



**Ordine dei
Dottori Commercialisti e degli
Esperti Contabili di
Roma**

COMMISSIONE DIRITTO DELL'IMPRESA

Roma, 12 febbraio 2018

IL DIRITTO DI RECESSO E L'ESCLUSIONE DEL SOCIO NELLE SOCIETA' NON QUOTATE – II GIORNATA:

A) VALORIZZAZIONE DELLA QUOTA DA PARTE DELL'ESPERTO

Dottor Marco Pochetti



RIFERIMENTI NORMATIVI:

ART. 2437 TER PER LE SPA

ART. 2473 PER LE SRL

D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 “Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366”, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 17 del 22 gennaio 2003, supplemento ordinario n. 8



RIFERIMENTI NORMATIVI:

SPA: ARTICOLO 2437 TER [6]

In caso di contestazione da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso **il valore di liquidazione è determinato entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale**, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349.



RIFERIMENTI NORMATIVI:

SRL: ARTICOLO 2473 [3]

III. I soci che recedono dalla società hanno diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione del patrimonio sociale. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso; **in caso di disaccordo la determinazione è compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349.**

Dottor Marco Pochetti



RIFERIMENTI NORMATIVI:

SPA: ARTICOLO 2437 TER [2]

II. Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti (1), **tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.**



RIFERIMENTI NORMATIVI:

SRL: ARTICOLO 2473 [3]

III. I soci che recedono dalla società hanno diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione del patrimonio sociale. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo **valore di mercato** al momento della dichiarazione di **recesso**; in caso di disaccordo la determinazione è compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349.

Dottor Marco Pochetti



Relazione di accompagnamento al D.LGS

N.9 DELLA DISCIPLINA DEL RECESSO

«Per l'ipotesi che nulla lo statuto preveda si è fatto riferimento alla "consistenza patrimoniale", volendo così indicare la **non vincolatività dei dati contabili**, ed alle "prospettive reddituali", come elemento correttivo della situazione patrimoniale; il riferimento ad un valore di mercato è eventuale.

Si è però previsto che lo statuto, allora a seconda il diverso assetto delle varie società, possa dare indicazioni analitiche di quali poste rettificare, e sui criteri di rettifica. In questo caso potrà tenersi conto, se statutariamente indicato, anche, ad esempio, dell'avviamento.»

Dottor Marco Pochetti



(SRL) Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo **valore di mercato** al momento della dichiarazione di recesso;

(SPA) tenuto conto della **consistenza patrimoniale** della società e delle sue **prospettive reddituali** nonché dell'eventuale valore di mercato delle **azioni**.



(SPA) tenuto conto della **consistenza patrimoniale** della società e delle sue **prospettive reddituali** nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.

In parziale o totale deroga a tali criteri generali, è previsto che “Lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione” (**art. 2437-ter, co. 4, c.c.**).



DIFFERENZE CON ALTRE RELAZIONI DI STIMA.

La relazione giurata ha la finalità di individuare un valore corrente, un valore di mercato della quota o azione.

In caso di conferimento o trasformazione (da società di persone a società di capitale) si deve verificare che il valore del conferimento o del patrimonio netto della società trasformanda sia almeno pari al capitale sociale della società conferitaria o della società trasformata.

Dottor Marco Pochetti



DIFFERENZE CON ALTRE RELAZIONI DI STIMA.

Nei processi di conferimento o trasformazione
l'esperto deve quindi:

ATTESTARE – CERTIFICARE – GARANTIRE

UN VALORE MINIMO



DIFFERENZE CON ALTRE RELAZIONI DI STIMA.

Nella relazione ex articolo 2437 ter e 2473 la relazione ha un effetto sostanziale, che si innesca in una rapporto negoziale, disciplinando una delle condizioni principali - il valore della quota.

Il contenuto della relazione, «sostituisce la volontà delle parti» nella determinazione del valore di liquidazione



In tal senso il richiamo all'articolo 1349 cc.

