

a perdite di conversione manifestatesi in precedenti esercizi.

Esempio:

Si supponga che un credito in moneta estera a media o lunga scadenza sia registrato in contabilità per 100 e venga iscritto a fine esercizio per 90, con contropartita un onere finanziario per 10.

Se nell'esercizio successivo, sulla base del tasso di conversione, viene rilevato il medesimo credito per 105, il provento finanziario di competenza dell'esercizio, pari a 15, viene trattato nel modo seguente:

- 10: imputazione al conto economico;

- 5: differimento (in assenza di altre perdite di conversione).

D) Perdite di conversione conseguite in presenza di utili di conversione differiti

Nel caso di utili di conversione differiti, seguiti negli esercizi successivi da perdite di conversione, ancorché non relative alle stesse partite monetarie, le suddette perdite devono essere coperte innanzitutto mediante addebito del "Fondo utili differiti su cambi" e, per l'eventuale eccedenza, imputate al conto economico quali oneri finanziari.



il requisito dell'oggettività nelle valutazioni aziendali

alcune note critiche

In tutti gli studi relativi alla determinazione del valore economico delle aziende viene sempre sottolineata l'importanza del carattere dell'oggettività del criterio di valutazione. L'importanza e la natura di detto carattere tipologico vengono spesso travisate, sino a giungere a conclusioni assolutamente non coerenti con la teoria e, soprattutto, con la pratica aziendale

di Stefano Ricci

Tirocinante commercialista in Genova, collaboratore Ditea, Università di Genova

SOMMARIO: 1. Cenni introduttivi - 2. Il concetto di oggettività - 3. Diversi criteri di oggettività per diverse tipologie di valutazione - 4. Una possibile soluzione del problema - 5. Pubblicazioni citate e consultate.

1. Cenni introduttivi

La pressoché totale dottrina aziendale italiana ha sempre sottolineato come i modelli per la determinazione del valore economico d'azienda debbano necessariamente possedere alcune caratteristiche tipo-

logiche fondamentali, che si possono così schematizzare:

- **Fazionalità:** questo carattere indica come il modello debba basarsi su ipotesi concettualmente valide, chiare e convincenti, con una solida consistenza teorica e condivise da larga parte della dottrina; parimenti fondate devono essere le modalità di scelta ed elaborazione degli *input* necessari al funzionamento del modello. È altresì evidente che queste ipotesi debbano necessariamente essere giustificate empiricamente, non essendo ammissibile l'adozione di mere supposizioni astratte (1).

(1) Vale a questo riguardo citare un interessante passo di Guatri (1994): "Esistono procedimenti raffinati, di alto significato teorico, che tuttavia forniscono risultati incerti od addirittura privi di senso, in quanto implicano l'assunzione di conoscenze di fatto non dispo-

- **Dimostrabilità:** le valutazioni devono necessariamente essere condivisibili, ovvero, reso noto il modello e gli *input* dello stesso, deve essere possibile per tutti indistintamente ottenere risultati, se non uguali, quantomeno omogenei; alcuni autori hanno identificato questo principio con la riproducibilità, mentre altri, mettendone in risalto differenti aspetti, lo hanno definito come comunicabilità (2). Altri ancora hanno attribuito a questo concetto un'accezione meno ampia, sottolineando la necessaria controllabilità delle variabili e dei parametri della valutazione.

- **Oggettività (3):** questo è senza dubbio l'aspetto definito meno univocamente in dottrina; alcuni autori sottolineano come il metodo debba prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti; altri hanno preferito mettere in evidenza l'assoluta terzietà del valutatore rispetto all'entità oggetto di valutazione e ai soggetti interessati alla stessa.

Riguardo i sopraesposti principi, ritengo sia utile, già in via preliminare, fare alcune considerazioni al fine di sgomberare il campo da alcuni dubbi od incertezze sull'argomento.

In primo luogo è opportuno ricordare che la dottrina affianca a queste tre caratteristiche innumerevoli altre; a questo riguardo alcuni studiosi parlano per esempio di stabilità (4), come capacità di un metodo di analisi di escludere variazioni continue per fatti contingenti o per variazioni di opinione, o di generalità (5), come concetto distinto dalla oggettività della valutazione.

A parere di chi scrive detti ulteriori principi appaiono assai meno significativi nel contesto delle metodologie di analisi del valore, in quanto o tendono a perdere il carattere di generalità (6), che invece devono necessariamente possedere, o sono mere duplicazioni o inutili puntualizzazioni di altri principi più ampi.

Limitandoci allo studio di razionalità, dimostrabilità ed oggettività, già ad una prima analisi appare evidente come i suesposti principi non si possano considerare né teleologicamente né tantomeno organicamente come autonomi, e questo per almeno due ordini di motivi.

In primo luogo queste tre caratteristiche non sono altro che dei necessari corollari di un principio più ampio (e forse di più complessa definizione positiva), quello della veridicità della valutazione, unica fonte ispiratrice del processo di determinazione del valore.

nibili, o che sono mero frutto di presunzioni, o comunque largamente arbitrarie".

(2) Guatri, (1996), pagg. 4 e seguenti.

(3) Zanda ha messo distinto il carattere della oggettività, da lui definito della generalità (1993) o, in altre opere, della neutralità (1990), che tiene ben distinto dalla obiettività, che riguarda la fondatezza dei dati di partenza dell'analisi.

(4) Guatri (1996).

(5) Vedi punto 3.

(6) Generalità intesa in questo senso come applicabilità a tutti i criteri di valutazione per tutti i tipi di valutazioni, nei confronti di tutti i tipi di aziende.

In secondo luogo non possono godere di una autonomia per così dire organica essendo sostanzialmente impossibile concepirne l'esistenza di uno negando quella degli altri: basti pensare al significato della razionalità mancando per esempio l'oggettività delle fonti o la riproducibilità dei risultati.

Fatte le necessarie premesse di cui sopra, appare necessario chiarire in modo più rigoroso la caratteristica che ha dato luogo a maggiori problemi in dottrina, ovvero l'oggettività della valutazione, cercando di fornire attraverso un'analisi critica del problema una soluzione, possibilmente generale, coerente con la prassi aziendalistica corrente.

2. Il concetto di oggettività

Secondo l'opinione di consolidata ed autorevole dottrina, il carattere dell'oggettività è elemento assolutamente imprescindibile nei processi di determinazione del valore di aziende. Detto concetto è stato analizzato sotto due fondamentali punti di vista, in merito agli *input* della valutazione ed in relazione alla figura del perito.

Per quello che riguarda il primo aspetto è reputato necessario sia che non si prendano in considerazione dati che non siano accessibili e conoscibili da parte di un analista indistinto, sia che i dati elementari noti a chiunque non vengano sovra o sottostimati nella funzione di valutazione, in base ad informazioni possedute solo da alcuni particolari soggetti.

Speculare a quanto detto sopra sarà quindi la posizione soggettiva del perito, che dovrà necessariamente essere indipendente ed autonomo, tanto rispetto a chi commissiona la valutazione quanto nei confronti dell'entità oggetto di valutazione.

Operando in questo modo si giungerà quindi ad una misura necessariamente generale, che prescinde da effetti contingenti di domanda ed offerta (7), nonché dalla forza contrattuale che le parti esprimono pretendendo per un valore neutro, equo e generale, che non tenga affatto conto delle posizioni, soggettive, tipicamente dell'acquirente o del venditore.

È evidente che accogliendo *sic et simpliciter* questo criterio, si indicherebbe l'esistenza di una unica valutazione "esatta", e che questa valutazione sia unica nei confronti di qualunque soggetto.

Luigi Guatri, nella sua teoria del valore, ha messo in evidenza questo aspetto sottolineando l'esistenza di unico valore di capitale economico, determinato applicando il sopra menzionato carattere dell'oggettività (o generalità), ed infiniti valori di tipo potenziale, influenzati dalla prospettiva utilità da parte di un particolare soggetto con determinate caratteristiche in caso di acquisizione.

(7) Il concetto è qui applicato ad una compravendita, ma può benissimo essere adattato al caso di fusioni, scissioni, conferimenti, eccetera, in quanto è comunque sempre presente una negoziazione.

3. Diversi criteri di oggettività per diverse tipologie di valutazione

Sino ad ora abbiamo parlato di valutazioni d'azienda in senso estremamente lato. In effetti esistono innumerevoli motivazioni che possono spingere alla redazione di differenti tipi di perizie di stima. A questo riguardo non ci interessiamo ovviamente alle varie metodologie di analisi - metodi patrimoniali, reddituali, finanziari, eccetera - studio che esula evidentemente dai fini della nostra trattazione, ma bensì vogliamo mettere in evidenza come nella pratica le valutazioni di aziende rispondono a una serie estremamente eterogenea di motivi, così sintetizzabili, seguendo una nota schematizzazione:

- *valutazioni conoscitive*, tipicamente messe in atto al fine di identificare un valore massimo o minimo nel corso di trattative contrattuali, ovvero i limiti di convenienza (valore massimo o minimo a cui comprare o vendere). In questa categoria si devono comprendere anche tutte le valutazioni effettuate nel caso di *value based management*, in cui la valutazione ha valenza esclusivamente interna. Queste valutazioni hanno quasi sempre natura informale, e mai vincolante;

- *valutazioni cautelative*, queste stime vengono tipicamente effettuate per la determinazione della capacità di credito di un debitore, o di una società con la quale si vuole avviare una *partnership*; si tratta evidentemente di stime tipicamente dotate di una certa formalità, anche se non sono mai vincolanti;

- *valutazioni ufficiali*, il cui valore determinato ha carattere vincolante, atte a produrre differenti effetti giuridici; a questa categoria riconduciamo per esempio le stime effettuate in caso di fusioni o incorporazioni di aziende (art. 2501-*quinquies* del codice civile), scissioni (2504-*octies* del codice civile), conferimenti (2343 del codice civile), per le trasformazioni da società di persone a società di capitali (2498 del codice civile), per la determinazione del prezzo base in caso di procedure concorsuali, e valutazioni effettuate da collegi arbitrali.

È evidente che il requisito dell'oggettività vada letto in modo molto differente a seconda del contesto in cui la valutazione si colloca.

In caso di valutazione di tipo conoscitivo il carattere della soggettività, intesa come presenza di informazioni e stime di tipo soggettivo da parte del valutatore, non è soltanto accettabile, ma bensì assolutamente necessario al fine di una corretta valorizzazione della realtà oggetto di analisi.

Questo genere di perizie si basa sul presupposto che aziende, pur molto simili sotto il punto di vista patrimoniale e reddituale di breve periodo (e perciò con valori prudenziali analoghi), possano avere capacità e prospettive di lungo periodo estremamente differenti. Questa differente attitudine o potenzialità a generare ricchezza è legata sia a fattori endogeni, quali una maggior capacità di sviluppo, più rilevanti investimenti nella ricerca, personale più motivato, *management* più qualificato, prodotti più innovativi o con

maggiori possibilità di crescita, sia esogeni, quali lo stato e le prospettive del mercato in cui si opera, lo stato della concorrenza, le relazioni con fornitori e clienti. È evidente che questi aspetti necessitano di una adeguata valutazione, al fine di raggiungere una rappresentazione corretta del valore dell'azienda oggetto d'indagine.

Altri autori a questo riguardo hanno utilizzato il termine di "valutazione strategica" (8), in quanto tengono in considerazione aspetti che esulano dall'analisi di breve periodo, a vantaggio di altri con visione più ampia, definiti strategici, conoscibili e quindi ponderabili solo da soggetti direttamente legati alla società oggetto della valutazione.

Per una corretta valorizzazione di queste poste si rende necessario un intervento discrezionale e fortemente soggettivo da parte del valutatore. In questo caso la soggettività può essere vista sotto due differenti punti di vista, in quanto *in primis* il perito si deve basare su aspetti non facilmente quantificabili della realtà oggetto di valutazione, ed inoltre deve rielaborare questi dati in modo spesso fortemente discrezionale; seguendo l'ottica classica questi aspetti possono ledere il principio della oggettività della valutazione, con evidenti e diretti problemi riguardo la riproducibilità della stessa.

Totalmente contrario il caso delle perizie aventi natura prudenziale, in cui procedere alla valorizzazione di poste non considerate come rilevanti dalla totalità dei soggetti potenzialmente coinvolti nell'operazione non è assolutamente accettabile, essendo posta particolare enfasi sul carattere della riproducibilità dei risultati, caratteristica che si adatta assai poco a valori di tipo potenziale.

Molto più complesso appare il caso delle valutazioni di tipo ufficiale, a causa dell'eterogeneità delle fattispecie rinvenibili. In questo caso è quindi necessario procedere a degli opportuni distinguo in quanto alcune valutazioni, quali quelle di conferimento o trasformazione sono meramente finalizzate alla individuazione di un valore minimo, attestante l'esistenza del capitale, per cui ricadono integralmente tra le valutazioni di tipo prudenziale. Altre valutazioni di tipo ufficiale, quali quelle relative a fusioni (soprattutto se coinvolgono soggetti non facenti parte dello stesso gruppo), o a scissioni non proporzionali, avranno invece un compito assai più complesso, essendo finalizzate all'individuazione di un valore effettivo.

4. Una possibile soluzione del problema

A parere di chi scrive la visione del requisito dell'oggettività come sopra individuato, quale fonte di una unica valutazione "esatta" di capitale economico, appare fuorviante sotto il punto di vista squisitamente accademico e non coerente con quella che è la realtà aziendale e professionale.

(8) Zanda-Lacchini-Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, Torino, 1990, pagg. 14 e seguenti.

In primo luogo si possono sollevare alcuni dubbi riguardo il postulato dell'assoluta terzietà del soggetto valutatore per una serie articolata di motivi che si possono così riassumere:

- il capitale economico non è un'insieme di beni, ma bensì un'entità astratta (9), la cui determinazione non si fonda su dati identificabili quantitativamente in via diretta, ma impone il ricorso obbligato a opinioni, pareri e stime;

- oggetto di valutazione è un'azienda, ovvero un soggetto dinamico caratterizzato da un divenire incessante, le cui prospettive di sviluppo e di vita sono indubbiamente influenzate da taluni aspetti che potremmo definire soggettivi, quali le politiche di gestione della liquidità e di investimento, l'orizzonte temporale di riferimento, eccetera, che necessitano quindi di un apprezzamento di tipo soggettivo;

- è indubbio che un'azienda possieda valori oggettivamente diversi a seconda del soggetto proprietario: un'azienda in perdita ma con una buona quota di mercato avrà valori decisamente diversi per un concorrente e per un investitore interessato ad un investimento di natura meramente finanziaria;

- non esistono valutazioni senza che vi siano soggetti interessati alla valutazione stessa (10); sarebbe quindi assolutamente incoerente non tenere in considerazione gli aspetti di natura soggettiva che motivano detti soggetti alla redazione di una valutazione;

- la rilevanza di aspetti soggettivi nella determinazione del valore è poi indirettamente ammessa anche dai più strenui ed intransigenti sostenitori del requisito dell'oggettività quando, nel determinare il valore di una quota (11) di capitale di una società sommano ai valori oggettivamente determinati un premio di maggioranza (o sconto di minoranza), che altro non è che una valutazione, se pur indiretta e parziale di alcuni aspetti squisitamente soggettivi delle caratteristiche delle parti interessate.

Con quanto detto sino ad ora non si cerca di dimostrare, si badi bene, che il carattere dell'oggettività sia da considerarsi come non corretto o superfluo, ma bensì vuole fungere da stimolo a che non si sacrifichi la veridicità della valutazione alla ricerca intransigente del requisito della generalità.

Personalmente ritengo sia più corretto assimilare il carattere dell'oggettività alla non arbitrarietà o discrezionalità della perizia di stima.

(9) Si vedano a questo riguardo Zappa, *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1950, pagg. 80 e seguenti, e Zana Lachini Onesti (1990) *op. cit.*

(10) Qualche autore ha fatto notare come anche le perizie effettuate in via del tutto indipendente da soggetti terzi, come nel caso di società quotate valutate da analisti finanziari per conto di editoria specializzata o centri studi, siano effettuate ed influenzate sotto un punto di vista soggettivo ben evidente: quello del piccolo azionista.

(11) Si rileva come a questo riguardo parte della dottrina sostenga come, sommando al valore oggettivamente determinato il premio di maggioranza, si ottenga non un valore ma bensì un prezzo.

L'oggettività non deve essere quindi vista come caratteristica intrinseca della valutazione, ovvero come assoluta terzietà del valutatore, da cui conseguono la non soggettività delle sue scelte metodologiche e di interpretazione dei dati conoscibili da chiunque, ma deve essere considerata quale una sorta di giudizio di merito sull'operato del perito, in particolare riguardo la selezione ed elaborazione dei fatti elementari oggetto di analisi.

