

## Sommario

Premessa .....	2
Il contesto legale di riferimento .....	2
Il recesso e le sue cause.....	2
Modalità e termini per l'esercizio del diritto di recesso.....	3
Determinazione del valore delle quote .....	3
Società con azioni quotate .....	5
Il procedimento di liquidazione.....	6
La figura dell'esperto incaricato della valutazione.....	7
La data di riferimento della valutazione.....	8
L'architettura del processo di valutazione .....	9
I metodi di valutazione .....	11
Una rassegna dei metodi di valutazione disponibili.....	11
La scelta del metodo per il recesso di socio da Spa .....	13
Analisi sensitività. Strumenti per il supporto alle decisioni nel processo di Valutazione d'azienda.....	14
Ruolo dell'ausiliario esperto di valutazioni immobiliari .....	15
Prezzo, valore, costo degli immobili.....	15
Il criteri di valutazione per gli immobili .....	17
Bibliografia.....	18

## Premessa

La **riforma del diritto societario** del 2003 ha rivisto la normativa delle società di capitali, ampliando le fattispecie in cui viene riconosciuto il diritto al socio al recesso. Per quanto concerne le Spa, ne ha inoltre precisato l'iter procedurale in alcuni articoli del codice civile, introducendo:

- una precisa casistica delle **cause di recesso** (art 2437)
- termini e modalità di **esercizio del diritto di recesso** (art 2437 bis)
- i criteri di determinazione del **valore delle azioni** (art 2437 ter)
- il **procedimento di liquidazione** delle quote (art 2437 quater)
- disposizioni speciali per società con **azioni quotate** (art 2437 quinquies)

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 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 un **precedente saggio**, **disponibile sul sito internet [www.angelifiori.it](http://www.angelifiori.it)**, ho esaminato il caso di recesso di socio da Srl, qui esaminiamo il caso parallelo di recesso di socio da Spa.



## Il contesto legale di riferimento

### *Il recesso e le sue cause*

Le cause di recesso sono più ampie e articolate rispetto alle Srl. Il socio ha diritto di recedere dalla Spa quando ricorrono:

### 1. Cause **previste dalla legge** e **inderogabili**

- a. Cambiamento dell'oggetto sociale, se la deliberazione assembleare è tale da consentire un cambiamento significativo dell'attività svolta dalla società;
- b. Trasformazione della società;
- c. Trasferimento della società all'estero;
- d. Revoca dello stato di liquidazione;
- e. Modifiche statutarie relative ai diritti di voto e partecipazione;
- f. Introduzione o soppressione di clausole compromissorie;
- g. Eliminazione di una o più cause di recesso previste dallo statuto in aggiunta a quelle disposte per legge
- h. Modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso
- i. Esclusione dalla quotazione (solo per società quotate)
- j. Delibere specifiche per le società soggette ad attività di direzione e coordinamento

### 2. Cause **previste dalla legge** e **derogabili**

- a. Proroga del termine di durata della società
- b. Introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari

### 3. Cause **previste dallo Statuto**

- a. Solo nel caso di Spa che non ricorra al capitale di rischio, lo statuto può prevedere altre cause di recesso
- b. Le cause di recesso statutarie possono riguardare tutti i soci ovvero alcune categorie di soci

### 4. Specifiche **situazioni di fatto**

- a. Società aventi una durata indeterminata ovvero che non abbia la durata nominata nell'atto costitutivo
- b. In caso di revisioni di stima da parte degli amministratori nei conferimenti in natura o di crediti, quando risulta che il valore degli stessi è inferiore ad oltre 1/5 a quello di conferimento

## ***Modalità e termini per l'esercizio del diritto di recesso***

Le modalità e i termini del diritto di recesso sono disciplinati dall'art. 2437-bis cod. civ. L'esercizio avviene mediante **lettera raccomandata** che deve contenere: a) le generalità del socio recedente; (b) il domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento; (c) il numero e la categoria delle azioni per le quali si esercita il recesso.

Le azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso **non** possono essere **cedute** e devono essere **depositate** presso la **sede sociale**. La norma non stabilisce alcun termine per il deposito delle azioni; tuttavia, coerentemente con lo spirito della stessa, si ritiene che ciò debba avvenire contestualmente alla dichiarazione del recesso o comunque in termini ragionevolmente rapidi.