LIBRO QUARTO - Delle obbligazioni → Titolo II - Dei contratti in generale → Capo II - Dei requisiti del contratto → Sezione III - Dell'oggetto del contratto

Se la determinazione della prestazione dedotta in contratto è deferita a un terzo e non risulta che le parti vollero rimettersi al suo mero arbitrio (2), il terzo deve procedere con equo apprezzamento



Ordine dei
Dottori Commercialisti e degli
Esperti Contabili di
Roma

COMMISSIONE DIRITTO DELL'IMPRESA

Roma, 12 febbraio 2018

**PER INDIVIDUARE IL VALORE CORRENTE O
IL VALORE DI MERCATO L'ESPERTO DOVRA'
QUINDI RICORRERE ALLA DOTTRINA E
ALLA PRASSI PROFESSIONALE UTILIZZATA
PER LA VALUTAZIONE DI AZIENDE**

Dottor Marco Pochetti



Ordine dei
Dottori Commercialisti e degli
Esperti Contabili di
Roma

COMMISSIONE DIRITTO DELL'IMPRESA

Roma, 12 febbraio 2018

METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI IN DOTTRINA E NELLA PRASSI PROFESSIONALE

- DIRETTI
- INDIRETTI

Dottor Marco Pochetti



METODI DI VALUTAZIONE DIRETTI

- Sono i metodi basati su valutazione di dati di mercato; il valore è «dedotto direttamente» da parametri e indicatori conosciuti e riconosciuti, nel presupposto che rappresentino una stima corretta del valore dell'azienda.

(La presente relazione ha come oggetto società non quotate, talché non si fa riferimento a valori di borsa)



METODI DI VALUTAZIONE DIRETTI

- **Unico metodo diretto applicabile è il valore di una transazione avvenuta in un arco temporale molto vicino per aziende similari.**
- **Il difetto di questo metodo è rappresentato dal fatto che le aziende, pur operanti in settori identici, spesso non sono «comparabili» per differenti ragioni:**



METODI DI VALUTAZIONE DIRETTI

- **Posizione sul mercato;**
- **Struttura finanziaria e patrimoniale;**
- **Composizione societaria;**
- **Cultura del management aziendale**
- **Etc.....**



METODI DI VALUTAZIONE INDIRETTI

**Sono i metodi che si basano su valutazione di dati
oggettivi, razionali, obiettivi e neutri**

- **Metodo patrimoniale;**
- **Metodo reddituale**
- **Metodo misto.**
- **Metodo finanziario;**



METODO PATRIMONIALE

**ASSUME COME PARAMETRO DI VALUTAZIONE IL
PATRIMONIO NETTO.**

**I VALORI DEGLI ELEMENTI ATTIVI E PASSIVI DEL
PATRIMONIO DEVONO ESSERE INDIVIDUATI
ANALITICAMENTE E SOGGETTI A SPECIFICHE
RETTIFICHE DI VALORE**

**DAL VALORE CONTABILE SI PASSA A UN VALORE
DI MERCATO, CON LE SPECIFICHE RETTIFICHE**



METODO PATRIMONIALE

**La valutazione dei flussi di reddito o di cassa è
«irrilevante»**

**È un metodo usato per società che non svolgono
attività d'impresa ma il cui patrimonio è
essenzialmente costituito da beni di rilevante
valore.**

