

Sommario

Il contesto legale di riferimento	2
Il recesso e le sue cause.....	2
Determinazione del valore delle quote	3
La figura dell'esperto incaricato della valutazione.....	6
La data di riferimento della valutazione.....	7
L'architettura del processo di valutazione	8
I metodi di valutazione	10
Una rassegna dei metodi di valutazione disponibili.....	10
La scelta del metodo per il recesso di socio da Srl	11
Analisi sensitività. Strumenti per il supporto alle decisioni nel processo di Valutazione d'azienda.....	12
Ruolo dell'ausiliario esperto di valutazioni immobiliari	13
Prezzo, valore, costo degli immobili.....	14
Il criteri di valutazione	15
Bibliografia.....	17

Il contesto legale di riferimento

La riforma del **diritto societario** del 2003 ha rivisto la normativa sul diritto di recesso dei soci di società di capitali, ampliando le fattispecie in cui viene riconosciuto il diritto al socio. Ne ha inoltre precisato l'iter procedurale introducendo l'ipotesi di determinazione del valore di liquidazione mediante **relazione giurata dell'esperto**. La disciplina precedente alla riforma aveva lo scopo di preservare il capitale sociale nell'ottica di tutelare quella che è la principale garanzia per i diritti dei creditori e pertanto la facoltà di esercitare il diritto di recesso era limitata a determinati casi, trasformando così la società in una sorta di prigionia per il socio. Il **principio ispiratore** della riforma societaria è stato appunto quello di liberalizzare gli scambi economici con l'obiettivo di favorirli e quindi di responsabilizzare in maggior misura i soggetti che a vario titolo ne sono coinvolti.

In questa sede verrà presa in considerazione la sola fattispecie di **recesso da Srl**, contemplata **dall'art 2473** del codice civile. In un parallelo articolo è disponibile, sul mio sito www.angelofiori.it, il caso di recesso di un socio da Spa



Il recesso e le sue cause

Cominciamo con indicare **le cause** in cui sia possibile esercitare il diritto di recesso. **L'art 2473** recita: "**L'atto costitutivo** determina quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità. **In ogni caso** il diritto di recesso compete ai soci che non hanno consentito al cambiamento dell'oggetto o del tipo di società, alla sua fusione o scissione, alla revoca dello stato di liquidazione al trasferimento della sede all'estero alla eliminazione di una o più cause di recesso previste dall'atto costitutivo e al compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto della società determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'articolo 2468, quarto comma."

Le cause si possono pertanto dividere in:

- Cause previste dalla legge;

- Cause previste nell'atto costitutivo

Cause previste dalla legge: (a) cambiamento dell'oggetto sociale; (b) cambiamento del tipo di società; (c) trasferimento della sede sociale all'estero; (d) fusione o scissione; (e) compimento di operazioni che comportano una sostanziale modifica dell'oggetto sociale; (f) modifica dei diritti particolari attribuiti ai soci, riguardanti l'amministrazione o la distribuzione di utili; (g) eliminazione di una o più cause di recesso convenzionali previste nell'atto costitutivo; (h) aumento di capitale a pagamento con esclusione del diritto di opzione; (i) introduzione o soppressione di clausole compromissorie; (l) casi particolari previsti per società soggette ad attività di direzione e coordinamento

Cause previste dall'atto costitutivo: (a) clausola che prevede che la società sia costituita a tempo indeterminato o mancata indicazione di durata; (b) clausola che prevede l'intrasferibilità delle quote di partecipazione; (c) clausola che subordina il trasferimento della quota per atto tra vivi al mero gradimento degli organi sociali, di soci o di terzi; (d) clausola che subordina il trasferimento della quota a causa di morte a condizioni o limiti che nel caso concreto ne impediscono il trasferimento; (e) casi di recesso in aggiunta a quelle legali

Determinazione del valore delle quote

Preliminarmente vale la pena di segnalare, dall'esame dell'art 2473 del cod. civile, l'assenza di un paio di indicazioni che sono invece presenti nella disciplina della società azionaria prevista dall'art 2437 e segg. del codice civile.

La **prima** riguarda la **mancanza** di una indicazione che riconosca il diritto dei soci di **conoscere anticipatamente il valore della partecipazione** ed i **criteri utilizzati** per la sua determinazione. Il **secondo** elemento concerne l'individuazione del **soggetto** cui spetta la **determinazione del valore** della partecipazione. Tale circostanza sembra riflettere un'intenzione del legislatore, cioè quella di rendere più snello il procedimento di liquidazione nel contesto societario in cui la centralità della persona del socio fa ipotizzare un suo più diretto coinvolgimento nell'attività sociale e quindi una ipotetica maggiore informazione sulle condizioni e sulle dinamiche della società.

Si rileva tuttavia che la **materia valutativa** è molto **specialistica** e richiede pertanto l'applicazione di tecniche (come si vedrà nel seguito) che vanno al di là delle conoscenze che può avere un socio, anche informato, sull'attività aziendale. Si osserva inoltre che la valutazione eventualmente effettuata dagli amministratori correrebbe il rischio di non essere completamente indipendente, in quanto la società è parte interessata al processo valutativo; inoltre la società rappresenta, con l'uscita del socio gli interessi dei soci rimasti in misura maggiore rispetto alla situazione pre-uscita.

In **assenza** di una **clausola compromissoria** nello statuto della società che regolamenti la materia, la conseguenza, come spesso **accade nella pratica**, è che la società effettui, direttamente tramite gli amministratori stessi, ovvero con una perizia di parte assegnata ad un professionista, una valutazione e che di contro il socio recedente effettua una propria valutazione e **si apra** quindi un **contenzioso sul valore delle quote**. In questo caso viene in aiuto il 3° comma dell'art 2473, il quale precisa che, in caso di disaccordo sul valore, la sua determinazione viene effettuata tramite relazione giurata di un **esperto** nominato dal **Tribunale**.

Per quanto concerne il quantum di valore della quota, l'art 2473 del codice civile specifica che i soci, che recedono da una Srl, hanno diritto ad ottenere il rimborso delle quote in **proporzione del patrimonio** sociale; esso è a tal fine determinato tenendo conto anche del **valore di mercato**, al momento della dichiarazione di recesso.