La società può evitare l'esecuzione del diritto di recesso se entro novanta giorni l'assemblea revoca la delibera che ha originato il recesso da parte del socio ovvero se è deliberato lo scioglimento della società

## ***Determinazione del valore delle quote***

I generali criteri di valutazione delle azioni del socio recedente sono previsti nell'art 2473 ter cod. civile. Sulla base del 2° comma, il valore di liquidazione dell'azione viene determinato dagli **amministratori**, sentito il **parere** del **collegio sindacale** e del soggetto incaricato della **revisione legale**. Il 5° comma dello

## Il recesso del socio nella Spa - Contesto legale e aspetti valutativi

stesso articolo precisa che **i soci hanno diritto** a conoscere la determinazione del valore nei 15 giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea; ciascun socio ha diritto a prenderne visione e ad ottenere copia a proprie spese. **L'assemblea** che discute e sancisce l'uscita del socio risulta quindi un momento determinante dell'intero procedimento

La norma **non** pone regole agli amministratori circa la **modalità di formalizzazione** del valore delle azioni, si ritiene tuttavia che questa tuttavia debba essere sufficientemente analitica e motivata al fine di fornire, sia al socio recedente che a tutti gli altri soci, gli elementi necessari per i dovuti apprezzamenti e considerazioni. Ugualmente si rileva la norma **non** indica che la società debba presentare un **bilancio ad hoc** ai fine delle valutazione delle azioni al socio recedente: infatti le valutazioni degli amministratori non necessariamente debbono basarsi sui soli valori patrimoniali dati da un bilancio (vedi oltre sulle metriche e sui metodi di valutazione)

Viene quindi assegnato alla valutazione delle azioni un **intervallo di tempo** ed un **valore**: (i) per ciascun **socio**, al fine di consentirgli di effettuare le debite valutazioni di convenienza, per decidere come votare nella delibera che legittima l'uscita del socio recedente; (ii) per il **socio recedente** per avere un punto di riferimento sul valore delle proprie azioni

La determinazione del valore delle azioni è quindi assegnata agli amministratori, i quali: "(.....) tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni" fanno conoscere al socio recedente il "prezzo" liquidabile. I riferimenti contenuti nella norma sono quindi tre: (1) **la consistenza patrimoniale**, (2) **le prospettive reddituali**, (3) **il valore di mercato**. Giova ricordare che consistenza patrimoniale, prospettiva reddituale e valore di mercato sono 3 delle principali metriche di valutazione previste dagli stessi PIV (Principi italiani di valutazione) emessi nel luglio 2015 da OIV (Organismo italiano di valutazione), cioè: (a) asset or cost approach, (b) income approach, (c) market approach

- a) **Con l'asset or cost approach** il business da valutare è visto come un insieme di attività e passività per rispondere al quesito: quale costo dovrei sostenere per creare un business simile che dia ai suoi soci gli stessi benefici economici. Questo approccio non si limita tuttavia alle attività e passività presenti in bilancio, ma considera anche le attività immateriali che spesso non sono inserite in bilancio. Fra queste assume rilevanza, oltre a **marchi, brevetti, concessioni e licenze**, l'avviamento (goodwill). **L'avviamento** può essere definito 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, non hanno un valore autonomo. Si ricorda che l'avviamento può essere anche negativo (badwill) ad esempio nel caso di aziende cronicamente in perdita
- b) **Con l'income approach** si considerano **futuri benefici** derivanti dall'esercizio del business (redditi ovvero cash flow) opportunamente **attualizzati** alla data di valutazione. Il tasso di attualizzazione consente di inserire la variabile rischio insita nei redditi (ovvero nei cash flow) futuri. La formulazione del tasso più utilizzata è quella del **WACC** (Weighted average cost of capital = Costo medio ponderato del capitale). Questo è inteso come il costo che l'azienda dovrebbe sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e presso terzi finanziatori
- c) **Con il market approach** vengono utilizzati metodi che fanno riferimento a **valori di mercato** ovvero a **transazioni comparabili**, che siano di supporto per pervenire alla valutazione del business in oggetto. Il

## Il recesso del socio nella Spa - Contesto legale e aspetti valutativi

market approach presenta dei limiti quando l'azienda o il bene da valutare ha un mercato molto ristretto ovvero inesistente

Circa l'eventuale applicabilità di **variazioni**, in aumento o in diminuzione per **quote di maggioranza** ovvero quote di **minoranza**, così si è espresso un documento emesso dalla Fondazione Nazionale Commercialisti sia per le Srl che per le Spa: "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 citati **PIV**.

Lo stesso art 2437 ter precisa che **lo statuto** della società può prevedere **criteri differenti** di determinazione del valore di liquidazione, **indicando** tuttavia : (a) gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, (b) unitamente ai criteri di rettifica, (c) nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione.

