

Gli e-book di  COMMERCIALISTA
TELEMATICO .com

Angelo Fiori

I conferimenti di beni in natura nelle Spa e nelle Srl



 COMMERCIALISTA
TELEMATICO .com

Sommario

| | |
|--|----|
| 1 - Premessa | 3 |
| 2 - Il quadro normativo..... | 4 |
| 2-1 - Premessa | 4 |
| 2.2 - Spa | 5 |
| 2.3 - Srl..... | 8 |
| 3 - L'operazione di conferimento | 10 |
| 3.1 - Finalità | 10 |
| 3.2 - Aspetti procedurali | 11 |
| 4 - La figura dell'esperto incaricato della valutazione..... | 12 |
| 5 – Tipologia dei beni conferibili e prime considerazioni sulla loro valutazione..... | 14 |
| 5.1 - Premessa | 14 |
| 5.2 - Tipologia di beni conferibili e il parere dei PIV sulla loro valutazione | 14 |
| 5.3 - Conferimento di beni in Spa senza relazione di stima – La relativa problematica..... | 18 |
| 5.4 - La valutazione delle aziende in crisi | 19 |
| 5.5 - Voci Avviamento nella conferitaria e Sovrapprezzo azioni della conferente..... | 20 |
| 6 - Il processo di valutazione nel conferimento d'azienda (o ramo d'azienda) | 22 |
| 7 - I metodi di valutazione | 24 |
| 7.1 - Una rassegna dei metodi di valutazione disponibili | 24 |
| 7.2 - La scelta del metodo di valutazione per il conferimento | 26 |
| 8 - Analisi sensitività. Strumenti per il supporto alle decisioni nel processo di Valutazione d'azienda..... | 28 |
| 9 - Ruolo dell'ausiliario esperto di valutazioni immobiliari | 30 |
| 9.1 - Prezzo, valore, costo della componente immobiliare | 30 |
| 9.2 - Il criteri di valutazione della componente immobiliare | 32 |

1 - Premessa



Il presente articolo viene redatto nell'ottica dell'esperto (**dottore commercialista**) incaricato dal Tribunale, ovvero dalla Società stessa, che deve valutare i beni, i crediti, ovvero il ramo d'azienda per il **conferimento** in una Spa ovvero in una Srl. L'esame delle relative norme del cod. civile e più in generale lo sviluppo degli vari argomenti viene pertanto effettuata di conseguenza.

Cominciamo con affermare che il conferimento è l'operazione mediante la quale un soggetto, (**conferente**) **apporta determinati beni** a titolo di capitale in una società (conferitaria) ricevendo in cambio **azioni o quote** rappresentanti il capitale sociale della conferitaria stessa. Il conferente può essere un qualsiasi soggetto giuridico: persona fisica, società, associazione, fondazione.

L'oggetto del conferimento può essere qualsiasi **bene o diritto** (quindi anche diritto di godimento oltre che di proprietà), al quale le parti attribuiscono un'utilità economica. Quindi a titolo semplificato: (a) beni mobili, (b) beni immobili in proprietà ovvero in diritto di superficie; (c) titoli di Stato (d) crediti (e) beni immateriali, quali marchi e brevetti, (f) partecipazioni societarie, etc

IL conferimento di beni in natura può essere effettuato al momento costitutivo di una società, ovvero in un momento successivo mediante apposito aumento di capitale

Si rileva preliminarmente che il legislatore **non** si è preoccupato di disciplinare il **conferimento d'azienda** (ovvero di **ramo d'azienda**), limitandosi a regolare il conferimento di beni in natura e di crediti, rispettivamente, negli articoli **2342 e segg.** del codice civile per le società per azioni, negli articoli **2464 e segg.** del codice civile per le società a responsabilità limitata. Come noto, è infatti possibile conferire sia l'intera azienda, ovvero un ramo della stessa (ossia una parte dell'attività aziendale), purché si tratti di un **complesso di beni** e rapporti giuridici potenzialmente idoneo, dal punto di vista strutturale, funzionale e organizzativo, all'**esercizio di un'attività d'impresa** e atto a **produrre reddito**. Il ramo d'azienda viene definito dall'art **2112 cod. civile**, che disciplina i rapporti di lavoro nel caso di trasferimento d'azienda.

Conseguentemente le sopracitate norme si applicano anche al conferimento di azienda ovvero di rami d'azienda.

Occorre inoltre rilevare che il conferimento effettuato in **società di persone non viene disciplinato** dal codice civile, dal momento che, relativamente a queste ultime, per **le obbligazioni sociali rispondono** in via sussidiaria **tutti i soci**, solidalmente e illimitatamente; non risultano pertanto necessarie disposizioni specifiche atte a garantire l'integrità del patrimonio sociale. Per le società di persone non sussistono quindi ad esempio obblighi di redazione della perizia di stima dei beni (o azienda o ramo d'azienda) conferita, richiesta invece nel caso di società di capitali.

Per le **società di capitali**, che godono di un'autonomia patrimoniale perfetta, in quanto per le obbligazioni sociali risponde solo la società con il proprio patrimonio, il legislatore ha stabilito una **serie di regole per garantire la consistenza del patrimonio sociale**, unica **garanzia di fronte ai terzi**. Da qui le norme per i conferimenti in natura che coinvolgono evidentemente un problema di valutazione dei beni conferiti

2 - Il quadro normativo

2-1 - Premessa



Si ritiene utile di seguito indicare **alcune norme del codice civile**, che sebbene non riguardino direttamente l'aspetto valutativo, è bene che il dottore commercialista, incaricato della valutazione, conosca. Essi sono richiamati in tutto o in parte dagli artt. del cod. civile che disciplinano il conferimento in Spa, art 2342 e segg., ovvero in Srl., art. 2464 e segg.

Divieto di concorrenza. Nel caso di conferimento d'azienda, il conferente (come anche il venditore nel caso di compravendita), deve **astenersi**, ai sensi dell'art 2557 del codice civile per un **periodo di 5 anni**, dall'intraprendere una nuova azienda che per oggetto, ubicazione o altre circostanze, sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta. Le parti possono accordarsi per escludere tale divieto, ovvero per ampliarlo, purché il patto non impedisca ogni attività al conferente e non ecceda il limite di durata quinquennale

Beni, crediti e debiti aziendali. Se il conferimento è a **titolo di proprietà**, si applica la disciplina dettata per la cessione di beni o d'azienda. Se il conferimento è effettuato a **titolo di godimento** si applica per analogia la disciplina dell'affitto dell'azienda. Il socio che ha conferito un credito risponde della insolvenza del debitore, nei limiti indicati dall'articolo 1267. Vedasi in proposito l'art 2342 che richiama gli artt. 2254 e 2255

Rapporti di lavoro. Si applicano, sia nel caso di conferimento d'azienda che di un ramo di essa, le norme che disciplinano il **trasferimento d'azienda** in generale (art 2112 cod. civile). Detto articolo prevede che tutti i contratti di lavoro in corso al momento del trasferimento (conferimento) proseguono a nome della società e il lavoratore conserva tutti i diritti derivanti dal rapporto con il conferente. In altri termini il rapporto di lavoro prosegue, senza soluzione di continuità, in capo al conferitario. Ne consegue che per il trattamento di fine rapporto, deve considerarsi unico debitore il titolare dell'impresa al momento della risoluzione del rapporto, anche per il periodo alle dipendenze del precedente datore di lavoro. Si precisa infine che per le imprese con più di 15 dipendenti, è prevista una specifica procedura di informazione e consultazione con i sindacati

Contratti in corso. Ai sensi dell'art 2558, la società **subentra** nei **contratti stipulati** per l'esercizio dell'azienda, relativi alla proprietà o al godimento dei beni aziendali, non aventi carattere personale. Il terzo contraente può tuttavia recedere dal contratto entro tre mesi dalla notizia del trasferimento, se sussiste una giusta causa, salvo in questo caso la responsabilità dell'alienante.