L'intento del legislatore, nel definire il valore della quota, viene normalmente interpretato dalla dottrina e dalla prassi come la ricerca di un valore economico effettivo (cd **fair value** ovvero **equo apprezzamento**). Vedi in proposito anche l'**art 1349 del cod. civile**, espressamente richiamato dall'art 2473, nel caso di un esperto nominato dal tribunale: "se la determinazione della prestazione dedotta in contratto è deferita ad un terzo e non risulta che le parti vollero rimettersi al suo mero arbitrio, il terzo deve procedere con equo apprezzamento". Ciò in modo da non favorire ovvero penalizzare né il socio recedente, né gli acquirenti delle quote, ovvero la società. In altri termini il riferimento si basa su un valore esterno ed indipendente, non influenzabile da alcuna delle parti interessate.

E' dubbio se sia possibile prevedere **nell'atto costitutivo criteri** di valutazione della quota **diversi** da quelli indicati dalla legge. In particolare l'ordine dei **notai del Triveneto** si è espresso indicando che stante la tipicità della causa del recesso (disinvestimento), non è possibile prevedere statutariamente che al socio recedente venga rimborsato un importo diverso dal valore di mercato della partecipazione al momento della dichiarazione di recesso. È tuttavia possibile, in assenza di un metodo legale e univoco di valutazione delle partecipazioni societarie, prevedere criteri statuari volti a determinare in maniera oggettiva il valore di mercato della partecipazione, dovendosi ritenere illegittime solo quelle clausole che determinano il rimborso della partecipazione secondo criteri diversi dal valore di mercato.

Sono inoltre, **ad esempio**, da **ritenersi lecite** le clausole volte a determinare il valore dell'avviamento secondo calcoli matematici rapportati alla redditività degli esercizi precedenti. Sono invece, da **ritenersi illecite** le clausole che determinano il rimborso della partecipazione in misura pari al valore nominale della stessa o che tengano in considerazione i soli valori contabili. Sono del pari da ritenersi illecite le clausole che rimettono ad una decisione periodica dei soci, anche unanime, la predeterminazione del valore delle partecipazioni ai fini di un eventuale recesso.

In questa sede vale anche la pena di **precisare** un paio aspetti:

- **il valore di mercato** di cui all'art 2473 si riferisce alle quote sociali oggetto di recesso, **non** ai singoli beni che costituiscono il patrimonio sociale. I singoli beni, attivi o passivi compongono infatti, attraverso il patrimonio sociale, il complesso azienda (ovvero pro quota le quote sociali), che è appunto l'oggetto da valutare.
- Il valore di mercato potrebbe far emergere maggiori valori o anche minori valori rispetto al patrimonio sociale; **maggiori valori** emergono normalmente per la presenza di beni immateriali non contabilizzati a bilancio, ovvero per la presenza di un avviamento; **minori valori** possono emergere ad esempio per aziende cronicamente in perdita, ovvero quando il bilancio contenga significative minusvalenze non contabilizzate

Sugli specifici criteri di valutazione da adottare per la valutazione delle quote sociali, **il legislatore** non fornisce alcuna indicazione particolare, salvo i riferimenti sopra indicati al patrimonio sociale ed al valore di mercato. Tra i vari metodi valutativi previsti dalla dottrina e dalla tecnica professionale, la Fondazione Nazionale dei Commercialisti, in un documento dell'aprile 2015, indica come preminente il **modello patrimoniale, semplice o complesso**, con integrazione di **modelli reddituali** ovvero **finanziari (metodo DCF discounted cash flow)**, come metodi ausiliari nella misura in cui siano praticabili e/o applicabili.

Circa l'eventuale applicabilità di **variazioni**, in aumento o in diminuzione per **quote di maggioranza** ovvero quote di **minoranza**, così si è espresso il citato documento: "La valorizzazione della partecipazione avviene

in proporzione della partecipazione che il socio recedente possiede nella società e quindi nel patrimonio sociale; data la diretta proporzionalità tra valore del patrimonio sociale e valore della partecipazione, a differenza di quanto avviene nel caso di cessione di partecipazioni, **non** si dovrebbe **tener conto di premi di maggioranza o sconti di minoranza**, né tantomeno di eventuali diritti particolari del socio potranno influenzare il valore della partecipazione che lo stesso ha nella società". Secondo tale orientamento, la valutazione, ai fini del recesso, non dovrebbe, pertanto, essere influenzata dall'ipotesi in cui dalla partecipazione derivi un controllo della società. Conseguentemente al suo normale valore non dovrà essere sommato il cd. "premio di maggioranza"; nel caso di una partecipazione minoritaria, non dovrebbe essere effettuato lo "sconto di minoranza". Si precisa peraltro che sulla **stessa linea** si trovano anche i PIV (**Principi Italiani di Valutazione**), emessi nel luglio 2015, da OIV (Organismo Italiano di Valutazione).

Si evidenzia inoltre che l'art 2473 precisa che il **rimborso delle quote** può avvenire:

- (a) mediante **acquisto** da parte dei **soci** proporzionalmente alle loro partecipazioni,
- (b) da un **terzo** concordemente individuato dai soci medesimi; qualora ciò non avvenga,
- (c) il rimborso è effettuato **utilizzando riserve disponibili** o, in mancanza, corrispondentemente **riducendo il capitale sociale**; in quest'ultimo caso si applica l'art 2482 e, qualora sulla base di esso non sia possibile il rimborso della partecipazione, la società viene posta in liquidazione

Vale la pena di ricordare che il valore da assegnare alle quote di recesso, nell'ipotesi c) sopracitata, rappresenta un punto di incontro fra **due interessi contrapposti**:

- i. la **tutela del socio recedente**, non più in sintonia con le politiche gestionali adottate dalla società, soprattutto in assenza di possibili acquirenti
- ii. la **salvaguardia dell'integrità del patrimonio sociale** in favore sia dei creditori sociali, sia dell'impresa che viene ad essere privata di parte delle risorse originariamente destinate allo svolgimento dell'attività economica, sia dei lavoratori che nel caso estremo di ipotesi liquidatorie vedrebbero vanificato il loro posto di lavoro

L'applicazione delle regole indicate dall'art 2473 del codice civile sopraesposte pone quindi un **problema**. Il patrimonio netto sociale è il risultato dell'applicazione delle regole previste dalla legge per la formulazione dei bilanci di esercizio, mentre la valutazione delle quote segue **regole e metodologie** in parte **diverse**, come indicato dallo stesso art 2473 citato e come previsto dalle tecniche di valutazione d'azienda.

Un paio di **esempi** possono essere utili per chiarire questo aspetto:

- Esempio A. Presenza di un significativo **valore di avviamento**. L'avviamento, a meno che non sia un importo originato dal pagamento a terzi per l'acquisto di un'azienda, **non** viene **espresso sul bilancio di esercizio**: ciò è infatti vietato sia dal codice civile che dai principi contabili di riferimento. L'avviamento viene invece **considerato** in sede di determinazione del **valore delle quote**, così come indicato dall'art 2473 che individua il valore di mercato come elemento di riferimento, ma non trova espressione nel patrimonio societario da cui si attinge per liquidare le quote al socio recedente. Appare evidente che il 30% o il 40% della quota del socio recedente calcolata sul patrimonio netto senza avviamento è

differente dalla stessa quota calcolata considerando anche l'avviamento. **Casi simili** si verificano nel caso siano presenti elementi immateriali, ma non contabilizzati a bilancio, quali. brevetti o marchi

- Esempio B. Presenza di importanti **minusvalenze non contabilizzate**; queste possono avere la più diversa origine: valori di magazzino gonfiati, crediti inesigibili non svalutati, fondi rischi non evidenziati, perdite permanenti di valore sugli immobilizzi. Questi casi presentano una situazione inversa rispetto alla precedente: il valore della quota sarà infatti proporzionalmente minore rispetto alla quota di patrimonio netto desumibile dal bilancio. In questa situazione inoltre si presenta la necessità, per la società, di contabilizzare le minusvalenze che emergono in sede di valutazione della quota del socio recedente



La figura dell'esperto incaricato della valutazione

Si è soliti distinguere il ruolo dell'esperto per le valutazioni fra CTU e CTP. Di seguito si indicano le due figure con i rispettivi ruoli:

- Il **CTP (Consulente Tecnico di Parte)** ha il ruolo di prestare la propria opera di consulenza, non tanto per il Giudice, ma per le parti in causa. Sarà ognuna delle parti in causa a decidere a quale libero professionista conferire l'incarico peritale. Questo dovrà affiancare il consulente d'ufficio e, per mezzo delle proprie conoscenze ed esperienze in un determinato settore tecnico, potrà sostenere o criticare le osservazioni da lui fornite.
- **CTU o Consulente Tecnico d'Ufficio** si riferisce a quella figura di perito che lavora al fianco del Giudice (art.61 del Codice di Procedura Civile) e presta la sua opera di consulenza sulla base di precise competenze stabilite dal Codice di Procedura Civile. Il CTU collabora con il Giudice che gli ha conferito l'incarico in un clima di assoluta fiducia e cooperazione. Il Giudice, infatti, dopo aver elaborato dei quesiti utili a chiarire le posizioni delle parti, li sottopone al CTU che ha il compito di rispondere a tali quesiti in maniera precisa e dettagliata attraverso un elaborato definito appunto: Consulenza Tecnica d'Ufficio.

- Ci sono infine **casi in cui**, come la nomina che normalmente viene effettuata dal Tribunale **ex art 2473** del cod. civile, il perito non è tecnicamente né CTU né CTP. In questi casi infatti il Tribunale si limita a nominare il perito e si riserva di decidere quale delle parti sosterrà il relativo costo. **Non si instaura** pertanto alcun **procedimento giudiziale** e il perito nominato, che deve esprimere la sua valutazione attraverso una perizia giurata, risponde alle parti nei limiti indicati dall'art 1349 del cod. civile già citato.

Sul piano tecnico-deontologico bisogna precisare che **l'esperto valutatore** deve essere consapevole delle cognizioni tecniche richieste per **un'attività di alta specializzazione** quali è quella relativa alle valutazioni d'azienda. Le **competenze** necessarie si estendono infatti in numerose aree, quali: (a) le analisi strategiche di settore e d'azienda, le analisi di bilancio, (b) le previsioni economiche e finanziarie, (c) le competenze nei mercati di borsa e finanziari, (d) gli aspetti tecnico-metodologici dei procedimenti di valutazione, (e) le caratteristiche delle operazioni aziendali per le quali le stime sono necessariamente richieste.

Va da se inoltre che il perito valutatore sia legato al **segreto professionale** sui dati e informazioni di cui viene a conoscenza.

La data di riferimento della valutazione

L'art 2473 indica che il rimborso della partecipazione, per cui è stato esercitato il diritto di recesso, deve essere eseguito **entro 180 giorni** dalla comunicazione del medesimo alla società. Non è infrequente tuttavia il caso in cui questo termine venga superato, considerando anche che non vi sono sanzioni o effetti conseguenti al suo superamento. Spesso infatti sul valore delle quote nascono dispute che si protraggono nel tempo e che, con buona probabilità, finiscono in Tribunale.

Di **conseguenza** può accadere che ci sia un **intervallo** significativo fra la data in cui il perito nominato dal Tribunale effettua la valutazione e la data di riferimento della valutazione stessa, sostanzialmente pari alla data del recesso. Vengono pertanto svolte di seguito **alcune considerazioni**, tratte dai citati PIV, da tenere presente in casi del genere.

- La **data** di riferimento della valutazione **condiziona** sia **i fatti e le circostanze** da tenere presenti che i **dati e le informazioni** disponibili per le stime di valutazione. Ciò non significa che l'esperto valutatore debba ignorare i fatti, le circostanze, ovvero i dati e le informazioni successivi, ma qualora li consideri deve indicare come li ha considerati e perché ne ha fatto uso. Questo principio vale in modo particolare per i valori di mercato, che per loro natura variano anche in modo significativo lungo il tempo
- In qualunque valutazione deve essere considerata attentamente il **fattore incertezza** concernente lo sviluppo degli avvenimenti futuri. In altri termini l'esperto deve raggiungere conclusioni valutative che tengano conto dell'incertezza insita nella base informativa disponibile, nella metodologia di valutazione seguita, nei risultati dei calcoli e delle stime sviluppate. Si ricordano al proposito le distinzioni intuitive fra: (a) **eventi possibili**, (b) eventi **ragionevolmente prevedibili** e (c) **eventi inattesi o remoti**.
- Bisogna **evitare** in ogni caso il cd fenomeno **dell'insight bias**. Trattasi del cd "**senno di poi**", ovvero la tendenza a considerare gli eventi che si sono verificati, come più prevedibili di quello che in realtà fossero prima che si fossero verificati.

L'architettura del processo di valutazione

Il processo di valutazione di un'azienda e quindi anche di quote societarie è un processo complesso che attraversa diverse fasi logiche e procedurali, che di seguito si indicano.

1. E' necessaria la costituzione e l'analisi di **un'adeguata base informativa**. Le informazioni relative possono essere raccolte sia presso la società da valutare che da fonti esterne.
 - 1.1. un aspetto riguarda l'**attendibilità** dei **dati raccolti**, che può derivare da controlli eseguiti dal perito stesso, ovvero da fonti esterne, quali ad esempio la società di revisione che esamina il bilancio di esercizio. Che sia presente o meno la società di revisione, **le verifiche** del perito non si estendono a quelle previste per una revisione contabile, ma **si limitano** ad una valutazione di congruità in funzione dello scopo valutativo. In qualche caso possono essere richieste apposite lettere di conforto al management aziendale.
 - 1.2. i dati devono naturalmente partire dai **bilanci aziendali** e dai documenti contabili di dettaglio ad essi relativi. è indispensabile esaminare i bilanci consuntivi, ma spesso sono necessari anche **bilanci o piani prospettici futuri**
 - 1.3. la **base informativa** non si deve tuttavia limitare ai bilanci, ma **estendersi** ad una serie di informazioni sul business aziendale, quali: (a) il mercato di riferimento e la concorrenza, (b) le strategie aziendali, (c) il business model aziendale, (d) il management, l'organizzazione aziendale, e la governance, (e) i risultati conseguiti e i piani futuri, (f) il settore economico di appartenenza, (g) i fattori ambientali e la normativa di riferimento, (h) eventuali altre valutazioni aziendali disponibili, (i) l'assetto societario di riferimento e la distribuzione del capitale sociale
 - 1.4. la base informativa dovrebbe estendersi anche all'esame di **perizie di parte**, quando presenti; alcuni degli elementi componenti le perizie di parte possono infatti fornire utili notizie e tracce
2. **L'analisi fondamentale**, cioè l'**esame critico** dei dati raccolti e la loro **contestualizzazione** ai fini della valutazione da sviluppare. Essa attraversa le seguenti fasi:
 - 2.1. **l'analisi strategica** a livello azienda/società. Essa ha come oggetto le caratteristiche sul lato della domanda, sul lato dell'offerta e i rapporti di filiera economico- distributiva esistenti e si pone l'obiettivo di individuare i fattori critici di successo che impattano il valore aziendale
 - 2.2. **l'analisi critica dei bilanci**, la loro **riclassificazione** e la loro **normalizzazione**; occorre in questa sede infatti valutare: (a) la presenza e le modalità di rappresentazione di eventuali variabili critiche, (b) le aree di discrezionalità lasciate dall'applicazione del codice civile e dei principi contabili, (c) la presenza di elementi straordinari e/o anomali rispetto alla gestione caratteristica, (d) gli aggiustamenti ritenuti opportuni per gli scopi della valutazione
 - 2.3. particolare rilevanza hanno normalmente le **previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie**, che possono estendersi su un arco temporale che va da un minimo costituito dal **budget annuale a piani pluriennali** fino a 3 – 5 anni; i piani vanno analizzati sotto vari profili: (a) la completezza e la coerenza dei piani, (b) l'ampiezza e la profondità dell'informazione fornita, (c) l'attendibilità dei piani e dei dati in essi contenuti, (d) la sostenibilità, soprattutto sul piano finanziario e della disponibilità di capitali

2.4. nel caso di previsioni economiche, a causa della loro incertezza, vengo spesso forniti **diversi scenari di sviluppo** futuro dei piani stessi; gli scenari possono essere classificati sulla base della loro realizzabilità: (a) valori in atto quando i valori emersi presuppongono uno stato a regime, conservando nel tempo le condizioni attuali, (b) valori potenziali quando gli sviluppi futuri sono conseguenza di nuovi programmi di sviluppo

3. Un **giudizio sintetico** di valutazione e la **scelta dei criteri** da applicare. Dopo aver raccolto e studiato gli elementi indicati nelle precedenti fasi 1 e 2, l'esperto valutatore dovrebbe essere in grado di avere un quadro complessivo, al fine di orientarsi verso la scelta del o dei criteri di valutazione da utilizzare in concreto. I criteri messi a disposizione dalla pratica valutativa (come si vedrà in un paragrafo successivo) sono numerosi, ciascuno con proprie caratteristiche e peculiarità. Per pervenire ad una scelta consapevole e professionalmente apprezzabile è necessario tuttavia prendere in considerazione i seguenti aspetti

3.1. è necessario considerare la **disponibilità** e la **coerenza** dei **dati raccolti** al fine di poter applicare i differenti metodi valutativi, ad esempio: (a) al fine di applicare metodi basati su flussi futuri, di reddito avverso di cassa, è necessario disporre di stime future attendibili e coerenti, utilizzabili ai fini della valutazione; (b) per applicare metodi basati sui multipli occorre poter disporre, da un lato di aziende comparabili ovvero di transazioni comparabile, dall'altro di opportuni parametri utilizzabili per la comparazione; (c) eventuali discrepanze fra dati consuntive e dati prospettici devono generare perplessità e conseguenti approfondimenti da effettuare

3.2. è indispensabile effettuare una **valutazione** dei **rischi** connessi all'utilizzo dei vari metodi. Si premette che **l'incertezza** è un **fattore** sempre **presente** nelle **valutazioni**, l'alea si manifesta per definizione attraverso la variabilità che può manifestarsi in qualunque dato inserito nel processo valutativo. Per **gestire** queste ineliminabili **incertezze**, il valutatore dispone: (a) lo strumento dell'analisi per scenari ovvero la sensitivity analysis; (b) la scelta di differenti metodi, se operata con consapevolezza e professionalità, con può essere un altro strumento per gestire l'incertezza;

3.3. occorrere tuttavia **evitare l'uso indiscriminato** di **molti metodi** di valutazione, effettuando poi una media (semplice ovvero con opportuni pesi) fra i diversi metodi, spesso nella pratica si usa un metodo principale e uno o più metodi di controllo. Lo strumento concettuale da utilizzare è una ricerca di convergenza fra i diverse indicazioni di valore emerse dall'applicazione dei differenti metodi, tenendo conto dei particolari profili di significatività come dei rischi connessi ai vari metodi utilizzati. Qui viene indubbiamente in aiuto **l'esperienza** ed il **"fiuto" professionale** del valutatore

I metodi di valutazione



Una rassegna dei metodi di valutazione disponibili

Di seguito viene effettuata una **sintetica carrellata** dei principali metodi di valutazione utilizzabili.

Metodo patrimoniale semplice. Esso consiste nella valutazione dei singoli componenti dell'attivo e del passivo desumibili dai bilanci di esercizio, rettificato in aumento o diminuzione in funzione di eventuali differenze riscontrabili fra valori iscritti a bilancio e eventuali diversi valori applicabili per il fine della valutazione della società, che possono originare **plus ovvero minusvalenze**. Il valore risultante è denominato patrimonio netto rettificato. Questo metodo è fra l'altro in linea con le indicazioni contenute nell'art 2473 del cod. civile, come indicato in un paragrafo precedente

Metodo patrimoniale complesso. Esso prevede che al patrimonio netto rettificato, ottenuto con il metodo patrimoniale semplice, venga aggiunto il valore dei **beni immateriali** non contabilizzati a bilancio, quali: marchi, brevetti, costi di ricerca e sviluppo, avviamento, concessioni o licenze. Per quanto concerne in particolare **l'avviamento**, L'OIC 24 definisce lo stesso come l'attitudine di un'azienda a produrre utili che derivino o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo, ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione dei beni in un sistema efficiente.

Metodo reddituale. Il modello reddituale si basa su una **previsione** dei **flussi reddituali** attesi attualizzata ad un tasso coerente con i flussi prescelti, con un determinato fattore di crescita stimato. Per effettuare il relativo conteggio occorre normalizzare i redditi passati, depurandoli da elementi anomali o straordinari e

effettuare stime sui possibili redditi futuri. L'orizzonte temporale di sviluppo dei redditi può essere all'infinito, ovvero per un determinato arco di anni

Metodo complesso o **misti reddituali - patrimoniali**. Trattasi del metodo UEC complesso, che unisce le caratteristiche del metodo patrimoniale e del metodo reddituale, **bilanciando** così l'aspetto patrimoniale con quello reddituale dell'azienda da valutare. La parte reddituale è basata sull'attualizzazione di sovra redditi rispetto a paralleli investimenti effettuati in assenza di rischio

Metodi finanziari basati sui flussi di cassa (cd **metodi DCF discounted cash flow**). Tali metodi si basano sulla previsione dei flussi di cassa originati dalla gestione aziendale opportunamente attualizzati. In questo caso bisogna pertanto disporre non solo di previsioni sui redditi **futuri** conseguibili, ma anche sui futuri andamenti patrimoniali e finanziari e conseguentemente sui relativi flussi di cassa aziendali. I flussi di cassa futuri vengono normalmente attualizzati in **due tranches**: la prima lungo un arco temporale che può variare da 3 a 5 anni, una seconda parte (il cd terminal value) su un arco temporale molto più lungo, ovvero all'infinito.

I metodi basati sui **multipli** forniscono valutazioni di tipo relativo, nel senso che hanno l'obiettivo di determinare il valore di un'azienda tramite l'utilizzo di prezzi, che comunque fanno riferimento al **mercato**, di aziende simili. Essi si basano sulla applicazione di **indici**, detti multipli, provenienti da operazioni e situazioni di aziende comparabili. Lo scopo è quello di sviluppare rapporti che legano il prezzo di mercato delle aziende ai multipli o indici individuati. Possono essere utilizzati: (a) **multipli di società comparabili** (market o trading multiples); (b) **multipli di transazioni comparabili** (deal o acquisition multiples). Gli indici o multipli più comunemente usati sono EV/Ebit, EV/Ebitda, EV/Sales, Price/Book value, Price/Earning.

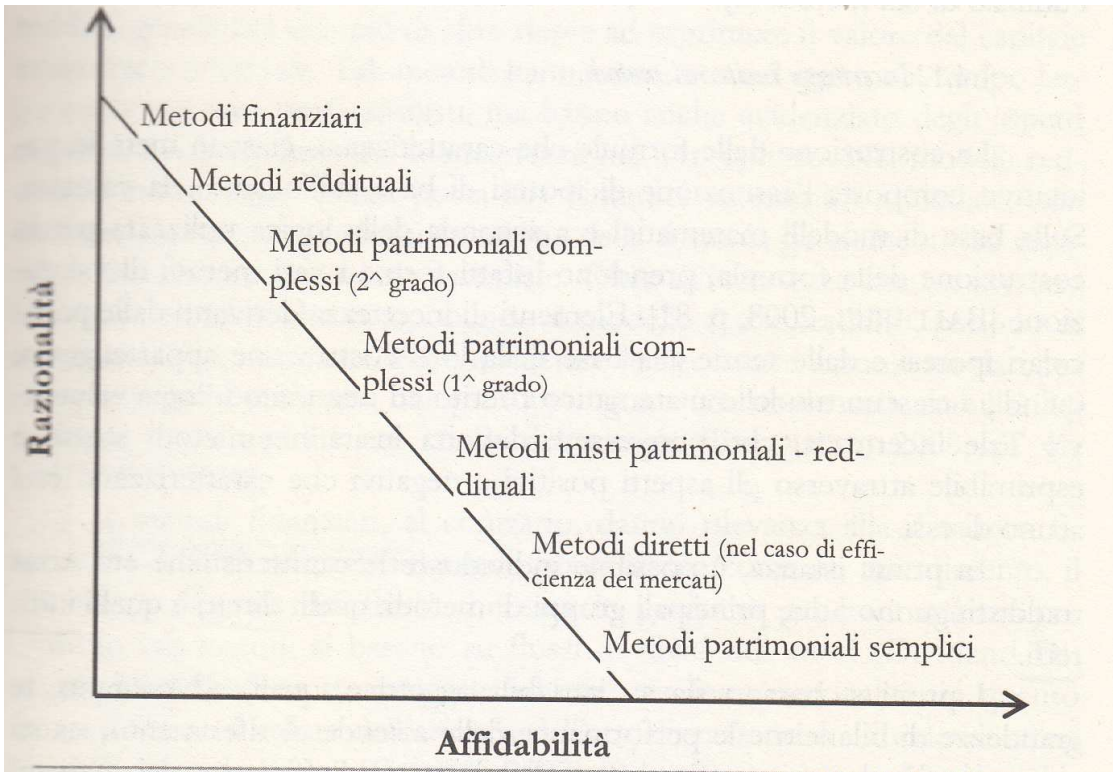
Occorre infine precisare che le valutazioni effettuate con il metodo DCF e con i metodi basati sui multipli è possibile operare in un'ottica "**asset side**" ovvero "**equity side**". Con la prospettiva asset side si stima il valore dell'azienda (Equity) in modo indiretto, valutando prima il capitale operativo dell'azienda e detraendo da esso la posizione finanziaria netta, cioè la cd leva finanziaria utilizzata per svolgere l'attività aziendale. Con la prospettiva Equity side invece si stima il valore dell'azienda (Equity) in modo diretto. Per tutti gli altri metodi viene normalmente utilizzata solamente la prospettiva Equity side

La scelta del metodo per il recesso di socio da Srl

Per la scelta del metodo valgono le considerazioni generali svolte in precedenza, illustrando **la fase 3** dell'architettura del processo di valutazione, concernente il **giudizio sintetico** di valutazione e la **scelta dei criteri** da applicare

Nel caso specifico di valutazione di quote di socio recedente da Srl, **l'ipotesi più probabile** (come indicato nel documento citato della Fondazione Nazionale dei Commercialisti) sarà quella di orientarsi verso il metodo patrimoniale semplice ovvero complesso, coadiuvato dal metodo reddituale ovvero DCF, al fine di far emergere la componente reddituale ed eventuali valori di avviamento.

Vale infine la pena evidenziare il seguente **grafico**, ricavato dal testo di S. Marasca "I principali fattori di incertezza nella valutazioni di azienda". In esso vengono evidenziati i vari metodi lungo una scala che esamina le qualità della **razionalità e dell'affidabilità**, che risultano fra di loro **inversamente proporzionali**. Nel grafico il metodo patrimoniale semplice appare come il più affidabile ma il meno razionale, mentre i metodi finanziari appaiono come i più razionale ma i meno affidabili



Analisi sensitività. Strumenti per il supporto alle decisioni nel processo di Valutazione d'azienda

Con l'**analisi di sensitività** il perito valutatore elabora un **range di valori** invece di un dato puntuale. Ciò consente un esame dei risultati della valutazione in modo più completo e coordinato, potendo considerare contemporaneamente una gamma di valori e conseguentemente un ventaglio di possibili scenari. Questi scenari alternativi sono anche chiamati **analisi "what if"**. Il calcolo di tali valori alternativi può avvenire in qualunque fase del processo di valutazione

Il loro utilizzo è utile e necessario quando si impiegano modelli di valutazione che contengono formule con **variabili** influenzate da un **certo grado d'incertezza** e più in generale quando si effettuano **stime** per la determinazione di queste variabili. Come noto, alcuni modelli di valutazione d'azienda (in particolare metodo reddituale, metodo DCF, metodo misto reddituale-patrimoniale) contengono numerose variabili con differenti gradi di incertezza.

L'utilizzo delle analisi di sensitività può avvenire **all'interno del processo valutativo**, senza essere estrinsecata nei risultati finali, in questo caso è uno strumento a supporto del valutatore per le decisioni da prendere nella scelta dei valori da assegnare ad alcune variabili del modello. In tal caso essa mira a **migliorare il processo decisionale** del perito, conferendo maggiore robustezza alle decisioni prese

L'analisi di sensitività, con il relativo range di valori, può essere anche inserita nei **risultati finali della valutazione**, come componente a giustificazione del range di valori proposto, al posto di un unico valore secco. In tal caso il **valore finale** viene dato dalla **media** del range di valori espressi

Sul **piano operativo**, per la esecuzione di queste analisi di sensitività, vengono in aiuto al perito valutatore gli strumenti per l'**analisi di simulazione** di **Microsoft excel**. In excel l'analisi di simulazione è il processo di

modifica nei valori in determinate **celle**, che contengono le **variabili**, al fine di osservare l'effetto di tali modifiche sul risultato delle formule nel foglio di lavoro.

Qui si indicano sinteticamente i due principali strumenti messi a disposizione da Microsoft excel, che risultano utili nella pratica valutativa: a) **la tabella dati** e b) **gli scenari**.