ESEMPIO 1



**Ordine dei
Dottori Commercialisti e degli
Esperti Contabili di
Roma**

COMMISSIONE DIRITTO DELL'IMPRESA

Roma, 12 febbraio 2018

METODO PATRIMONIALE

V= VALORE DELL'AZIENDA

K= PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Dottor Marco Pochetti



METODO REDDITUALE

**Determina il valore dell'azienda sulla base della
capacità di generare reddito**

**L'obiettivo è valutare l'azienda come complesso
unitario sulla base della rapporto tra la redditività e
il valore**

**Il valore dell'azienda viene determinato
dall'attualizzazione dei risultati economici attesi**



METODO REDDITUALE

**IL CONCETTO DI REDDITO VIENE «AVVICINATO» AL
CONCETTO DI RENDITA-RENDIMENTO.**

**L'AZIENDA VIENE VALUTATA SULLA ENTITA' DEI
REDDITI FUTURI-PROSPETTICI;**

**MA OGGI QUEI REDDITI FUTURI, QUANTO
VALGONO?????**



METODO REDDITUALE

LA FORMULA DELLA RENDITA PERPETUA CI AIUTA

$$V = R/i$$

V=VALORE

R= Reddito medio atteso

i= tasso di attualizzazione (serve per «portare» ad oggi il valore dei futuri redditi) disporre oggi di 1.000 Euro è differente rispetto a poterne disporre tra 3 anni = il tempo ha un costo

Dottor Marco Pochetti



**Ordine dei
Dottori Commercialisti e degli
Esperti Contabili di
Roma**

COMMISSIONE DIRITTO DELL'IMPRESA

Roma, 12 febbraio 2018

METODO REDDITUALE DURATA ILLIMITATA

REDDITO MEDIO PROSPETTICO EURO 700.000

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE 10%

$$700.000/0,10= 7.000.000$$

Dottor Marco Pochetti



METODO REDDITUALE DURATA LIMITATA

REDDITO MEDIO PROSPETTICO EURO 700.000

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE 10%

ORIZZONTE TEMPORALE 20 ANNI

$$V = R \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} = 700.000 \frac{1 - (1+0,1)^{-20}}{0,1}$$

$$V = 700.000 \frac{5,73}{0,67} = V = 700.000 * 8,55 = 5.985.000$$



METODO REDDITUALE DURATA LIMITATA

All'attualizzazione del reddito prospettico,
sommiamo un Valore Finale dell'azienda
attualizzato

$$VF * v^n$$

VF Valore Finale

v^n = tasso di attualizzazione



METODO REDDITUALE

QUALE REDDITO?

Il reddito deve essere depurato dalle componenti reddituali straordinarie



Determinare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza



METODO REDDITUALE

QUALE TASSO DI ATTUALIZZAZIONE?

E' un elemento soggettivo di valutazione che può creare effetti distortivi

Dobbiamo considerare in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio un premio per alcuni rischi:

**l'investimento in attività d'impresa (rischio mercato)
un rischio di settore/impresa (rischio settore).....**

Dottor Marco Pochetti



**Ordine dei
Dottori Commercialisti e degli
Esperti Contabili di
Roma**

COMMISSIONE DIRITTO DELL'IMPRESA

Roma, 12 febbraio 2018

METODO REDDITUALE

La metodologia più usata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Dottor Marco Pochetti



METODO REDDITUALE

k_E = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio - costo dell'equity

r_f = tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio

β = parametro espressivo del rischio della società da valutare

R_M = rendimento medio espresso dal mercato azionario

$$R_f = 2\% \quad R_m = 7\% \quad \beta = 1,25$$

$$K_e = 2\% + (7\% - 2\%) \times 1,25 = 8,25\%$$



METODO REDDITUALE

k_E = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio - costo dell'equity

E' INFLUENZATO DA PARAMETRI ESTERNI E INTERNI AL CONTESTO SOCIETARIO-AZIENDALE



METODO REDDITUALE

PARAMETRI ESTERNI

situazione politico economica

situazione economica del settore di riferimento

situazione concorrenziale del settore (barriere all'ingresso e protezione)

livelli di competizione e prospettive di andamento del settore



METODO REDDITUALE

PARAMETRI INTERNI

- caratteristiche dell'azienda -organizzazione produttiva e commerciale- grado flessibilità aziendale - qualità del management – struttura patrimoniale e finanziaria - stabilità degli utili nel tempo - tipologia e qualità dei prodotti (e servizi) - ampiezza della gamma dei prodotti - grado di innovazione



METODI MISTI

La “correzione reddituale” tiene conto della capacità di generare reddito in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito.

