

Convegno
Il trasferimento di quote delle società
a responsabilità limitata

La valutazione delle quote societarie in ipotesi
di trasferimento e recesso

Prof. Raffaele Marcello

raffaele.marcello@sige.it

Termoli, 17.10.2008

Attribuzione del valore alle quote di s.r.l.

Nelle operazioni di acquisizione di partecipazioni sociali, la consistenza e la composizione del patrimonio, la struttura finanziaria, la capacità reddituale, il complesso dei beni, l'organizzazione interna e l'avviamento della società le cui partecipazioni si intendono acquisire, sono gli elementi determinanti sui quali l'acquirente fonda sia la decisione di acquistare, sia il prezzo di acquisto.

Determinazione del prezzo

Elementi oggettivi



Valore di mercato delle attività
Funzionalità dei fattori esistenti
Tassi d'interesse
Stato generale dell'economia
Evoluzione nelle tecnologie

Elementi soggettivi



Flussi di moneta futuri
Rischio
Capacità gestionali acquirente
Contropartita nell'acquisto
Motivazione all'acquisto (vendita)
Idee per impiego attività in *surplus*

Ruolo del valutatore

LA VALUTAZIONE

Non è un processo meccanico, è un giudizio professionale

RUOLO FONDAMENTALE DEL GIUDIZIO PROFESSIONALE DEL VALUTATORE

- Nella determinazione del rischio associato all'investimento
- Nella scelta delle variabili quantitative da utilizzare
- Nella scelta del metodo

Fattispecie operative

TIPOLOGIA DELLE VALUTAZIONI

Obiettivo specifico	Tipo di valutazione	Impiego valutazione
Cessione a terzi	Informale	Conoscitivo
Cessione infragruppo	Formale	Cautelativo Conoscitivo
Fusioni/Scissioni	Ufficiale	Vincolante
Scorpori per conferimenti	Ufficiale	Vincolante
Emissione azioni con sovrapprezzo	Informale	Conoscitivo
Emissione obbligazioni convertibili	Informale	Conoscitivo Cautelativo
Per capital gain	Ufficiale	Vincolante
Trasformazioni	Ufficiale	Vincolante
Formazione bilancio	Formale	Vincolante

Informazioni necessarie sulla società acquisita

- Storia, attività, organizzazione
- Prodotti, know-how, capacità tecniche, manageriali, clientela, posizione sul mercato (punti di forza e di debolezza)
- Analisi e revisione contabile bilancio (Due Diligence)
- Budget e piani strategici pluriennali
- Perizie e consulenze rese da terzi

Requisiti per una corretta valutazione

VALORE INTRINSECO

(Valore “oggettivo” che prescinde dai fattori soggettivi legati alle parti interessate)

=

VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE

VALORE AL QUALE UN’AZIENDA PUÒ ESSERE NEGOZIATA

- in condizioni di assoluta libertà di agire
- con un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni:
 - di mercato
 - dell’azienda
 - e dei fatti rilevanti connessi con l’oggetto della negoziazione

Stima del valore

A mero titolo indicativo e di esempio, si ricordano i metodi valutativi principali e più spesso utilizzati:

- ▶ metodi patrimoniali (semplice e complesso);
- ▶ metodi reddituali;
- ▶ metodi misti patrimoniali-reddituali;
- ▶ metodi finanziari;
- ▶ metodi dei multipli (o dei moltiplicatori di mercato).

Dovranno comunque essere scelti il metodo o i metodi che siano ritenuti più confacenti alla tipologia, alla dimensione, al settore di appartenenza ed alle dinamiche di sviluppo dell'impresa esaminata, ed idonei a fornire i risultati più attendibili.

Oggetto della valutazione

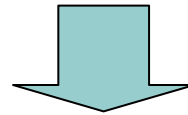
- Dati contabili
- Bilanci
- Budget previsionali

Potranno ad esempio essere oggetto di esame:

- i maggiori o minori valori effettivi rispetto a quelli contabili di singoli cespiti materiali, immateriali, o di loro categorie o delle partecipazioni possedute;
- i vincoli contrattuali o tecnologici particolari;
- le cause o vertenze in corso;
- gli elementi che inducano a modificare significativamente le previsioni sull'andamento finanziario ed economico della società nel futuro rispetto ai risultati del passato.