2.2 - Spa

Per le Spa la relativa disciplina è contenuta nei segg. articoli del cod. civile: 2342, 2343, 2343 bis, 2343 ter, 2343 quater (tutti in caso di costituzione di una nuova società), 2440 (aumento di capitale con conferimenti in natura).

Art. 2342 cod. civile. Per gli aspetti che interessano il valutatore, vale la pena di notare:

- non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni d'opera o di servizi
- per i conferimenti in natura e di crediti, valgono le disposizioni:
 - **art 2254.** Per le cose conferite in proprietà la garanzia dovuta dal socio e il passaggio dei rischi sono regolati dalle norme sulla vendita. Il rischio delle cose conferite in godimento resta a carico del socio che le ha conferite. La garanzia per il godimento è regolata dalle norme sulla locazione
 - **art 2255.** Il socio che ha conferito un credito risponde della insolvenza del debitore, nei limiti indicati dall'articolo 1267 che regola la cessione dei contratti nel caso di crediti ceduti

Art 2343 cod. civile. Esso recita

“Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un **esperto designato dal tribunale** nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo.

L'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'**articolo 64** del codice di procedura civile.

Gli **amministratori** devono, nel termine di **centottanta giorni** dalla iscrizione della società, **controllare le valutazioni** contenute nella relazione indicata nel primo comma e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le **azioni** corrispondenti ai conferimenti sono **inalienabili** e devono restare depositate presso la società.

Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era **inferiore** di oltre un **quinto** a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società; il socio recedente ha diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura. L'atto costitutivo può prevedere, salvo in ogni caso quanto disposto dal quinto comma dell'articolo 2346, che per effetto dell'annullamento delle azioni disposto nel presente comma si determini una loro diversa ripartizione tra i soci.

La **perizia di valutazione** dell'esperto nominato dal Tribunale deve quindi **contenere**: (a) la **descrizione** dei beni conferiti; (b) i **criteri di valutazione** adottati; (c) l'**attestazione** che il valore dei beni conferiti sia almeno pari al valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo azioni.

La perizia di valutazione appare **a tutela di**: (i) socio conferente, in modo che riceva un numero di azioni congruo rispetto a ciò che ha apportato; (ii) tutti i restanti azionisti che potrebbero essere danneggiati da una sopravvalutazione dei beni apportati e quindi perdere ingiustamente peso nella società; (iii) i terzi creditori che vedrebbero venir meno l'integrità del capitale sociale a garanzia dei propri crediti.

Vale la pena di ricordare **che entro 180 gg.** dall'iscrizione della società, gli **amministratori** devono **controllare**, sulla base dei criteri di valutazione dichiarati dal perito medesimo, le valutazioni contenute nella perizia e, eventualmente, procedere ad una loro revisione. Ciò al fine di prendere in considerazione eventuali situazioni particolari, accadute nei 6 mesi successivi, che possano determinare rilevanti modifiche ai valori espressi nella perizia di valutazione. Tale verifica non va tuttavia confusa dal recepimento delle variazioni, del tutto fisiologiche, esistenti normalmente fra la data di valutazione e la data del conferimento.

Art 2343 bis. E' stato redatto al fine di **contrastare** eventuali **comportamenti elusivi** dell'art 2343. Esso riguarda l'**acquisto** da parte della **società**, per un corrispettivo pari o superiore ad 1/10 del capitale sociale, di **beni** (aziende e rami d'azienda) o crediti, dei **soci**, degli **amministratori**, nei 2 anni seguenti l'iscrizione della società.

In questo caso l'acquisto deve: (a) essere autorizzato dall'assemblea ordinaria; (b) l'alienante deve presentare una perizia giurata di un esperto designato dal Tribunale, contenente la descrizione dei beni, il valore a ciascuno di essi attribuito, i criteri di valutazione adottati, l'attestazione che il loro valore non è inferiore al corrispettivo; (c) la relazione deve essere depositata presso la sede della società nei 15 gg. antecedenti l'assemblea; (d) entro 30 gg. il verbale dell'assemblea con la relazione dell'esperto vanno depositati.

Le disposizioni dell'articolo non si applicano: (a) agli acquisti effettuati in condizioni normali nell'ambito delle operazioni correnti; (b) alle transazioni che avvengono in mercati regolamentati (Borsa), (c) sotto il controllo dell'autorità giudiziaria o amministrativa

In caso di violazione della norma, gli amministratori e l'alienante sono responsabili in solido dei danni arrecati alla società, ai soci e ai terzi.

Art 2343 ter del codice civile. Sulla base di questo articolo, è possibile conferire beni in natura **senza obbligo** di redigere una **relazione giurata** ex art 2343, quando ricorrono le seguenti **circostanze**:

1. l'oggetto del conferimento sia rappresentato da **valori mobiliari** o strumenti del mercato mobiliare il cui valore, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, sia pari o inferiore al prezzo medio ponderato di negoziazione sui mercati regolamentati nei 6 mesi precedenti il conferimento;
2. l'oggetto del conferimento sia rappresentato da **beni o crediti** il cui valore, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, sia pari al:
 - a. **valore equo (fair value)** desumibile da un bilancio approvato non oltre i 12 mesi e sottoposto a **revisione legale**, dalla quale non emergano rilievi in merito alla valutazione dei beni in oggetto la data del conferimento,
 - b. **valore equo** risultante da una valutazione, redatta non oltre 6 mesi prima la data del conferimento, effettuata **da un esperto nominato dalle parti**; tale valutazione deve avere i seguenti **requisiti**:
 - i. l'esperto incaricato deve essere indipendente sia dal soggetto che effettua il conferimento, che dalla società ricevente il conferimento
 - ii. l'esperto deve possedere una elevata e comprovata professionalità
 - iii. la valutazione deve essere effettuata seguendo principi e criteri generalmente riconosciuti per la stima in oggetto
 - c. al conferente spetta l'onere di **presentare**, allegandola all'atto costitutivo, idonea documentazione da cui risulti il **valore attribuito** e la **sussistenza** delle **condizioni** sopraindicate

Chi conferisce beni o crediti ai sensi punti 1 e 2 precedenti, presenta la documentazione dalla quale risulta il valore attribuito ai conferimenti e la sussistenza delle condizioni ivi indicate. La documentazione è allegata all'atto costitutivo. A parere della scrivente la documentazione allegata non può esaurirsi in un semplice elenco accompagnato dai relativi valori, ma deve includere anche una breve relazione con indicazione degli elementi costituenti e i criteri utilizzati

L'art 2343 quater riguarda esclusivamente gli amministratori, per fatti eccezionali o rilevati accaduti dopo il conferimento, nelle fattispecie previste dall'art 2343 ter, pertanto viene in questa sede omissis.

2.3 - Srl



Gli articoli del cod. civile sui conferimenti in Srl sono: 2464, 2465, 2466. In particolare l'art 2465 riguarda la relazione di valutazione

L'art **2465** precisa i seguenti aspetti:

1. la relazione di stima giurata può essere effettuata da un **perito** nominato dal **conferente**, o anche dalla società **conferitaria** (quindi non è obbligatoria la nomina del Tribunale come nel caso delle Spa), ma l'esperto **deve essere**: (a) un revisore contabile (persona fisica), iscritto nel registro dei revisori legali tenuto dal MEF (Ministero Economia e Finanza); (b) una società di revisione iscritta nel medesimo registro
2. la **relazione di stima** deve contenere:
 - a. la descrizione dei beni (ovvero ramo d'azienda) o crediti conferiti
 - b. l'indicazione dei criteri di valutazione adottati
 - c. l'attestazione che il valore dei beni conferiti è almeno pari a quello attribuito al conferimento per l'attribuzione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo
3. la relazione va **allegata** all'**atto costitutivo** ovvero al verbale assembleare di aumento del capitale sociale
4. il 2° comma dell'art 2465 contrasta eventuali **rischi di elusione** della **norma**; infatti esso prevede per gli acquisti da parte della società di beni o crediti dei soci fondatori, per un corrispettivo superiore a 1/10 del capitale sociale, nei 2 anni successivi all'iscrizione della società nel registro delle imprese:
 - a. la relazione giurata di stima di un esperto secondo le indicazioni del 1° comma sopraesposte
 - b. l'autorizzazione, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, con decisione dei soci ex art 2479 cod. civile: questo articolo riguarda le materie di decisione demandate ai soci e i modi in cui i soci esprimono la loro volontà, anche al di là della forma assembleare, 3° co. art 2479
5. l'ultimo comma dell'art 2465 richiama gli art 2343 co. 2 e l'art 2343 bis co. 4 e 5; pertanto