E', in sintesi, una quantificazione di un goodwill (badwill) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.



Ordine dei
Dottori Commercialisti e degli
Esperti Contabili di
Roma

COMMISSIONE DIRITTO DELL'IMPRESA

Roma, 12 febbraio 2018

METODI FINANZIARI

PASSIAMO DAL CONCETTO DI REDDITO E PATRIMONIO
A QUELLO DI «CASSA». LAZIENDA VIENE ANALIZZATA-
STIMATA PER LA CAPACITA' DI GENERARE CASSA.

Dottor Marco Pochetti



METODI FINANZIARI

Quanto può disporre un investitore dei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità?



**Ordine dei
Dottori Commercialisti e degli
Esperti Contabili di
Roma**

COMMISSIONE DIRITTO DELL'IMPRESA

Roma, 12 febbraio 2018

I METODI FINANZIARI SI DIVIDONO IN DUE GRANDI CATEGORIE:

METODI UNLEVERED

METODI LEVERED

Dottor Marco Pochetti



I METODI FINANZIARI SI DIVIDONO IN DUE GRANDI CATEGORIE: METODI UNLEVERED

Si basano sulla attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda

I flussi di cassa disponibili sono calcolati **al lordo degli interessi passivi e scontati al WACC**



I METODI FINANZIARI SI DIVIDONO IN DUE GRANDI CATEGORIE: METODI LEVERED

Si basano sulla attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti, scontati ad un tasso (costo dell'equity= K_e) che ne riflette il grado di rischio.

I flussi di cassa sono calcolati **al netto del servizio del debito**



METODI UNLEVERED

IL PIU' NOTO DEI METODI SI CHIAMA

Discounted Cash Flow (DCF) Analysis (unlevered)

$W = EV - D$

$W = \text{Equity}$

$EV = \text{Valore delle attività aziendali (Enterprise Value)}$

$D = \text{Valore di mercato del debito finanziario}$



METODI FINANZIARI

Il “Discounted Cash Flow Analysis” determina il valore di una azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima si presume possa generare negli esercizi futuri.



Discounted Cash Flow (DCF) Analysis (unlevered)

EV= Valore delle attività aziendali (*Enterprise Value*)

è rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa prospettici, al quale si aggiunge il valore attuale del Terminal Value.



Discounted Cash Flow (DCF) Analysis (unlevered)

EV= Valore delle attività aziendali (*Enterprise Value*)

$$EV \equiv \sum_{t=1}^T FCF_t (1+i)^{-t} + VR_{T+1} (1+i)^{-(T+1)}$$



Discounted Cash Flow (DCF) Analysis (unlevered)

FCF = flussi di cassa disponibili durante il periodo esplicito di previsione

VR = valore dei flussi di cassa disponibili dopo il periodo esplicito di previsione

n = anni per cui si è in grado di stimare i cash flow disponibili (di regola 5 anni max.)

i=K = costo medio ponderato di tutte le fonti di capitale (WACC)



Discounted Cash Flow (DCF) Analysis (unlevered)

$i=K$ = costo medio ponderato di tutte le fonti di capitale
(WACC)

Il tasso di attualizzazione più noto da applicare al flusso di cassa per una data azienda è quella del costo medio ponderato del capitale o **WACC (Weighted Average Cost of Capital)**



Discounted Cash Flow (DCF) Analysis (unlevered)

$$WACC = K_e \frac{E}{(D+E)} + K_d (1-t) \frac{D}{(D+E)} \quad [1]$$

WACC = Weighted Average Cost of Capital

K_e = costo del capitale proprio

E = patrimonio netto (*Equity*)

D = indebitamento (*Debt*)

K_d = costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi