i motivi che lo hanno portato a fare determinate scelte di metodo e di fattori utili alla sua pratica applicazione.

Tutto ciò non potrà che fare riferimento all'analisi condotta sull'andamento dei mercati, del settore in cui opera l'impresa e delle caratte-

ristiche di quest'ultima. In pratica dalle risultanze dell'analisi fondamentale condotta.

Si daranno quindi indicazioni pratiche sulla formula relativa al metodo di valutazione principale scelto e sui fattori utili al suo utilizzo. A titolo di esempio, se la metodologia è quella patrimoniale semplice, le uniche spiegazioni riguarderanno le rettifiche al patrimonio netto contabile e il computo del correlato effetto fiscale potenziale.

Se, invece, consideriamo il metodo patrimoniale complesso, oltre a quanto sopra, dovremo chiarire come abbiamo proceduto a valutare i beni immateriali.

Ancora, se si tratterà di un metodo reddituale, le indicazioni utili riguarderanno la tipologie del modello (rendita perpetua, limitata ecc., la determinazione della normalizzazione del reddito, i tassi di capitalizzazione o di attualizzazione utilizzati ecc.

Più complessa la spiegazione nel caso di metodi finanziari, dove non si potrà prescindere dal considerare la sostanza dei flussi, la loro determinazione, le assunzioni per operare le previsioni, i tassi utilizzati ecc.

L'uso di metodi di mercato dovrà indicare le fonti dalle quali nel periodo di riferimento sono stati tratti i rapporti utili (multipli), la formazione del campione comparabile di riferimento per la definizione del multiplo medio ecc.

Il metodo di controllo

Le considerazioni sopra esposte dovranno altresì riferirsi all'eventuale metodologia di controllo.

V CONCLUSIONI

Infine, dopo aver applicato le metodologie esposte nei precedenti paragrafi, il perito deve trarre le sue conclusioni, ossia fornire indicazioni sul possibile valore dell'azienda sottoposta a perizia:

A titolo di esempio si potrebbe avere:

"Nella nostra stima del valore del capitale economico della società "..." al (inserire la data di riferimento) oltre al metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*, metodo di riferimento principale, è stato applicato anche il metodo reddituale quale metodologia di controllo.

I metodi in esame hanno condotto alla determinazione dei seguenti valori (euro):

- metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill*
- metodo reddituale

Alla luce dei risultati ottenuti ed evidenziati nei paragrafi precedenti considerando, la pratica applicazione della metodologia del (indicare metodo) il cui risultato è stato confermato dal metodo di controllo utilizzato, vale a dire (indicare metodo), si ritiene che il valore attribuibile al capitale economico (o valore potenziale, o di mercato ecc.) della società "....." (o del ramo d'azienda della società...) al (data di riferimento della perizia) sia pari ad euro

data

Dott./Rag....."

7.3 La considerazione dei limiti alle responsabilità del perito

Sostanzialmente, il perito è gravato da tre tipologie di responsabilità:

1. disciplinare;
2. penale;
3. civile.

La responsabilità disciplinare deriva da errori commessi dal perito a causa di un comportamento difforme rispetto alle disposizioni che gli organismi professionali hanno emanato in materia.

In particolare, si deve tenere presente che Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie sono stati formulati nel lontano 1989 dalla Commissione promossa da:

- Università Bocconi;
- Assirevi;
- Borsa Valori di Milano;
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti⁶.

Lo studio citato ha dato indicazioni sui seguenti aspetti:

- il profilo professionale dell'esperto;
- il conferimento dell'incarico;
- la selezione delle informazioni rilevanti;
- la motivazione delle scelte operate;
- l'acquisizione di pareri tecnici;
- la relazione di valutazione.

⁶ Ora Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

Quanto al *profilo professionale dell'esperto*, è stata sottolineata l'importanza dell'indipendenza (professionale e intellettuale) e del necessario impegno ad un comportamento obiettivo, corretto e trasparente. Il *conferimento dell'incarico* deve essere formalizzato e presentarsi chiaro e preciso, l'esperto deve indicare subito di quali eventuali consulenze tecniche ritiene doversi avvalere.