I conferimenti di beni in natura nelle Spa e nelle Srl

- a. **l'esperto risponde** dei **danni causati** alla società, ai soci e ai terzi; si applica l'art 64 del cod. procedura civile (art 2343 co. 2)
 - b. viene consentita la non applicazione della norma, quando l'acquisto avviene (i) a condizioni normali nell'ambito delle operazioni correnti (ii) nei mercati regolamentati; (iii) sotto il controllo dell'autorità giudiziaria o amministrativa (art 2343 bis co. 4)
 - c. in caso di violazione delle previsioni di cui sopra, è riconosciuta la **responsabilità solidale** degli amministratori e conferente per i danni causati alla società, ai soci e ai terzi (art 2343 bis co 5)
6. l'art 2465 **non** effettua alcun **richiamo** ai co. 3 e 4 dell'art 2343, che riguardano il **controllo** degli **amministratori** sui **valori di conferimento** nei 180 gg. successivi (co. 3), e se la valutazione risultasse inferiore ad 1/5 del capitale sociale, la società deve ridurre proporzionalmente lo stesso (co. 4); resta in dottrina il dubbio su come interpretare questa omissione del legislatore: deve intendersi come un divieto di applicazione della norma non richiamata, ovvero va interpretata come una comune lacuna legislativa colmabile con una interpretazione analogica?

Vale la pena in questa sede ricordare anche alcune prescrizione dell'art 2464 del cod. civile, che possono interessare il perito valutatore, precisamente:

1. recita il 2° co art 2464 "possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica"; ecco quindi che diventa possibile conferire diritti reali o personali di godimento, quali: diritti sui marchi e brevetti, e anche il cd know how aziendale
2. il successivo comma 6 stabilisce che possono costituire **oggetto di conferimento** anche le **prestazioni d'opera** o di servizi (**non** possibili nella **Spa**), a condizione che gli obblighi assunti siano coperti da **polizza di assicurazione**, ovvero **fideiussione bancaria**, a tutela della società in caso di inadempienza, si pensi al caso pratico dell'artigiano che conferisce la propria prestazione professionale
3. vale la pena di sottolineare che la legge non prescrive espressamente una perizia giurata nel caso di **prestazioni d'opera**; si ritiene tuttavia che anche in questo caso, per analogia e a garanzia della società e dei soci, il valore della prestazione sia attestato da apposita relazione giurata che abbia le stesse caratteristiche della perizia di valutazione per conferimento di beni o crediti

3 - L'operazione di conferimento

3.1 - Finalità



Il conferimento persegue normalmente **finalità** di carattere economico aziendale, nel senso che attraverso questa operazione si apportano in una società nuova, ovvero già costituita, **non solo mezzi finanziari**, ma anche beni (o crediti) ovvero rami d'azienda, intesi come complesso unitario di beni volti al raggiungimento di finalità economiche.

Come noto, le esigenze del mercato impongono adeguamenti sempre più frequenti alla struttura aziendale, al fine di cercare **dimensioni** e **configurazioni ottimali**, per reggere alla concorrenza. L'operazione di conferimento ben si presta allo smembramento di un'azienda in rami distinti, ovvero come strumento per facilitare o consolidare alleanze. Pertanto l'operazione di conferimento può essere utilizzata per i seguenti fini, considerando che questi possono spesso essere contemporanei e collegati fra di loro:

- **ristrutturazione produttiva, commerciale, organizzativa**; con l'operazione di conferimento risulta infatti possibile raggiungere la dimensione aziendale ottimale, per affrontare e risolvere problemi di integrazione ovvero divisione produttiva o commerciale
- **ristrutturazione finanziaria**; in questo caso il fine potrebbe essere: (a) enucleare la parte dell'attività aziendale meno oberata di debiti, al fine di rilanciarla, (b) separare settori di attività con maggiori possibilità di sviluppo e quindi con più facile accesso al credito
- **agevolare processi di liquidazione**; se nell'azienda convivono settori di business più profittevoli e settori in crisi ovvero in stato pre fallimentare, un'operazione di conferimento potrebbe così separare le 2 zone di business, consentendo un più agevole sviluppo della parte più profittevole
- effettuare operazioni di **concentrazione di imprese**; esistono infatti casi in cui la grande dimensione aziendale facilita i processi di sviluppo, l'operazione di conferimento può agevolare tali concentrazioni

- **agevolazioni** di carattere **fiscale**; queste operazioni sono talvolta tese a favorire un migliore assetto fiscale, talvolta in presenza di rivalutazioni che possano godere di benefici fiscali
- **facilitare** operazioni di ristrutturazione in fase **pre-concorsuale** o **concorsuale**; queste operazioni, assieme ad altre, quali l'affitto d'azienda, la scissione, la fusione, gli aumenti di capitale, possono essere parti importanti di un processo di ristrutturazione per risolvere i problemi delle aziende in crisi

3.2 - Aspetti procedurali

Per quanto concerne gli aspetti procedurali - contabili, è possibile osservare:

- A. per l'azienda ovvero il ramo d'azienda conferito dovrà essere predisposta, da parte dell'azienda, una **situazione** patrimoniale aggiornata (normalmente **entro 3-4 mesi**), quale documento informativo essenziale per la redazione della perizia di stima ex artt. 2343 e 2465 del cod. civile; la data di riferimento della valutazione dovrà **coincidere** con la data della situazione patrimoniale aggiornata; detta situazione patrimoniale andrà quindi opportunamente integrata (meglio se extra contabilmente), al fine di poter esprimere con maggiore veridicità la consistenza degli elementi patrimoniali da trasferire
- B. giova ricordare che l'**OIC 30** definisce i criteri da utilizzare per la redazione di situazioni contabili infrannuali (cioè per periodi inferiori ai 12 mesi); si ricorda che l'OIC (Organismo Italiano di Contabilità) è l'ente preposto come standard setter nazionale in tema di contabilità e bilancio; sebbene il suddetto principio non tratti direttamente le situazioni contabili per il conferimento, può essere ritenuto valido per lo scopo, in attesa di un principio ad hoc; dall'OIC 30 si evince:
- a. la situazione patrimoniale citata deve essere composta da: **stato patrimoniale, conto economico** e da **nota integrativa**, mentre non è ritenuta obbligatoria la relazione sulla gestione
 - b. la situazione patrimoniale deve essere redatta seguendo i criteri di formazione del bilancio annuale di esercizio
 - c. la valutazione delle specifiche voci di bilancio (ammortamenti, rimanenze, ratei e risconti, etc) deve essere rapportata al periodo, normalmente inferiore ad un anno, cui si riferisce la situazione patrimoniale
- C. la situazione patrimoniale di conferimento di cui al punto A precedente,
- a. verrà utilizzata, oltre che dall'esperto valutatore, anche dal conferente, per verificare le **variazioni patrimoniali** intervenute fra la **data di riferimento** della perizia di stima (pari alla data della situazione patrimoniale integrata di cui sopra) e la data di effettivo conferimento, normalmente non oltre 4 mesi dopo;
 - b. il valore netto di conferimento avrà quindi, salvo diversi accordi fra le parti, un **valore diverso** da quello della valutazione, per l'effetto delle variazioni patrimoniali intervenute fra la data della valutazione e la data di conferimento; le differenze emerse, vengono normalmente regolate con conguagli fra le parti

- D. la conferitaria dovrà rilevare il **trasferimento patrimoniale** (aumento del capitale sociale a fronte del conferimento con l'apporto patrimoniale del conferente); di contro, in capo alla conferente, ci sarà il recepimento della **partecipazione ricevuta in cambio**
- E. la società conferitaria, a fronte dell'apporto ricevuto e sulla base delle risultanze della perizia di stima, effettuerà un **aumento di capitale**, con **esclusione del diritto di opzione** per i soci preesistenti (art 2441 del cod. civile); i soci preesistenti sono normalmente tutelati attraverso il sovrapprezzo azioni (o quote per le Srl), questo rappresenta infatti il mezzo tecnico per tutelare i vecchi soci, venendo così ad annullare la differenza fra valore effettivo da perizia e valore nominale delle azioni (quote) in circolazione, per la presenza di riserve (palesi o occulte), ovvero dell'avviamento in capo alla conferitaria
- F. può verificarsi il caso che, in sede di valutazione, venga assegnato un **valore di avviamento** alla società conferente, ad esempio quando questa venga valutata secondo il metodo reddituale, che potrebbe dare valori superiori ai soli valori patrimoniali; il tal caso l'avviamento entra nei beni conferiti e secondo l'**OIC 24** andrebbe contabilizzato come tale e assoggettato ad ammortamento, normalmente in un periodo di 5 anni, comunque non oltre i 10 anni
- G. Per un approfondimento sull'avviamento contabilizzato a bilancio, vedasi il mio articolo <http://www.angelifiori.it/wp-content/uploads/2014/07/AF-Avviamo-Aspetti-civilisti-fiscali-IAS.pdf>

4 - La figura dell'esperto incaricato della valutazione



La figura dell'esperto appare **diversa** e con differenti responsabilità per le **Spa** (art 2343 e 2343 ter cod. civ.) e per le **Srl** (art 2465 cod. civ.)

Si rileva preliminarmente che, per le Spa, art 2343 l'esperto deve essere nominato dal Tribunale, per le Srl non è prevista la nomina del Tribunale, quindi può essere nominato anche dalla società, purché si tratti di un revisore legale ovvero da una società di revisione iscritti nell'apposito registro

L'art 2343 per le Spa **precisa** che. (a) l'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi; (b) si applicano le disposizioni dell'art. 64 del cod. di procedura civile. L'art 64, che riguarda il consulente tecnico d'ufficio, evidenzia che: (a) si applicano le disposizioni del Codice penale relative ai periti, art 314

(peculato), 366 (rifiuto di uffici legalmente dovuti) e 373 (falsa perizia) del cod. penale, (b) il consulente tecnico che incorre in colpa grave è punito con l'arresto fino ad un anno o con l'ammenda fino a 10.329 Euro; (c) si applica l'art 35 del codice penale (sospensione dell'esercizio professionale); (d) in ogni caso è dovuto il risarcimento dei danni.

Fatto salvo il comportamento doloso, le **responsabilità** appaiono **ben configurate**, per le Spa, nel caso in cui il perito (l'esperto) abbia redatto una relazione erronea, dovuta ad imperizia, , negligenza, imprudenza, che possa quindi indurre in errore. Per quanto concerne le responsabilità civili, quando la consulenza implichi la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà (come sono le valutazioni di beni o d'azienda per il conferimento), il perito risponde solamente nell'ipotesi di dolo o colpa grave (art 1176 e 2236 cod. civile)

L'art 2465 per le Srl prevede: (a) la relazione giurata deve essere redatta da un revisore legale ovvero da una società di revisione iscritti nell'apposito registro; (b) la relazione deve contenere la descrizione dei beni o crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati, e l'attestazione che il loro valore sia almeno pari a quello attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo; (c) la relazione deve essere allegata all'atto costitutivo

Sul piano tecnico-deontologico bisogna precisare che **l'esperto valutatore**, nominato da Tribunale, ovvero dalle parti, 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.

5 – Tipologia dei beni conferibili e prime considerazioni sulla loro valutazione

5.1 - Premessa



Si ricorda che i conferimenti possono essere effettuati a favore di una conferitaria **neo costituita**, ovvero in una conferitaria **già operativa**. In entrambe i casi la valutazione del conferimento è volta a garantire i creditori e i terzi sull'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria; tuttavia **nel caso di conferitaria già costituita**, la valutazione richiede anche che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra valore del conferimento e valore delle azioni (o quote) ricevute in cambio.

Sotto il profilo valutativo è importante distinguere fra conferimenti che riguardano un insieme non organizzato di beni, ovvero un'azienda o un ramo d'azienda. Infatti solamente se si tratta di azienda o ramo d'azienda è possibile individuare un **avviamento**, come elemento valutativo autonomo. Spetta naturalmente al perito valutare se il ramo disponga di un'autonomia reddituale, una volta staccato il cordone ombelicale dall'azienda di provenienza

Occorre infine distinguere fra azienda e ramo d'azienda; una differenza consiste nel fatto che nel caso di azienda si dispone di **informazioni storiche** sugli andamenti reddituali, difficili ovvero in qualche caso impossibili da ottenere, nel caso di ramo d'azienda. Inoltre nel caso di conferimento di rami è spesso indispensabile **aggiustare la redditività del perimetro conferito**, in quanto aggiungendo o togliendo alcune attività o passività, può cambiare anche in modo significativo, la redditività rispetto al passato.

5.2 - Tipologia di beni conferibili e il parere dei PIV sulla loro valutazione

La tipologia dei beni conferibili nelle Spa e nelle Srl è molto simile, salvo che nelle **Srl** è **ammesso** il **conferimento di prestazioni d'opera** o di **servizi**, escluso per le Spa. Data la natura economica e dimensionale delle Srl, è infatti fattibile l'ipotesi della prestazione d'opera di un socio che conferisca le proprie competenze per lo svolgimento dell'attività aziendale. Si ricorda tuttavia che in questo caso la legge prescrive che debba essere rilasciata dal conferente una polizza assicurativa ovvero una fideiussione bancaria adeguata.

I beni possono avere la **natura più diversa**: titoli, partecipazioni in altre società, merci, immobili sia civili che industriali, macchinari e impianti, beni immateriali, quali marchi, brevetti etc. L'importante è che i beni

possano essere acquisiti immediatamente e compiutamente al momento del conferimento e della concomitante sottoscrizione del capitale della conferitaria. **Non** possono essere quindi **conferite** cose **future, altrui o generiche**, dove l'effetto traslativo è rinviato ad un momento successivo a quello del conferimento. Risulta anche possibile conferire dei debiti, purché questi siano collegabili alle attività conferite e naturalmente purché il **valore netto** dei **beni conferiti** sia positivo; non è infatti possibile conferire un valore netto di beni negativo.

Si è discusso sulla possibilità di trasferimento del **know how** aziendale. In questo caso bisogna distinguere: (a) se trattasi di know how legato a capacità personali sarebbe vietato (solvo che per le Srl) in quanto è assimilabile ad una prestazione d'opera o di servizi; (b) se trattasi di know how legato al complesso di tecniche e conoscenze necessarie per produrre un determinato bene ovvero erogare un determinato servizio, questo sarebbe conferibile

E' inoltre possibile conferire crediti, il credito può essere verso terzi ovvero verso la società medesima. Sono conferibili crediti sia scaduti che non ancora scaduti; nel caso di crediti non ancora scaduti e di medio o lungo periodo (normalmente superiori ad 1 anno), si deve tenere conto di ciò nella valutazione da effettuare, con gli appositi strumenti tecnici messi a disposizione dalla matematica finanziaria (valore attuale e montante).

Oggetto del conferimento può essere anche un **diritto** reale di **godimento**, quali: il diritto di superficie, l'enfiteusi, l'usufrutto, l'uso e le servitù prediali. Non è conferibile il diritto di abitazione in quanto collegabile a persona fisica e quindi escluso per le società di capitali.

E' **dubbio** se sia possibile il conferimento di una **garanzia**, che normalmente si traduce in un utile strumento per la società a procurarsi finanziamenti, per essere utilizzati nell'esercizio dell'attività. Inutile dire che la valutazione di una garanzia risulterebbe comunque molto difficoltosa sul piano tecnico.

Nulla dice il codice civile sia per le Spa che per le Srl sui **criteri di valutazione** da adottare per i beni o i crediti da conferire. Trattandosi di beni ovvero di diritti aventi la natura più diversa risulta difficile indicare un criterio univoco. Vale la pena in questa sede tuttavia ricordare le **metriche di valutazione** consigliate dal **PIV (Principi italiani di valutazione)**:

- 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)**.
- 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 sia presso soci che 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

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

Per inquadrare i PIV nel contesto professionale italiano, veda il mio articolo <http://www.angelifiori.it/wp-content/uploads/2015/09/AF-Principi-Italiani-di-valutazione.pdf>

Sempre gli stessi PIV dedicano alla fattispecie del conferimento (assieme alla trasformazione) un'apposita **sezione IV.5**, che prevede nello stesso paragrafo i conferimenti alle trasformazioni. Di seguito **in sintesi** le considerazioni svolte in questa sezione.

La valutazione del conferimento è finalizzata a garantire la società conferitaria, i creditori e i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria, nel quale confluiscono i beni conferiti. . Nel caso di conferitaria già operativa occorre che sia garantito nella valutazione un **equilibrio negoziale** fra il valore del conferimento a valore delle nuove azioni (o quote) emesse a servizio del conferimento, del tutto simile a quello che si realizza nel caso delle fusioni.

Sotto il profilo logico, la garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi si fonda sul fatto che ciò che è stato conferito **non** sia **superiore** al suo valore di mercato; In effetti il legislatore, all'articolo 2343 ter richiama la possibilità di evitare la relazione di stima quando il conferimento avviene ad un valore pari o inferiore al "fair value" degli stessi iscritti in bilancio, purché soggetti a revisione legale. Il fair value è definito da IFRS 13 come un prezzo di cessione (exit price).

Particolare attenzione va prestata nell'ipotesi di conferimenti relativi ad **aziende in crisi** e nei piani di risanamento. In questi casi infatti il valore di conferimento deve tenere conto dei nuovi **profili di rischio** e della durata dei periodi di perdita, prima di raggiungere un nuovo equilibrio economico, riducendo adeguatamente il valore di conferimento.

Per quanto concerne più specificatamente gli **aspetti valutativi**, i PIV evidenziano alla sezione IV.5 i seguenti aspetti:

1. L'esperto è chiamato preliminarmente a verificare se si tratta di un complesso di beni organizzato (azienda o ramo d'azienda) oppure non organizzato. Nel caso di conferimento di **ramo d'azienda**, deve essere accertata l'**autonomia di reddito** del ramo. Nell'apprezzamento dell'autonomia va appurato se l'assenza di taluni processi o beni possa essere integrato direttamente dalla conferitaria, ovvero dal mercato
2. La configurazione di valore è rappresentata dal **valore normale di mercato** dei beni conferiti. Nel caso di conferimento di aziende (o rami d'azienda) il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco e il valore di mercato dei beni conferiti. In casi particolari, l'esperto potrà anche adottare più di una configurazione di valore, che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione. Pertanto finalità della valutazione è identificare il valore dei beni conferiti, come **riconoscibile dal mercato** (a tutela dei creditori e dei terzi) in **condizioni normali**. Il valore normale di mercato viene definito dagli stessi PIV come il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi ovvero irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali. Il valore di mercato differisce dal **valore intrinseco**, in quanto assume la prospettiva del massimo e migliore uso (**highest and best use**) dell'attività da parte del partecipante al mercato e riflette premi e sconti, mentre il valore intrinseco

assume la prospettiva dello specifico soggetto che detiene l'attività e non necessariamente esprime l' highest and best use e quindi non considera premi e sconti.

3. In casi particolari l'esperto potrà adottare **più di una configurazione di valore**, che tenga conto della logica dell'operazione nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva
4. Il valore dei beni ai fini del conferimento deve esprimere il **valore dei beni** conferiti nelle **condizioni correnti** (al **netto** delle risorse eventualmente necessarie a renderli idonei ad un'autonoma generazione di reddito) e normalmente non riflette i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento. Tuttavia in casi particolari, in cui vengano conferiti beni strettamente complementari fra loro, il loro valore può riflettere i benefici attesi dalla conferita a seguito della gestione integrata
5. Nei casi di conferimento di rami o di azienda da parte di **gruppi o società in difficoltà**, che si caratterizzano con un profilo di assorbimento di cassa e redditività corrente inadeguata, particolare attenzione deve essere prestata alle **proiezioni reddituali** e ai **profili di rischio**. Appare evidente che in questi casi l'attenzione del valutatore deve essere massima per evitare valutazioni ingiustificatamente troppo ottimistiche. Va da sé che la valutazione non potrà quindi essere basata su valori in atto esclusivamente potenziali

Personalmente mi sento di condividere le tesi dei PIV ad esclusione del fatto che le valutazioni debbano essere basate esclusivamente (salvo casi eccezionali) su valori mercato, meglio sul minore fra valore intrinseco e valore normale di mercato, per i seguenti motivi:

- risulta difficile applicare in pratica la configurazione di **valore intrinseco**; le indicazioni fornite dai PIV stessi spiegano solo in parte, sembra di capire tuttavia che trattasi pur sempre di un valore che fa riferimento al mercato
- la tipologia molto ampia dei possibili beni conferiti, che possono variare da un minimo di un singolo bene ad un massimo un'intera azienda con una storia e una adeguata base informativa contabile e non alle spalle, rende **difficile** in molti casi la **praticabilità di valori di mercato**; risulta infatti difficile applicare un valore di mercato in questi tre esempi - tipo: (a) know-how dato da migliori processi produttivi, (b) immobili e macchinari industriali dedicati ad un determinato processo produttivo, che non hanno normalmente un vero e proprio valore di mercato; (c) ramo d'azienda che viene scorporato da una società esistente, che non ha una storia passata autonoma, né tantomeno una apposita contabilità ad esso dedicata
- il fatto che la legge preveda un apposito percorso senza la necessità di valutazione, come indicato all'art 2343 ter cod. civile, a beni valutati al fair value (con revisione legale del bilancio senza rilievi) **non significa** che il legislatore abbia privilegiato la valutazione al fair value ovvero a valori mercato rispetto ad altre metriche di valutazione

Conclusioni, con riferimento alle indicazioni contenute nei **PIV**. A parere dello scrivente, si ritiene che il criterio di valutazione da adottare vada ricercato, caso per caso, distinguendo beni separati e autonomi, dall'azienda (ramo d'azienda) come sopra definiti; **quando possibile e praticabile** vanno privilegiati valori che fanno **riferimento al mercato**. Bisogna operare con la massima attenzione per le **aziende in crisi**,

prestare attenzione alla differenza fra beni e azienda o ramo d'azienda, non tenere conto, ovvero valutare con la massima prudenza, i benefici futuri realizzabili dalla conferitaria con il conferimento medesimo.

Per una disamina più **ampia** e **completa** circa gli argomenti di seguito indicati, vedasi e relativi successivi paragrafi: (a) i **criteri di valutazione** messi a disposizione dalla **tecnica professionale** (par.7.1), (b) il **processo** di valutazione (par.6), (c) indicazione per orientarsi nelle **scelta** dei **criteri** (par. 7.2) (d) indicazioni per le **aziende in crisi** (par. 5.4), (e) indicazioni per la valutazione della **componente immobiliare** nei beni conferiti (par.9), (f) utilizzo delle tecniche di simulazione attraverso le **analisi di sensitività** (par. 8), (g) la valutazione **dell'avviamento** contenuto nel ramo d'azienda conferito, con il corrispondente avviamento incluso nel **sovraprezzo** della conferitaria (par. 5.5), (h) le problematiche che emergono per i conferimenti per i quali **non è necessaria** la **perizia giurata** ex art 2343 ter cc (par.5.3)

5.3 - Conferimento di beni in Spa senza relazione di stima - La relativa problematica



Si ricorda preliminarmente che gli **IAS** definiscono il **fair value** come “il corrispettivo al quale un’attività può essere scambiata o una passività estinta tra parti consapevoli e disponibili , in un’operazione fra terzi”. In sostanza si tratta di una valutazione di mercato o corrente, definito anche dalle direttive comunitarie come valore equo. In quest’ottica il valor equo presenta molte analogie con il valore normale, così come definito sia dalle norme fiscali (art 9 TUIR) che dai citati PIV.

La casistica prevista dall’art 2343 ter del codice civile, richiamato in un precedente paragrafo, fa emergere peraltro **alcune incongruenze**, dovute all’infelice coordinamento del contenuto dell’art 2343 ter con le altre norme del cod. civile per il conferimento, nonché la direttiva UE da cui prende le mosse:

- se **alcune voci** del bilancio della società conferita sono **valutate** al valore equo (**fair value**) e **altre no**, bisognerebbe effettuare una relazione di stima solamente per alcune voci (quelle non valutate al fair value), con evidenti difficoltà nel determinare il valore totale conferito: parte con stima di conferimento e parte senza stima;

- giova inoltre ricordare che la fattispecie del fair value (valor equo) **non** risulta **applicabile** a molte voci di bilancio conferibili, quali i costi capitalizzati come le spese di costituzione, le spese di pubblicità, i marchi e brevetti, le commesse a lungo termine, il TFR, etc
- potrebbero sorgere **problemi** per la **revisione** della **stima** a carico degli **amministratori**, qualora le voci valutate al fair value interagiscano con le voci non valutate al fair value, si ricorda infatti che gli amministratori devono effettuare una revisione delle stime indipendentemente dal fatto che siano presenti o meno relazioni di stima
- vale anche la pena di notare la **differenza temporale** fra l'art 2343 (bilancio non più vecchio di 4 mesi) e l'art 2343 ter (bilancio approvato non oltre 1 anno)
- se per fair value o valore equo si intende il fair value indicato nei principi contabili internazionali, è probabile che la norma sia **applicabile** solo ai **bilanci** redatti secondo gli **IAS IFRS** e per le sole voci ove sia prevista la valutazione al fair value; diversamente se vale una interpretazione più estensiva esso è applicabile a qualunque voce per la quale sia applicabile un valore di mercato corrente o normale

5.4 - La valutazione delle aziende in crisi

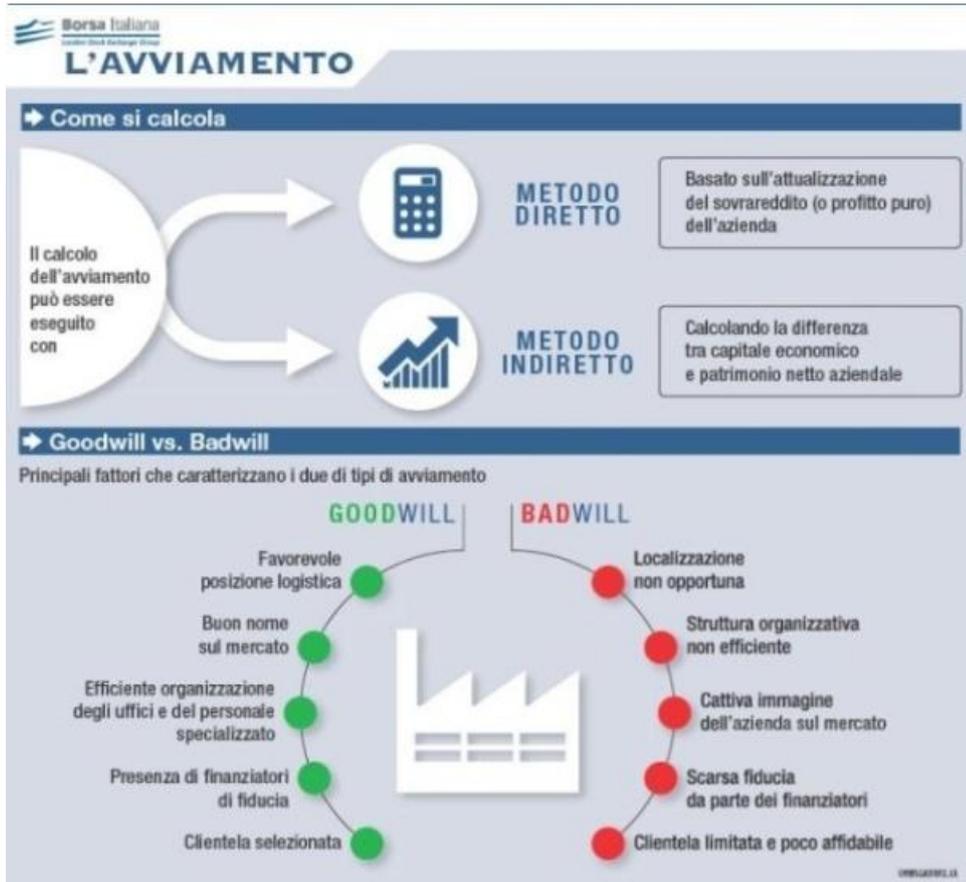
Alla data di stesura del presente articolo risulta **in progress** un apposito **documento** sulla valutazione delle aziende in crisi a cura di ODCEC e di SIDEA (Società italiana dei docenti di ragioneria ed economia).

Si svolgono qui solamente alcune considerazioni di ordine generale per le aziende in crisi, considerazioni, che dovrebbero orientare l'esperto valutatore:

- gli **orizzonti temporali di valori prospettici** (da utilizzare sempre con molta prudenza) sono generalmente più brevi, ciò vale soprattutto nel caso di applicazione di metodi reddituali, misti, DCF
- il goodwill spesso è inesistente; si potrebbe presentare al contrario l'ipotesi di considerare un **badwill**, basato sugli anni necessari ad un recupero della redditività
- **aumentano** spesso in modo significativo i **rischi**, ciò vale, ad esempio, per il calcolo del **WACC** nel metodo DCF
- i multipli di mercato (da usare comunque come metodo ausiliario, mai principale) risultano difficilmente applicabili, comunque **non** possono essere utilizzati "**comparables**" di aziende similari ma in equilibrio economico
- valori di "**fair value**" risultano **difficili da individuare** e comunque orientano verso il basso eventuali valori di mercato "normali"
- le attività immobilizzate, sia materiali che immateriali, possono contenere **perdite** significative e **durevoli** nel tempo
- il sistema bancario e i **creditori** in genere potrebbero **richiedere** il **rientro a breve** dei loro crediti ovvero degli affidamenti, a meno che la solidità finanziaria della conferitaria non possa compensare la debolezza della conferente; in ogni caso l'aspetto va considerato nella valutazione

- le difficoltà finanziarie esistenti riducono le **possibilità** di **utilizzo** della **leva finanziaria**, a meno che la solidità finanziaria della conferitaria non possa compensare la debolezza della conferente; in quest'ultimo tuttavia caso l'aspetto va considerato nella valutazione
- va **valutata** attentamente l'**ipotesi di continuità aziendale**, sia considerando la conferente come entità "stand alone", sia nella prospettiva post conferimento

5.5 - Voci Avviamento nella conferitaria e Sovrapprezzo azioni della conferente



Può accadere il caso, non infrequente, (sia per le Spa che per le Srl) in cui: (a) la società conferitaria è già **costituta**, (b) i **soci** di conferitaria e conferente sono **diversi**, ovvero con differenti e significative partecipazioni societarie, (c) la società conferitaria abbia un valore superiore al proprio patrimonio netto e nella conferente esista un plusvalore rispetto ai valori di libro conferiti (**avviamento**). Nella fattispecie sopradescritta siamo in presenza di un **avviamento** nella **conferente** e di un **fondo sovrapprezzo azioni** (o **quote**) nella **conferitaria**. I due **valori** sono evidentemente **speculari**, conseguentemente nel caso specifico si configura una specie di **concambio** simile a quello che si rileva nelle fusioni d'azienda.

Si ricorda che il prezzo di emissione delle nuove azioni (o quote), al servizio del conferimento, può essere ripartito fra capitale sociale e sovrapprezzo. L'indicazione di un sovrapprezzo assolve la funzione di evitare che la **plusvalenza** insita nel capitale della conferitaria ante conferimento, sia dispersa a favore dei nuovi soci post conferimento. Il **sovrapprezzo rappresenta** dunque una sorta di **avviamento** non contabilizzato

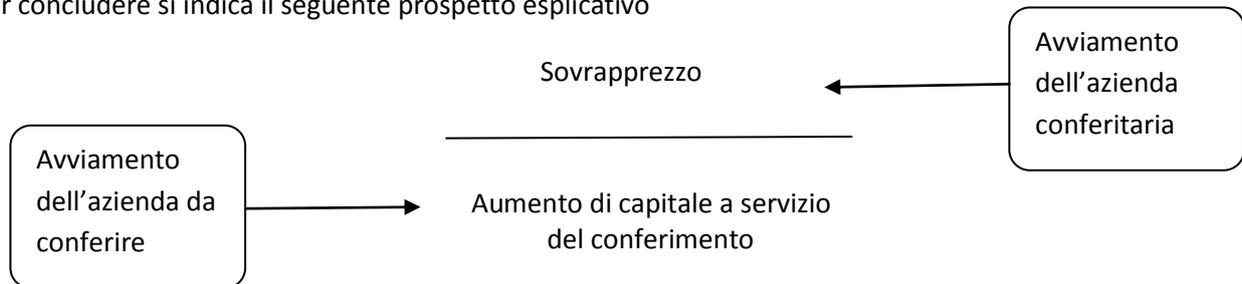
nella conferitaria ante conferimento ovvero, detto in altri termini, una differenza fra il valore di mercato della conferitaria e il suo book value.

Vale infine la pena di ricordare che l'avviamento viene definito come "l'attitudine del complesso aziendale di un'impresa a conseguire profitto, in virtù di **fattori oggettivi** e/o **soggettivi** che lo caratterizzano. Si suole, perciò, distinguere l'avviamento in oggettivo o soggettivo: il primo è riconducibile a fattori intrinseci dell'azienda, non suscettibili di modifica a seguito di variazione del titolare dell'azienda (per es. la disponibilità di un brevetto o la posizione dei locali dedicati alla vendita); il secondo è dovuto alle abilità manageriali dell'imprenditore per accrescere e/o mantenere la clientela".

Con il conferimento si realizza pertanto una specie di "**permuta azionaria** ovvero di **quote**", per i soci della società conferente, mediante un decremento del valore della partecipazione relativa all'azienda conferita, controbilanciato dall'acquisizione di una partecipazione nella conferitaria da parte della conferente; in sostanza i soci della conferente rinunciano ad una torta per avere una fetta percentuale di una torta più grande

Con le premesse sopra indicate è evidente che l'**esperto valutatore** della azienda conferita non può esimersi dal considerare anche la **genesi** e la **congruità del sovrapprezzo** nella conferitaria. Sul piano metodologico infatti i **criteri** adottati per valutare l'avviamento nella conferente **non** dovrebbero essere molto **dissimili** da quelli utilizzati per il calcolo del fondo sovrapprezzo azioni (o quote) nella conferitaria. Ciò in modo da consentire una comparabilità dei valori e un loro apprezzamento in termini relativi. In questo confronto il valori di partenza saranno i valori netti patrimoniali, opportunamente corretti con le componenti reddituali e/o di mercato per pervenire a valori più attuali e adatti al processo di conferimento

Per concludere si indica il seguente prospetto esplicativo



6 - Il processo di valutazione nel conferimento d'azienda (o ramo d'azienda)



Il processo di **valutazione** di un'**azienda** ovvero di un **ramo d'azienda** è un procedimento complesso, il quale attraversa diverse **fasi logiche** e **procedurali**, che di seguito si indicano. Nel caso di valutazione di singoli beni il processo ovviamente si semplifica molto, ma concettualmente dovrebbe seguire, almeno nelle linee guida, un analogo percorso

- ❖ E' necessaria la costituzione e l'analisi di un'**adeguata base informativa**. Le informazioni relative possono essere raccolte sia presso l'azienda (ramo d'azienda) da valutare, che da fonti esterne.
 - ✓ 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 un valutazione di congruità in funzione dello scopo valutativo. In qualche caso possono essere richieste apposite lettere di conforto al management aziendale.
 - ✓ 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**; teniamo presente tuttavia che nei conferimenti di ramo d'azienda spesso questa non dispone né di una contabilità autonoma né tantomeno di bilanci veri e propri;
 - ✓ la **base informativa** non si deve tuttavia limitare ai bilanci, ma **estendersi** ad una serie di informazioni sul business aziendale, (applicabili in funzione del contenuto del ramo d'azienda conferito) 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

- ❖ **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:
 - **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, nel caso dei conferimenti bisogna considerare con la massima prudenza i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei proprio beni con quelli oggetto di conferimento
 - **l'analisi critica dei bilanci (se disponibili)**, 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
 - 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. Nel caso di bilanci prospettici bisogna tuttavia utilizzare la massima prudenza e un vigile senso critico, al fine di impedire che si incorporino nella valutazione plusvalori per utili sperati e incerti
 - 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: se dobbiamo esaminare business plan prospettici, può essere utile esaminare il mio articolo <http://www.angelifiori.it/esame-e-analisi-critica-di-un-business-plan/>
- ❖ 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
 - 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 avvero di cassa, è necessario disporre di stime future attendibili e coerenti, utilizzabili ai fini

della valutazione; (b) per applicare metodi basati sui multipli (nel caso specifico da non utilizzare come metodo principale, ma solo sussidiario) 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

- 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;
- 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

7 - I metodi di valutazione

7.1 - Una rassegna dei metodi di valutazione disponibili

Di seguito viene effettuata una **sintetica carrellata** dei principali metodi di valutazione utilizzabili nel caso di conferimento **d'azienda** o **ramo d'azienda**.

Nel caso di conferimento di **singoli beni** si può prendere come base di partenza gli importi indicati per le valutazioni ai fini del **bilancio di esercizio**, considerando che, per molte voci, i criteri differiscono fra IAS IFRS e principi contabili italiani (OIC); dove possibile, si dovrebbe fare riferimento ad un **valore normale di mercato**, come definito dai PIV. In ogni caso le scelte effettuate vanno **spiegate** e **documentate** nella relazione di valutazione emessa.

Per effettuare una generale mappatura degli OIC e degli IAS IFRS, vedasi gli approfondimenti nel mio articolo <http://www.angelifiori.it/wp-content/uploads/2015/03/AF-Principi-contab-nazion-e-internaz-Una-panoramica.pdf>

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 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.

Per un approfondimento relativamente al metodo DCF, vedasi il mio articolo <http://www.angelifiori.it/la-valutazione-con-il-metodo-dcf-schema-di-riferimento/>

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.

Per un approfondimento relativamente ai metodi basati sui multipli, vedasi il mio articolo <http://www.angelifiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli/>

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.

Per un approfondimento relativamente all'ottica asset side ovvero equity side, vedasi il mio articolo <http://www.angelifiori.it/la-prospettiva-di-valutazione-dazienda-approccio-asset-side-o-equity-side/>

7.2 - La scelta del metodo di valutazione per il conferimento



Il **legislatore** agli artt. 2343 (Spa) e 2465 (Srl) ha correttamente **omesso** di fornire **indicazioni** circa i **criteri** da utilizzare per definire il valore di quanto conferito: beni, crediti, azienda o ramo d'azienda. Nel silenzio del legislatore, la decisione del criterio da adottare è rimessa alla **discrezionalità** del valutatore che, caso per caso, deve decidere in base anche all'**esperienza** e alle capacità **professionali**.

Nella scelta del metodo bisogna tenere presente:

- le **finalità** assegnate all'esperto da **legislatore** si concretizzano nella quantificazione del capitale iniziale, ovvero dell'aumento di capitale, nella società che riceve il conferimento (società conferitaria), al servizio di una corretta costituzione del capitale sociale; ciò a **garanzia** sia dei soci che di tutti i portatori di interesse (cd **stakeholders**) nella società conferitaria
- nel caso di **conferimento in azienda funzionante**, con una positiva storia alle spalle, la finalità della valutazione si concretizzano nella quantificazione da un lato dell'entità dell'aumento di capitale conseguente al conferimento in natura, e dall'altro dalla valutazione dell'eventuale sovrapprezzo azioni (o quote) nella società conferitaria. Bisogna quindi tenere presente il **bilanciamento**, indicato in un paragrafo precedente, necessario fra **valutazione** dei **beni conferiti** (con eventuali maggiori valori rispetto a quelli di libro) e **sovrapprezzo azioni** (o **quote**) nella conferitaria.

Tra i vari fattori da considerare si precisa che l'esperto valutatore detene in considerazione i seguenti **aspetti**: (a) le **risultanze** emerse dall'esecuzione del **processo di valutazione**, vedi precedente paragrafo; (b)

la **tipologia** del **business** da valutare, si pensi alla differenza esistente, ad esempio, fra valutare un'impresa industriale e valutare una compagnia di assicurazione; (c) la **situazione di fatto** in cui si trova l'azienda (o il ramo) da valutare, si pensi ad esempio alla valutazione delle aziende in crisi oppure alle valutazioni concernenti una complessa operazioni ristrutturazione di un gruppo; (d) la circostanza di conferire **singoli beni** ovvero un complesso di **beni organizzati** in un'azienda, ovvero un ramo d'azienda

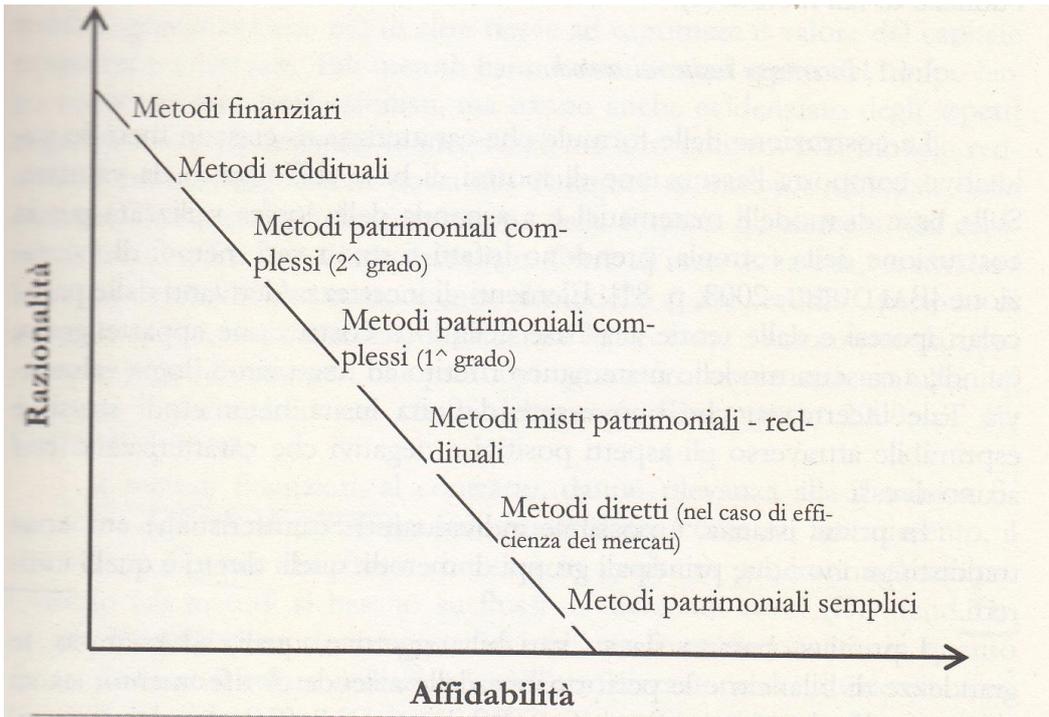
Il **vincolo** imposto dal **legislatore** all'esperto di fornire una descrizione analitica dei beni conferiti, parrebbe in prima istanza far propendere per un **orientamento** verso la scelta dei metodi patrimoniali semplice o complesso, sia che ci si orienti a verso una valutazione basata sui costi, sia che ci si orienti verso una valutazione basata su valori di mercato. Tale impostazione pare tuttavia limitativa e non condivisibile.

Nel conferimento di ramo d'azienda bisognerà infatti tenere conto, come materia costitutiva indispensabile, gli **elementi** legati alla **redditività** (principalmente l'EBITDA) e quindi orientarsi verso: (a) il metodo misto patrimoniale – reddituale, (b) il metodo reddituale, (c) il metodo DCF. Restano a parere dello scrivente **non applicabili**, se non come criterio sussidiario, i metodi basati sui **multipli** (di mercato ovvero di transazioni comparabili).

Si ritiene tuttavia che i metodi reddituali e DCF debbano basarsi prevalentemente su **flussi** reddituali o di cassa **consuntivi** (in atto); eventuali valori **prospettici** (potenziali) andrebbero in linea di **max esclusi**; inoltre andrebbero **escluse** nella valutazione eventuali **future sinergie** (potenziali), ottenibili nell'unione fra conferente e conferitaria.

Un **limite** delle **valutazioni** può essere indicato nel **valore di mercato**, in altri termini le valutazioni effettuate, qualunque metodo si adotti, non dovrebbe superare un valore normale di mercato del bene ovvero del complesso organizzato di beni (azienda o ramo d'azienda). Ciò a garanzia dei diversi **stakeholders** interessati che non dovrebbero riconoscere ai beni conferiti un valore superiore a quello che si avrebbe rivolgendosi direttamente al mercato

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** i metodi basati sui multipli



8 - 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

Se ci si orienta verso analisi di scenari, occorre tenere presente le seguenti regole:

- i risultati degli scenari sfociano normalmente nella decisione di utilizzare un valor medio, la media più frequentemente usata, ma non l'unica, è la media aritmetica, ma potrebbero essere utilizzate la mediana , ovvero la medio ponderata
- i valori risultanti dall'applicazione degli scenari non dovrebbero essere molto distanti fra loro, diversamente l'utilizzo degli scenari stessi viene vanificato; non ha senso ad esempio utilizzare scenari in cui fra valor minimo e valor massimo esista una differenza del 100%

Per un esame dettagliato, con qualche esempio, relativamente alla analisi di sensitività, vedasi il mio articolo <http://www.angelifiori.it/wp-content/uploads/2014/09/AF-Analisi-sensitivit%C3%A0-Valutazioni-azienda.pdf>

9 - Ruolo dell'ausiliario esperto di valutazioni immobiliari



Esistono situazioni in cui, nell'ambito dei beni conferiti, la valutazione della **componente immobiliare**, essenzialmente terreni e fabbricati, ma in casi particolari anche impianti e macchinari, necessita di un esperto valutatore immobiliare. Questi 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.

Per un approfondimento sull'argomento vedasi il mio articolo <http://www.angelofiori.it/le-valutazioni-immobiliari-una-panoramica-per-dottori-commercialisti/>

9.1 - Prezzo, valore, costo della componente immobiliare

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

9.2 - *Il criteri di valutazione della componente immobiliare*



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

Angelo Fiori – maggio 2016

Dottore Commercialista e revisore contabile dei conti, esperienza professionale quarantennale in campo amministrativo, con focus principale su: (a) analisi di bilancio e revisione contabile e (b) valutazioni d'azienda e di strumenti finanziari.

