

Valutazioni e pareri valutativi: il ruolo dei consiglieri
indipendenti e degli organi di controllo

Valutazioni e pareri valutativi nei PIV

Gualtiero Brugger (Università Bocconi e OIV)

IL CONTRIBUTO DI CHIAREZZA DELL'OIV

- ❖ L'OIV, nei *Principi Italiani di Valutazione* (PIV) emanati nel 2015, ha messo in luce ed ha disciplinato la varietà delle situazioni che possono essere osservate nell'area delle **valutazioni economiche**
- ❖ In particolare ha precisato che esistono più **configurazioni di valore** prospettabili, e cioè (principio I.6.2):
 - **valore intrinseco** (nel caso delle aziende)
 - **valore di mercato**
 - **valore di investimento**
 - **valore negoziale equitativo**
 - **valore convenzionale**
 - **valore di smobilizzo**

- ❖ Inoltre ha chiarito che il contributo professionale dell'esperto può avere caratteristiche diverse, collocandosi in una delle seguenti categorie (principio I.4.2):
 - **valutazione**
 - **parere valutativo** (*expert opinion*)
 - **parere di congruità** (“*congruità finanziaria*” nel caso delle aziende)
 - **calcolo valutativo**
 - **revisione del lavoro di altro esperto**

- ❖ È importante soffermarsi sulla distinzione tra ***valutazioni e pareri valutativi*** (tenendo conto poi anche della fattispecie dei ***pareri di congruità***)
- ❖ La distinzione è dovuta alla ***diversa ampiezza del processo valutativo*** svolto dall'esperto e conseguentemente alla ***diversa consistenza del contributo professionale dato***.

CARATTERISTICHE DI UNA VALUTAZIONE

(PRINCIPIO I.4.3)

Una **valutazione** richiede lo svolgimento completo del processo valutativo, attraverso cinque fasi:

- ❖ la formazione e l'apprezzamento della base informativa
- ❖ l'applicazione dell'analisi fondamentale (analisi strategica, analisi dei risultati storici, analisi prospettica, analisi delle fonti dei fattori di rischio, analisi del quadro economico e del mercato finanziario)
- ❖ la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee allo scopo della valutazione
- ❖ l'individuazione dell'influenza dei principali fattori di rischio e delle modalità più idonee per il loro trattamento
- ❖ la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

VALUTAZIONI APPOGGIATE ALLE ANALISI DI ALTRI SPECIALISTI

(PRINCIPIO I.4.8)

- ❖ Nel caso di valutazioni complesse l'esperto può avvalersi del lavoro di altri specialisti, valutandone l'adeguatezza e garantendone la coerenza con lo scopo del suo lavoro.

CARATTERISTICHE DI UN PARERE VALUTATIVO

(PRINCIPIO I.4.4)

- ❖ Un ***parere valutativo*** comporta lo svolgimento controllato di una parte soltanto del processo valutativo, alla quale l'esperto limita la propria responsabilità
- ❖ Una limitazione molto frequente è la rinuncia alle fasi iniziali sino alla formulazione delle previsioni economiche e finanziarie, o alla convalida del piano aziendale già predisposto allo scopo. In questo caso l'esperto si fa carico solo dell'applicazione delle metodiche di stima del valore al piano o agli *input* equivalenti a lui sottoposti.

- ❖ Va sottolineato, comunque, che il segmento del processo valutativo coperto dal parere deve essere svolto con analisi conformi ai PIV. In particolare, nel caso di un parere richiesto sulla base di un piano comunicato all'esperto, è necessario che:
 - il piano sia comunque esaminato con attenzione dall'esperto per:
(1) valutarne la coerenza con le informazioni autonomamente raccolte; (2) individuare il percorso valutativo più idoneo a riflettere il quadro aziendale; (3) percepire il grado di rischio da associare al piano
 - i metodi di valutazione siano scelti in modo coerente, evitando sovrapposizioni o conflitti e ricercando le effettive complementarità
 - il grado di rischio sia riflesso in modo adeguato nelle stime
 - le conclusioni sia espresse in modo razionale e motivato
 - l'intero percorso valutativo sia illustrato con chiarezza, per poter essere ricostruito dai destinatari della valutazione.

CARATTERISTICHE DI UN PARERE DI CONGRUITA'

(PRINCIPIO I.4.5)

- ❖ Un particolare tipo di incarico professionale è rappresentato dai ***pareri di congruità finanziaria*** (*fairness opinion*), che hanno la caratteristica di esprimere un giudizio di adeguatezza in merito ad un risultato già comunicato all'esperto (es. un prezzo o un rapporto di cambio). Possono derivare da una valutazione o da un parere valutativo.

CONFRONTO FRA VALUTAZIONI E PARERI VALUTATIVI

- ❖ La distinzione è essenziale per qualificare l'ampiezza del lavoro svolto dall'esperto e le responsabilità professionali che egli assume. Un **parere valutativo**, anche se si conclude con l'indicazione di un valore, **non costituisce un'attestazione di effettiva sussistenza del valore stesso**, ma solo di corretta applicazione delle metodiche utilizzate dall'esperto. La concreta esistenza di quel valore dipende infatti dalla bontà della base sulla quale l'esperto appoggia la propria costruzione valutativa
- ❖ Quando è necessaria un'attestazione della sussistenza di un valore il **parere valutativo è insufficiente**. Nei PIV si aggiunge che **tutte le valutazioni legali** (e più in generale “*ufficiali*”, perché previste da norme o da contratti) quando non contemplano un semplice calcolo valutativo **devono discendere da valutazioni**, e non già da pareri valutativi. E si precisa anche che i destinatari di una valutazione devono essere messi in grado di seguirne lo sviluppo in ogni fase e di coglierne i passaggi critici; ciò al fine di poter esercitare un controllo e di esprimere un proprio giudizio.

LE PREOCCUPAZIONI MAGGIORI:

LE STIME DI FUSIONE

L'esame della prassi fa emergere le preoccupazioni maggiori nel caso delle operazioni straordinarie e in particolare delle stime di fusione, per i motivi che seguono:

- ❖ Nelle operazioni più importanti, frequente utilizzo di più *fairness opinion* spesso divergenti per impostazione e per modalità di svolgimento
- ❖ Caratteristica spesso comune è l'applicazione delle metodiche valutative a piani non attestati (e talora non resi noti).

- ❖ Varietà non giustificata di metodologie, che conducono a un ampio spettro di indicazioni di valore, con:
 - metodi incompatibili
 - dominanze non riconosciute
 - metodi privi di rigore scientifico
 - parametri contraddittori
 - applicazioni dubbie
 - conclusioni forzate

- ❖ Presenza di limiti di chiarezza e di trasparenza (talora marcato ermetismo, che non consente al lettore di esprimere alcun giudizio).

- ❖ La giustizia è intervenuta in più occasioni riformando i rapporti di cambio e censurando in particolare:
 - l'utilizzo di piani non allegati alla relazione di stima e non comunicati ai soci
 - la mancanza di elementi dimostrativi della credibilità di quei piani
 - la presenza di inadeguatezze e contraddizioni metodologiche che ostacolano la verifica della correttezza applicativa dei metodi di stima utilizzati
 - la carenza di elementi informativi che impedisce al singolo socio di effettuare un controllo della congruità del rapporto di cambio proposto.

❖ Ai fini di un percorso equilibrato è opportuno ricordare che:

- compete agli amministratori illustrare e giustificare il rapporto di cambio proposto, indicando i criteri di determinazione utilizzati e le eventuali difficoltà di valutazione
- gli amministratori possono farsi assistere come credono, richiedendo ad esperti esterni valutazioni o anche *fairness opinion* limitate nell'ambito, ricordando però che alla fine tocca a loro pronunciarsi sulla sussistenza dei valori che conducono al rapporto di cambio proposto
- occorre tenere presente, in particolare, che i pareri di congruità espressi dai revisori **non** hanno un contenuto valutativo
- compete dunque agli amministratori in particolare: (1) motivare l'attendibilità dei piani sottostanti alla stima se in materia non è previsto un contributo esterno; (2) tracciare un percorso attraverso le divergenze di metodo eventualmente risultanti dalle *fairness opinion* degli *advisor*; (3) fornire complessivamente ai soci tutti gli elementi informativi per la formulazione di un loro autonomo giudizio.

CONCLUSIONI

- ❖ L'OIV non ha in alcun modo espresso un parere contrario ai pareri valutativi, e in particolare alle *fairness opinion*, che possono avere una precisa ed esauriente funzione economica
- ❖ È però opportuno che sia evitato il loro uso improprio, per finalità che solo una **valutazione**, completa in ogni aspetto, può conseguire
- ❖ La soluzione è in sostanza affidata alla diligenza degli amministratori, quando precisano le loro richieste di assistenza professionale e quando utilizzano i diversi contributi ricevuti ai fini dell'esecuzione di loro compiti.