
Il recesso del socio nella Spa: i metodi di valutazione della quota

di [Angelo Fiori](#)

Pubblicato il 16 Maggio 2016

Analizziamo le difficoltà che sorgono nella scelta del metodo di valutazione corretto, l'analisi sensitività e gli strumenti per il supporto alla perizia, il problema della valutazione degli immobili...

Dopo aver parlato del [contesto legale e degli aspetti valutativi del recesso del socio](#), approfondiamo i metodi di valutazione della quota.

Una rassegna dei metodi di valutazione della quota 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 sopra 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 razionali 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 2 principali strumenti messi a disposizione da Microsoft Excel**, che risultano utili nella pratica valutativa:

a) la tabella dati

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](#) 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 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

La comparabilità fa riferimento ad una serie di caratteristiche dell'immobile, che possono influenzarne il valore di mercato:

(a) i diritti immobiliari;

(b) le motivazioni e la forza contrattuale di acquirenti e venditori

(c) le condizioni del mercato al momento della transazione;

(d) le dimensioni dell'immobile;

(e) la localizzazione;

(f) le caratteristiche fisiche;

(g) la vetustà;

(h) la redditività;

(i) se l'immobile produce reddito;

(h) la struttura finanziaria delle transazioni in oggetto

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

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

Le **unità di misura** normalmente utilizzate sono: Prezzo/mq e Prezzo/mc.

Per **immobili specialistici** si possono usare **altre unità di misura**: Prezzo/posto auto per garage, Prezzo/letto per ospedali, Prezzo/posto barca per porti turistici

In generale è bene **diffidare di valutazioni che fanno riferimento in modo generico a prezzi di mercato**.

Il procedimento di rendere approcciabili i prezzi di mercato per la valutazione in oggetto comprende diversi step che il valutatore dovrebbe rendere espliciti.

Infatti quasi sempre i prezzi di mercato vengono sottoposti ad ulteriori analisi o rettifiche (analisi di tipo statistico, analisi dei trend, tecniche di analisi dei dati)

Il criterio reddituale si basa sulla nozione di valore attuale dei benefici futuri derivanti dalla proprietà dell'immobile.

Il metodo è applicabile agli **immobili che generano reddito**. Questo procedimento mostra molte analogie con il metodo DCF (Discounted Cash Flow) utilizzato per le valutazioni d'azienda

Definizione dei benefici futuri.

Questi vengono definiti come i flussi di cassa prodotti dall'immobile durante il periodo di detenzione dello stesso.

I flussi di cassa possono essere rappresentati da ricavi (affitti), dividendi, ricavi da cessione parziale, al netto dei relativi costi di gestione. I ricavi possono essere effettivi o potenziali. Nel caso i ricavi siano potenziali, va sottoposta ad esame critico la fattibilità delle ipotesi prese a base del calcolo; diversamente i valori ottenuti risultano di fatto teorici

Il tasso di attualizzazione.

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

La scelta del tasso dovrebbe essere accompagnata da adeguate spiegazioni e informazioni sui fattori presi in considerazione per la determinazione del tasso utilizzato, quali:

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

Bibliografia

Riferimenti legislativi. Codice civile:

- Art 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

29 febbraio 2016