Questo giudizio dovrà essere triplice, e cioè:

- *ex ante* sulla significatività del dato (*input*): i dati di partenza della funzione devono essere, come abbiamo detto, non discrezionali; deve essere altresì possibile determinare questi dati quantitativamente, eventualmente anche attraverso un processo che sia razionale;

- sul *nesso causale* tra l'*input* ed il valore economico del capitale: deve essere generalmente accettata la capacità degli *input* di partenza di influenzare la determinazione del valore di un'azienda;

- *ex post* sulla significatività del dato scaturente dal processo valutativo: la funzione di determinazione del valore deve non solo essere razionale, ma deve essere inoltre coerente con gli *input* ritenuti rilevanti dal valutatore e con la finalità da perseguire.

In questa ottica non dovrà quindi essere messo in discussione esclusivamente l'utilizzo di dati di natura soggettiva, ma bensì le modalità di utilizzo di tutti i dati elementari oggetto di analisi.

In questo modo, rifacendosi al caso tipico della cessione d'azienda, si può intuire come potranno esistere infinite valutazioni (oggettive) di capitale economico, a seconda della posizione del valutatore (compratore o venditore), e secondo le finalità del soggetto (speculativa, mirata all'integrazione, imprenditoriale, finanziaria). In questo caso si dovrà valutare la rilevanza degli *input* ad influenzare il valore (e non la loro astratta conoscibilità), le modalità di quantificazione di detti dati e la ragionevolezza del criterio di valutazione, il tutto in relazione alle differenti posizioni soggettive dell'operatore interessato alla valutazione.

Accettando queste ipotesi anche il perito "terzo" (per esempio in caso di nomina da parte del tribunale), dovrà tenere in considerazione le differenti personalità dei contraenti senza che per questo la valutazione perda il requisito della oggettività.

È interessante infine notare come questo "nuovo" concetto di oggettività possa benissimo adattarsi anche a valutazioni di tipo potenziale, fatto peraltro sempre negato in quanto considerato assolutamente incompatibile con il requisito della generalità.

5. Pubblicazioni citate e consultate

Amaduzzi, *La teoria della valutazione dei complessi aziendali*, "Rivista Italiana di Politica Economica", 1954.

Bratta, *La valutazione delle aziende: metodi finanziari a confronto* in "Amministrazione e finanza" n. 19/1997.

Ferrero, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966.

Guatri, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1984.

Guatri, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1994.

Guatri, *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1996.

Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.

Oricchio, *Alcune considerazioni sul principio di equità nella stima del capitale economico*, "Auditing" n. 17/1993.

Ponte, *Come cambia l'approccio valutativo in funzio-*

ne dell'azienda oggetto di valutazione, in "La tribuna dei dottori commercialisti" n. 2/1997.

Ricci, *La comunicazione del valore, presupposti, paradigma e finalità*, Conferenza Aidea Giovani, Ancona, 18 dicembre 1999, atti del convegno.

Schwab, *Theories of performances and satisfaction*, a review, "Industrial relations", n. 9/1970.

Zanda-Lachini-Onesti, *La valutazione di aziende*, Giapichelli editore, Torino, 1990.

Zanda-Lachini-Oricchio, *La valutazione del capitale umano nell'impresa*, Giapichelli editore, Torino, 1993.

Zappa, *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1950.

Nelle librerie specializzate o con richiesta diretta all'Editore

Piergiorgio Valente

Franco Roccatagliata

INTERNET

Aspetti Giuridici e Fiscali del Commercio Elettronico

Con la collaborazione del
CENTRO STUDI
ERNST & YOUNG

eti
il fisco

NOVITÀ
Volume di 808 pagine

CEDOLA RICHIESTA VOLUME
"INTERNET: ASPETTI GIURIDICI E FISCALI DEL COMMERCIO ELETTRONICO"

Compilare e spedire insieme alla fotocopia del versamento di L. 60.000 sul c/c postale n. 61844007
o con assegno bancario non trasferibile

Spett. ETI S.p.A. - Viale Mazzini, 25 - 00195 Roma

Nome Cognome

P. Iva Cod. Fisc.

Residente in Via

Città C.a.p.

Firma