La *selezione delle informazioni rilevanti* deve, invece, comportare l'individuazione della documentazione sufficiente e necessaria per lo svolgimento dell'incarico, l'indicazione delle forme e del grado di estensione dei controlli svolti sui dati utilizzati per la valutazione, gli accorgimenti per i dati d'incerta quantificazione, la cautela nell'uso dei dati previsionali.

Risalto è stato quindi dato alla *motivazione delle scelte operate*. Ogni scelta deve essere indicata con chiarezza, adeguatamente motivata, nei limiti del possibile supportata da riferimenti documentali. Per lo svolgimento dell'incarico, il professionista può trovarsi nella necessità di dover *acquisire pareri tecnici*. Dovendo conferire incarichi a terzi è stato precisato che nel mandato occorre indicare i rapporti economico giuridici in essere relativamente agli elementi oggetto di stima e indicare la finalità della valutazione.

Infine, il Gruppo di Studio di cui sopra per la *relazione di valutazione* ha ribadito che non esistendo uno schema standard può essere utile predisporre un *executive summary* e dare evidenza soprattutto ai seguenti aspetti:

- oggetto della stima e del contesto di riferimento;
- finalità della stima;
- eventuali limiti;
- data di riferimento della stima;
- principali documenti e fonti utilizzate;
- eventuali valutazioni di altri esperti;
- principi e metodi impiegati;
- ipotesi di lavoro assunte;
- sintesi chiara dei calcoli svolti.

Anche l'Ordine Professionale (CNDC ora CNDCEC) ha fornito indicazioni in merito ai profili deontologici da rispettare nella redazione delle perizie valutative: sono state, infatti, emanate, nell'ottobre 2001, raccomandazioni per il Dottore Commercialista che opera su incarico dell'autorità giudiziaria.

Tali raccomandazioni riguardano principalmente:

- il professionista in qualità di curatore fallimentare, CTU in sede civile e penale, CT del PM;
- le modalità di stesura della relazione;
- la valutazione del diverso contesto temporale fra accadimento del fatto e valutazione e verifiche dello stesso.

Infine, a livello internazionale, esiste un'organizzazione cui aderiscono molti paesi atta a predisporre principi generali per lo svolgimento di valutazioni. Ci si riferisce alla IVSC (*international valuation standards council*), che ha predisposto un codice di comportamento che disciplina i seguenti aspetti:

- definizioni (ipotesi, limiti, valutatore ecc.);
- etica (integrità, conflitto di interessi, confidentiality, indipendenza ecc.);
- competenza (comprensione degli aspetti della fattispecie, assistenza, efficienza e diligenza ecc.);
- disclosure;
- report.

Considerando gli errori che il professionista può compiere nello svolgimento del suo incarico, possiamo definire la seguente ripartizione relativa ad errori:

- nell'analisi del contesto in cui avviene l'operazione che richiede la valutazione;
- nella scelta dei principi e del metodo di valutazione;
- nell'applicazione del metodo e/o dei metodi di valutazione;
- nelle verifiche sui dati impiegati nelle stime.

Relativamente alle perizie per consulenze tecniche richieste dal Tribunale, errori rilevanti possono verificarsi quando:

- le valutazioni vadano effettuate con riferimento a una certa data che, invece, il CTU non rispetta;
- il professionista svolge una perizia di valutazione e successivamente, nel corso di un procedimento arbitrale e/o civile, in qualità di CTP, effettua, avuto riguardo al medesimo oggetto, una valutazione completamente difforme (senza che siano intervenuti fattori nuovi significativi) e la deposita tra gli atti del giudizio;
- si usino a supporto della propria tesi documenti non depositati agli atti;
- siano indicati valori non dimostrabili in base alla documentazione depositata in atti o, comunque, acquisita con il consenso delle parti.

Al fine di evitare le problematiche di cui sopra, può essere utile seguire quanto deontologicamente rilevato dagli Organismi professionali, in particolare:

- organizzare in modo logico ed ordinato il materiale acquisito;
- identificare in modo chiaro le relazioni tra i documenti utilizzati;
- predisporre un “memo” sulle *assumptions* effettuate e sulle scelte valutative operate;
- archiviare in modo ordinato il materiale a supporto delle scelte valutative adottate, delle fonti documentali professionali da cui si sono tratti elementi empirici per la propria valutazione ecc.

Seguire le indicazioni deontologiche dovrebbe evitare quegli errori che potrebbero poi avere risvolti civilistici e penali, ossia:

- errori di approssimazione dovuti a semplice negligenza (come l’uso di ipotesi non soddisfacenti);
- errori materiali (a titolo di esempio, l’uso scorretto del grado di accettabilità dell’intervallo di oscillazione del valore);
- errori metodologici (relativi ad ipotesi e assunti errati, incoerenze nell’applicazione dei metodi ecc.);
- errori di *input* (tra i quali errori nel calcolo del valore terminale nel metodo finanziario, la determinazione dei tassi, l’uso di multipli ecc.).

Considerando la responsabilità penale, questa discende dalle disposizioni dell’art. 64 c.p.c., ai sensi del quale: “*Si applicano al consulente tecnico le disposizioni del codice penale relative ai periti*”.

Cosa succede, quindi, in caso di falsa perizia o falsa interpretazione? L’art. 372 c.p., in materia di falsa testimonianza, dispone che: “Chiunque, deponendo come testimone innanzi all’Autorità giudiziaria, afferma il falso o nega il vero, ovvero tace, in tutto o in parte ciò che sa intorno ai fatti sui quali é interrogato, è punito con la reclusione da due a sei anni”.

Da qui il successivo art. 373, sulla *falsa perizia o interpretazione*, che sancisce: “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”. La condanna, che, come segnalato, comporta la reclusione da due a sei anni e provoca, oltre all’interdizione dai pubblici uffici, l’interdizione dalla professione o dall’arte.

Nei casi dei colpa grave e falsa perizia *ex art. 373 c.p.* è ravvisabile anche la responsabilità civile. Il danno risarcibile postula un errore

commesso dal perito nella formulazione dei propri rilievi o conclusioni e in sede giudiziale, occorre verificare se il giudice si sia uniformato o meno alle risultanze peritali.

Non manca la *responsabilità contrattuale*, prevista dall'art. 1218 c.c. che dispone: *“il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile”*.

Il cliente deve pertanto provare il conferimento dell'incarico, il danno subito e il nesso di causalità tra il danno e l'inadempimento. Il professionista si libera dalla responsabilità se riesce a dimostrare che l'inadempimento contrattuale deriva da un fatto a lui non imputabile. Quanto al risarcimento del danno, dipende se c'è dolo o colpa; l'azione di risarcimento si prescrive, comunque, di regola in dieci anni.

Oltre alla responsabilità contrattuale può aversi responsabilità extracontrattuale. Accade quando lo svolgimento dell'attività del professionista comporti la lesione di un diritto assoluto di un soggetto con il quale non esiste un vero e proprio rapporto contrattuale. In particolare, l'illecito extracontrattuale obbliga a risarcire ogni danno a prescindere dal profilo soggettivo (doloso o colposo) del professionista. In questo caso, l'azione di risarcimento si prescrive di regola in cinque anni.

Per rimanere in campo civilistico, si ricorda che il prestatore d'opera deve adempiere alle obbligazioni inerenti all'esercizio dell'attività professionale con *diligenza*, che, per il perito, va valutata considerando la natura specifica dell'attività esercitata.

Il professionista è comunque responsabile anche in caso di colpa lieve salvo quanto previsto dall'art. 2236 c.c., ai sensi del quale: *“se la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, il prestatore d'opera non risponde dei danni, se non in caso di dolo o colpa grave”*.

L'inadempimento contrattuale è, comunque, ravvisabile solo nella imperizia emergente dalla esecuzione della prestazione, poiché, solitamente, l'attività professionale è un'obbligazione di mezzi e non di risultato.

Il professionista può, infine, qualora sussistano gli elementi di colpa grave e dolo (anche intenzionale), essere coinvolto in reati penali commessi in materia tributaria e/o civilistica (art. 2621 c.c. e ss.), anche in concorso con il cliente (art. 110 c.p.).