Va da se tuttavia che tali indicazioni dello statuto **non possono** essere **apertamente in contrasto** con i criteri indicati dall'art 2437 ter del cod. civile. L'ipotesi più probabile è che tali indicazioni contenute nello statuto orientino la valutazione verso una o l'altra delle tre citate metriche di valutazione. In ogni caso la valutazione degli amministratori deve avere il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale, parere che dovrebbe poi essere comunicato in assemblea dei soci

### ***Società con azioni quotate***

Nel caso di società con azioni quotate su un mercato regolamentato il valore di liquidazione, sempre sulla base dell'art 2437 ter del cod. civile: "è determinato facendo riferimento alla **media aritmetica dei prezzi di chiusura nei 6 mesi che precedono** la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea in cui le deliberazioni legittimano il recesso". In questo caso evidentemente gli amministratori sono quindi di fatto esentati dall'effettuare stime, l'indicazione del codice è puntuale e lascia pochi dubbi

In questo caso, lo Statuto può infine prevedere altri metodi di valutazione, purché il valore risultante non sia inferiore al citato valore di mercato.



### ***Il procedimento di liquidazione***

Il procedimento è descritto dall'art 2437 quater cc, nei seguenti passi procedurali

1. Gli amministratori **offrono le azioni** del socio recedente **agli altri soci** in proporzione del numero delle azioni possedute; l'offerta va depositata presso il registro delle imprese e viene assegnato un termine di 30 gg. per il deposito dell'offerta; coloro che esercitano il diritto d'opzione hanno diritto di prelazione, purché ne facciano specifica richiesta, nell'acquisto delle azioni inoplate
2. Qualora i soci non acquistino, in tutto o in parte, le azioni del socio recedente, gli amministratori possono **collocarle presso terzi**
3. In caso di mancato collocamento, entro 180 gg. dalla comunicazione del recesso, le azioni del socio recedente vengono **rimborsate** mediante **acquisto da parte della società**, utilizzando le riserve disponibili
4. In assenza di utili o riserve disponibili, deve essere convocata l'assemblea straordinaria per deliberare la **riduzione del capitale sociale**, ovvero lo scioglimento della società

Dall'esame dei passi procedurali, indicati dalla norma, si ricava come il legislatore imponga agli amministratori di porre in essere tutte le soluzioni possibili per **evitare la riduzione del patrimonio sociale**, che è vista solo come estrema soluzione; mantenere inalterato il patrimonio sociale significa, infatti, tranquillizzare i terzi e i creditori con riferimento alle garanzie prestate dalla società nei loro confronti.

Vale la pena di ricordare che il valore da assegnare alle quote di recesso, nell'ipotesi 4) 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

## Il recesso del socio nella Spa - Contesto legale e aspetti valutativi

L'applicazione delle regole indicate dall'art 2437 e segg del codice civile sopraesposte pone tuttavia un **problema di fondo**. 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 2437 ter 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

Per le Spa, così come per le Srl, in caso di disaccordo sul valore della partecipazione (azione) la valutazione viene effettuata entro 90 giorni tramite **perizia giurata** di un **esperto nominato dal Tribunale**, su istanza di una delle parti.

L'art 2437 ter contiene un esplicito richiamo **all'art 1349**. Quest'ultimo precisa che nel caso di prestazione relativa ad un contratto e assegnata ad un terzo, salvo che le parti non vollero rimettersi al suo mero arbitrio, il terzo deve procedere con **"equo apprezzamento"**. Inoltre la valutazione stessa è impugnabile solo nel caso in cui sia manifestamente iniqua o erronea.

La dizione equo apprezzamento porta conseguentemente alla nozione di valore economico, ovvero di fair value della società delle sue azioni. **L'esperto** dovrà quindi tenere conto dei **3 approcci valutativi**, indicati dal legislatore e menzionati in un paragrafo precedente: (1) la consistenza patrimoniale, (2) le prospettive reddituali, (3) il valore di mercato. Spetta pertanto al perito la decisione di come utilizzare i tre approcci valutativi, motivando le decisioni prese in funzione delle specifica situazione societaria dal punto di vista valutativo.

Vale infine la pena di precisare che:

## Il recesso del socio nella Spa - Contesto legale e aspetti valutativi

- l'esperto nominato dal Tribunale **non assume** la veste di **CTU**, opera infatti nei limiti e ambiti dell'art 2347 ter e 1349 del codice civile
- **non** esiste la figura del **CTP** (Consulente tecnico di parte) in quanto la valutazione è effettuata dagli amministratori, può essere invece configurabile la figura di un consulente degli amministratori, che li affianchi sul piano strettamente tecnico, per definire il valore delle azioni
- **la valutazione dell'esperto** nominato dal **Tribunale**, in caso di disaccordo fra società e socio recedente, si sottrae ad ogni controllo nel merito delle decisioni valutative prese; **le parti** possono **impugnarla** solo dimostrando che essa sia manifestamente iniqua o erronea ovvero che l'esperto abbia agito intenzionalmente a danno di una di esse
- alcune **sentenze della Cassazione** hanno indicato, in tema di arbitraggio per stabilire quando la determinazione della prestazione sia impugnabile per manifesta iniquità ai sensi art 1349, che deve farsi riferimento, in mancanza di un criterio legale, al principio desumibile dall'art 1448 ; ricorre pertanto la manifesta iniquità in presenza di una valutazione inferiore alla metà di quella equa

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 ricordare come 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 2437 ter, al contrario di quanto previsto dall'art 2473 per le Srl, **non indica** una **data precisa** di riferimento per la **determinazione del valore delle azioni**.

Si osserva tuttavia che il 5° comma precisa che in caso di contestazione, il valore di liquidazione delle azioni è determinato entro 90 gg. dalla data del recesso tramite relazione giurata di un esperto nominato dal Tribunale. Ugualmente il 3° comma dello stesso articolo precisa che, per le azioni quotate in borsa, il valore deve fare riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura dei 6 mesi che precedono la convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso. Da queste disposizioni si può dedurre che la data di riferimento non può essere di molto antecedente alla data del recesso

La casistica si può complicare nelle fattispecie in cui il recesso sia in conseguenza di cause previste dalla legge o dallo statuto: in tali casi infatti la stima del valore effettuata dagli amministratori potrebbe essere di alcuni mesi antecedenti ( a causa dei tempi connessi alla elaborazione del processo di valutazione) alla data dell'assemblea che ratifica il diritto di recesso.

In ogni caso occorre tenere in considerazione **alcune notazioni**, tratte dai citati PIV, da tenere presente.

- La **data** di riferimento della valutazione è **condizionata** sia dai **fatti** e dalle **circostanze** da tenere presenti che dai **dati** e dalle **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, vengono 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 vero 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. Per ciascuno di questi viene indicato il riferimento ad una delle tre metriche sopraindicate: a) asset or cost approach, (b) income approach, (c) market approach

**Metodo patrimoniale semplice.** Esso consiste nella valutazione dei singoli componenti dell'attivo e del passivo desumibili dai bilancio 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 fa capo alla metrica (a) asset or cost approach

**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. Questo metodo fa capo sia alla metrica (a) asset or cost approach che a quella (b) income approach (per la valutazione dell'avviamento)

**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. Questo metodo fa capo sia alla metrica (b) income approach

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. Questo metodo fa capo sia alla metrica (a) asset or cost approach che a quella (b) income approach

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 di futuri andamenti patrimoniali e finanziari e conseguentemente dei 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. Questo metodo fa capo alla metrica (b) income approach

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 sull'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. Questo metodo fa capo alla metrica: (c) market approach

E' necessario infine precisare che le valutazioni possono essere effettuate in un'ottica "**asset side**" ovvero "**equity side**". Con l'ottica 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.

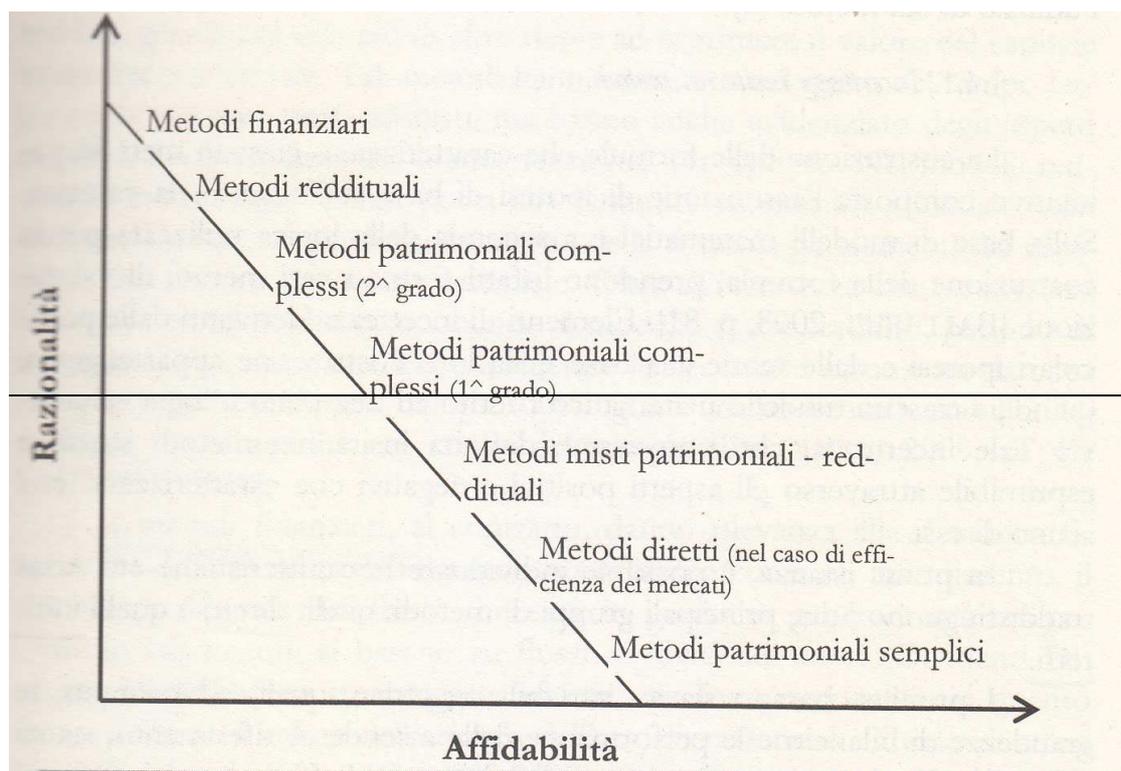
Le valutazioni effettuate con il metodo DCF e con i metodi basati sui multipli viene normalmente preferita l'ottica "asset side". Per tutti gli altri metodi viene normalmente utilizzata prevalentemente la prospettiva equity side

### ***La scelta del metodo per il recesso di socio da Spa***

La scelta del o dei metodi di valutazione applicabili, da parte dell'esperto nominato dal Tribunale, deve normalmente tenere conto di un maggior numero di fattori rispetto al caso del recesso da Srl. Valgono infatti le seguenti considerazioni.

1. L'indicazione del codice civile alle tre citate metriche di valutazione: (a) asset or cost approach, (b) income approach, (c) market approach, lascia una **maggiore** possibilità di **scelta all'esperto**, ma anche una maggiore responsabilità su come dosare nel concreto l'applicazione dei metodi che si richiamano alle tre metriche (vedi paragrafo precedente)
2. E' più probabile che l'esperto faccia riferimento a **più metodi di valutazione**, invece di uno solo, operando quindi con medie di vario tipo, che pesino l'importanza dei vari metodi al fine di pervenire ad un valore finale
3. Nel caso di **società quotate** esiste il vincolo della valutazione ai valori borsa come precisato dall'art 2437 ter del cod. civile
4. Esiste la possibilità, praticamente inesistente nelle Srl, che lo **Statuto della Spa** preveda dei **riferimenti valutativi** di cui occorra tenere conto nella valutazione
5. Esiste la **valutazione degli amministratori**, non prevista per le Srl, che l'esperto non può ignorare, anche se non ne è vincolato nelle scelte valutative da effettuare
6. **La base societaria** nelle Spa dovrebbe essere più ampia rispetto alle Srl e quindi dovrebbero risultare più applicabili metodi che facciano riferimento al mercato (market approach)

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. Dal grafico sono esclusi metodi che si richiamano ai multipli (market approach)



## 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 il perito esamina e deve 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) le principali metriche di valutazione impiegate 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 si opera 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

## Il recesso del socio nella Spa - Contesto legale e aspetti valutativi

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 per gli immobili***

I criteri di valutazione possono essere divisi in 3 gruppi principali (cd metriche di valutazione)

- 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: (a) criterio di mercato, quando esiste un mercato sufficientemente ampio e stabile; (b) criterio delle transazioni comparabili, procedendo ad estrarre il valore del fabbricato al fine di ottenere il valore del solo terreno; (c) metodi reddituali, che considerano i benefici economici ricavabili dall'area in oggetto

**Costo del fabbricato**, dato dai costi complessivamente sostenibili nella fase di costruzione, quali: (a) costi diretti, strettamente edili (materiale, mano d'opera, ammortamento attrezzatura di cantiere, etc); (b) costi indiretti, dati da: progettazione, oneri amministrativi, oneri finanziari, spese generali, imposte; (c) 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

## Il recesso del socio nella Spa - Contesto legale e aspetti valutativi

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:

## Il recesso del socio nella Spa - Contesto legale e aspetti valutativi

- Art 2437 e segg. del codice civile – Recesso socio da Spa
- Art 1349 – Dei contratti Determinazione dell’oggetto

### 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
- Luigi Guatri e Mauro Bini - Trattato di valutazioni d’azienda - EGEA 2005

### Angelo Fiori – febbraio 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.**