Una tabella dati è un insieme di celle che visualizzano l'influenza di determinate variabili nelle formule del foglio di lavoro sui **risultati** di tali **formule**. Una tabella dati è una classica **tabella a doppia entrata** e può contenere quindi al massimo **due variabili**. Nel caso in cui sia necessario analizzare più di due variabili, è consigliabile utilizzare lo strumento scenari. Benché limitata al massimo di 2 variabili, una per cella di input di riga e una per cella di input di colonna, una tabella dati può contenere un numero qualsiasi di valori per ciascuna delle due variabili

Il limite dell'utilizzo delle tabelle dati è costituito dal fatto che è possibile avere un quadro di sintesi al modificare di due variabile per volta; se si vuole analizzare l'effetto conseguente al modificarsi di 3 o più variabili bisogna utilizzare un altro strumento che mette a disposizione excel, cioè la strumento degli scenari.

Uno scenario è un **insieme di valori e formule** che excel esegue e salva **come gruppo**. E' possibile creare e salvare **diversi gruppi di valori** come scenari in un foglio di lavoro (variando in ogni scenario una o più variabili) e quindi passare da uno scenario all'altro per visualizzare i diversi risultati. Quando si completano gli scenari utili nelle specifiche circostanze, è possibile creare **un riepilogo** contenente le informazioni relative a tutti gli scenari sviluppati

Ruolo dell'ausiliario esperto di valutazioni immobiliari

Bisogna innanzitutto evidenziare che l'esperto immobiliare, quando ve ne sia la necessità, è un **ausiliario del perito valutatore**, a questi resta infatti in capo la **responsabilità** ed il **coordinamento generale** della valutazione, pertanto i valori elaborati dall'esperto immobiliare vanno compresi, analizzati e contestualizzati. **Non è** pertanto **condivisibile** la pratica, osservata frequentemente nelle valutazioni d'azienda, di **inserire** i valori immobiliari così come **emessi dal perito**, spesso senza indicazioni più precise circa il valore di mercato (quale è il mercato di riferimento, quale periodo di osservazione è stato utilizzato, indicazione di prezzi comparativi, etc)

Al fine di **sviluppare senso critico** quando esaminiamo e dobbiamo tenere conto di tali valutazioni immobiliari, si ritiene pertanto utile sviluppare di seguito: (a) una panoramica sul significato di costo, valore e prezzo quando abbiamo a che fare con beni immobili, (b) i principali metodi di valutazione impiegati per le valutazioni immobiliari: cost approach, market approach, income approach

In questo processo ci viene in aiuto **IVSC (International Valuation Standards Committee)**, che ha emesso degli standard di valutazione , tradotti anche in Italiano. Può inoltre essere utile esaminare il sito di Tecnoborsa (<http://www.tecnoborsa.it/IT/home.aspx>) Società consortile con sede a Roma, costituita dalle Camere di Commercio, con ha come obiettivo lo sviluppo e la regolamentazione dell'economia immobiliare



Prezzo, valore, costo degli immobili

Come operiamo normalmente per le valutazioni d'azienda o di quote societarie, è **necessario distinguere**, anche per le valutazioni immobiliari, il differente significato di **prezzo**, di **costo** e di **valore**. Ciò per poter inquadrare in modo corretto il documento di valutazione che stiamo esaminando emesso dal perito immobiliare

Il **prezzo rappresenta** l'ammontare che un acquirente indipendente intende pagare e un venditore intende accettare, in una determinata transazione di compravendita. Le caratteristiche di una transazione riflettono normalmente sia le condizioni esistenti sul mercato del bene oggetto di compravendita, sia il potere contrattuale espresso dai due contraenti. Il mercato immobiliare presenta **caratteristiche** relativamente **omogenee**, sulla base dei seguenti elementi: (a) il tipo di bene immobiliare (appartamenti abitativi, villette, immobili industriali, terreni agricoli o industriali, etc), (b) l'ubicazione, (c) la possibile generazione di reddito, (d) esistenza di proprietà intera ovvero usufrutto o nuda proprietà.

Il **costo rappresenta** la spesa sostenuta (consuntivo) o da sostenere (preventivo) a fronte della produzione di un bene, in questo caso l'unità immobiliare soggetta a valutazione. Il costo viene normalmente identificato sulla base della fase di progetto a cui si riferisce. Può riguardare pertanto soli costi diretti (mano d'opera e materiali), ovvero anche i costi indiretti (spese progettazione, costi generali, etc). Una configurazione spesso utilizzata per le valutazioni immobiliari è il cd **costo di ricostruzione**. Il costo di costruzione o di ricostruzione va quindi decurtato dall'ammortamento dato dalla **vetustà** dell'immobile.

Il **valore** può assumere **differenti accezioni** nel caso delle proprietà immobiliari

Valore di mercato. IVSC (International Valuation Standards Committee) ha emesso, come sopra indicato, degli **standard di valutazione**. Per valore di mercato si intende l'ammontare stimato a cui una proprietà immobiliare dovrebbe essere **ceduta o acquistata**, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente entrambi interessati alla transazione, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano interagito entrambe in modo informato, con prudenza e senza coercizioni

Valore d'uso rappresenta il valore assegnabile ad un bene immobiliare, quando utilizzato per uno specifico **utilizzo**. In altre parole l'immobile viene valutato nello specifico contesto aziendale in cui è utilizzato senza esaminare l'incasso monetario che verrebbe realizzato dalla sua vendita. Conseguentemente il valore d'uso può variare nel tempo in funzione sia della funzione dell'immobile, che dalle condizioni economiche aziendali in cui viene utilizzato (ad esempio i risultati economici aziendali)

Valore d'investimento. Esso rappresenta il valore di un bene immobile per un determinato investitore, basato sulle sue **aspettative di ritorno** dell'investimento. Esso naturalmente può non coincidere con il valore di mercato

Valore di continuità aziendale. Come noto la continuità aziendale si riferisce alla capacità di un'attività economica di proseguire nel medio periodo. Per alcuni tipi di attività (hotel, ristoranti, capannoni industriali, palestre, etc) le strutture immobiliari sono parte integrante del business esercitato. Il valore di questi immobili non è scollegabile dal business esercitato e non ha vita autonoma; esso viene pertanto identificato normalmente come valore in continuità aziendale

Il criteri di valutazione

I criteri di valutazione possono essere divisi in 3 gruppi principali

- criterio del costo di (ri)costruzione (**cost approach**)
- criterio del valore di mercato (**market approach**)
- criterio reddituale (**income approach**)

I tre criteri vengono di seguito esaminati, in modo sintetico; l'apprezzamento dei valori che ci vengono sottoposti non può essere infatti disgiunto dalla consapevolezza del metodo utilizzato per pervenire ai valori indicati. E' anche importante verificare che vengano esposte **motivazioni** alla **scelta** del metodo, motivazioni che vanno esaminate in modo critico

Nell'approccio al costo il valore dell'immobile è così calcolato

- Stima del **valore dell'area** su cui insiste il fabbricato. Le metodologie utilizzate normalmente sono le seguenti:
 - criterio di mercato, quando esiste un mercato sufficientemente ampio e stabile
 - criterio delle transazioni comparabili, procedendo ad estrarre il valore del fabbricato al fine di ottenere il valore del solo terreno
 - metodi reddituali, che considerano i benefici economici ricavabili dall'area in oggetto
- **Costo del fabbricato**, dato dai costi complessivamente sostenibili nella fase di costruzione:
 - costi diretti, strettamente edili (materiale, mano d'opera, ammortamento attrezzatura di cantiere, etc)
 - costi indiretti, dati da: progettazione, oneri amministrativi, oneri finanziari, spese generali, imposte

- utile dell'imprenditore
- **Fattori di deprezzamento** in base alla vetustà del fabbricato, vetustà che può essere data da: deterioramento fisico, deterioramento funzionale, deterioramento ambientale

Con il **criterio del valore di mercato**, il valore immobiliare è strettamente legato al prezzo di immobili comparabili e posti sul mercato in libera competizione

La **comparabilità** fa riferimento ad una serie di **caratteristiche** dell'immobile, che possono influenzarne il valore di mercato: (a) i diritti immobiliari; (b) le motivazioni e la forza contrattuale di acquirenti e venditori (c) le condizioni del mercato al momento della transazione; (d) le dimensioni dell'immobile; (e) la localizzazione; (f) le caratteristiche fisiche; (g) la vetustà; (h) la redditività; (i) se l'immobile produce reddito; (h) la struttura finanziaria delle transazioni in oggetto

Il criterio di mercato è applicabile quando vi siano **sufficienti, recenti e attendibili informazioni** che indichino trend di mercato. Il criterio di mercato è il più semplice e immediato metodo di valutazione, ma la caratteristica della comparabilità, nelle sue diverse componenti sopraindicate, va attentamente valutata.

Un esame delle **fonti di informazione** utilizzate dal perito valutatore risulta necessario. Esse possono far capo sia ad Enti pubblici, sia a riviste specializzate, sia a colloqui con le parti interessate alla transazione, sia a data providers professionali (ad es. Camere di commercio)

Le **unità di misura** normalmente utilizzate sono: Prezzo/mq e Prezzo/mc. Per immobili specialistici si possono usare altre unità di misura: Prezzo/posto auto per garage, Prezzo/letto per ospedali, Prezzo/posto barca per porti turistici

In generale è bene **diffidare** di valutazioni che fanno riferimento in **modo generico** a prezzi di mercato. Il procedimento di rendere approcciabili i prezzi di mercato per la valutazione in oggetto comprende diversi step che il valutatore dovrebbe rendere espliciti. Infatti quasi sempre i prezzi di mercato vengono sottoposti ad ulteriori analisi o rettifiche (analisi di tipo statistico, analisi dei trend, tecniche di analisi dei dati)

Il criterio reddituale si basa sulla nozione di **valore attuale** dei **benefici futuri** derivanti dalla proprietà dell'immobile. Il metodo è applicabile agli immobili che generano reddito. Questo procedimento mostra molte analogie con il metodo DCF (Discounted Cash Flow) utilizzato per le valutazioni d'azienda

Definizione dei benefici futuri. Questi vengono definiti come i **flussi di cassa** prodotti dall'immobile durante il periodo di detenzione dello stesso. I flussi di cassa possono essere rappresentati da ricavi (affitti), dividendi, ricavi da cessione parziale, al netto dei relativi costi di gestione. I ricavi possono essere effettivi o potenziali. Nel caso i ricavi siano potenziali, va sottoposta ad esame critico la fattibilità delle ipotesi prese a base del calcolo; diversamente i valori ottenuti risultano di fatto teorici

Il tasso di attualizzazione. Esso rappresenta una **variabile prospettica** più che storica; esso dovrebbe corrispondere al tasso annuo che il mercato richiede per attrarre investimenti immobiliari del tipo di quelli valutati

La scelta del tasso dovrebbe essere accompagnata da adeguate **spiegazioni** e **informazioni** sui fattori presi in considerazione per la determinazione del tasso utilizzato, quali: (a) il grado di rischio; (b) il fattore

inflazione; (c) ritorni attesi di investimenti alternativi; (d) la disponibilità di capitale di debito e il possibile utilizzo della leva finanziaria; (e) considerazioni di carattere fiscale

Bibliografia

Riferimenti legislativi. Codice civile:

- Art 2473 – Srl Recesso del socio
- Art 1349 – Dei contratti Determinazione dell’oggetto
- Art 2482 – Srl Riduzione del Capitale sociale

Pubblicazioni di riferimento

- Fondazione Nazionale dei Commercialisti - La valutazione della partecipazione del socio recedente – Aprile 2015
- Principi Italiani di valutazione (PIV) emessi da OIV (Organismo Italiano di Valutazione) - Luglio 2015
- Luigi Guatri e Victor Uckmar – Linee guida per le valutazioni economiche EGEA editore – Novembre 2009

Angelo Fiori – gennaio 2016

Dottore Commercialista e revisore contabile dei conti, esperienza professionale quarantennale in campo amministrativo, con focus principale sulla revisione contabile e sulle valutazioni d’azienda e di strumenti finanziari.



Articolo pubblicato a puntate, in gennaio e febbraio 2016, sulla rivista internet “Il commercialista telematico” (per dottori commercialisti)