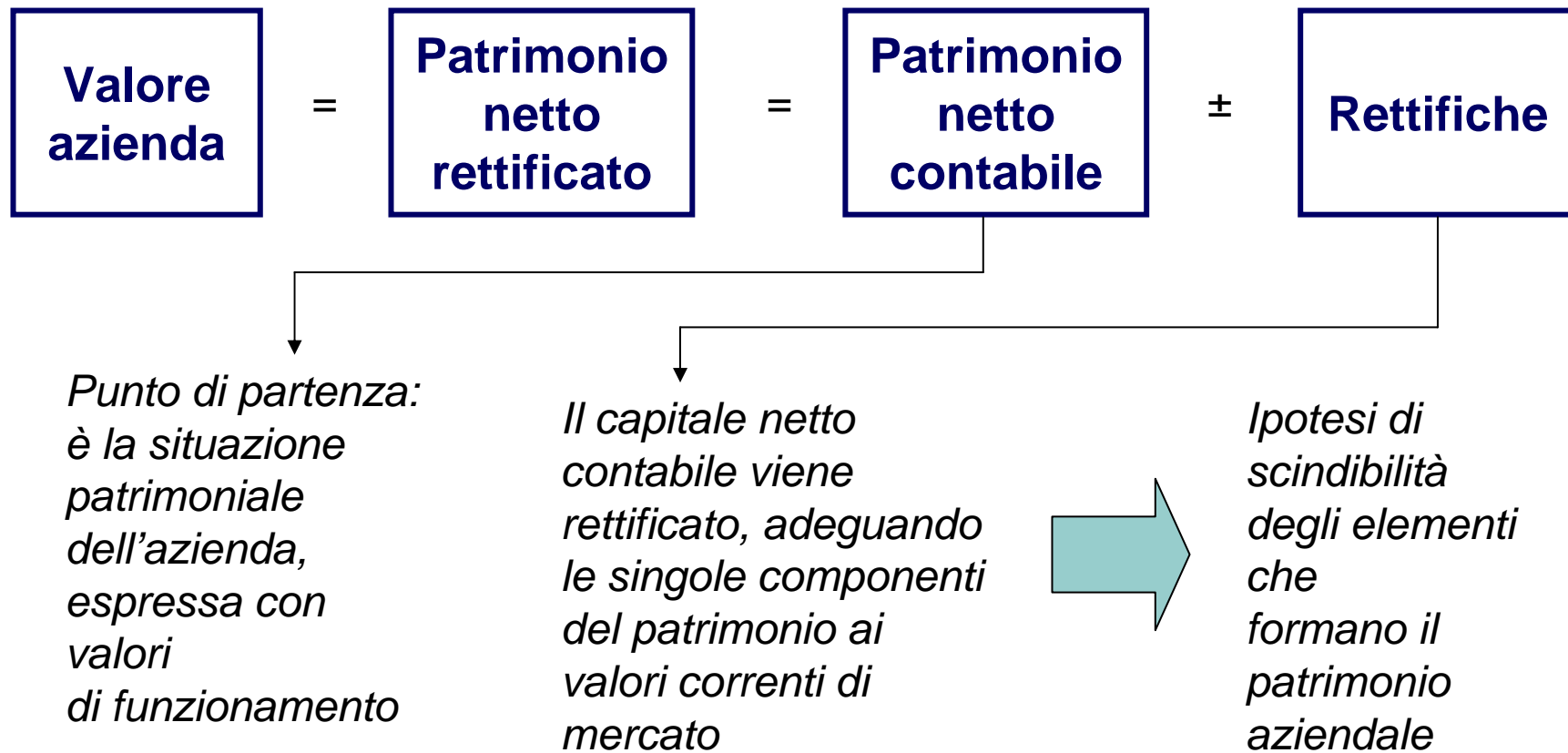
Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come ***valore di ricostituzione del patrimonio*** nella prospettiva di funzionamento aziendale.



Il valore, infatti, coincide con l'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

Struttura logica del metodo patrimoniale



Tipologie di metodi patrimoniali

**Metodo patrimoniale
complesso**



Comprende la valorizzazione espressa di uno o più beni materiali i c.d. *intangibles assets*: know-how tecnologico, manageriale, finanziario e di marketing

**Metodo patrimoniale
semplice**

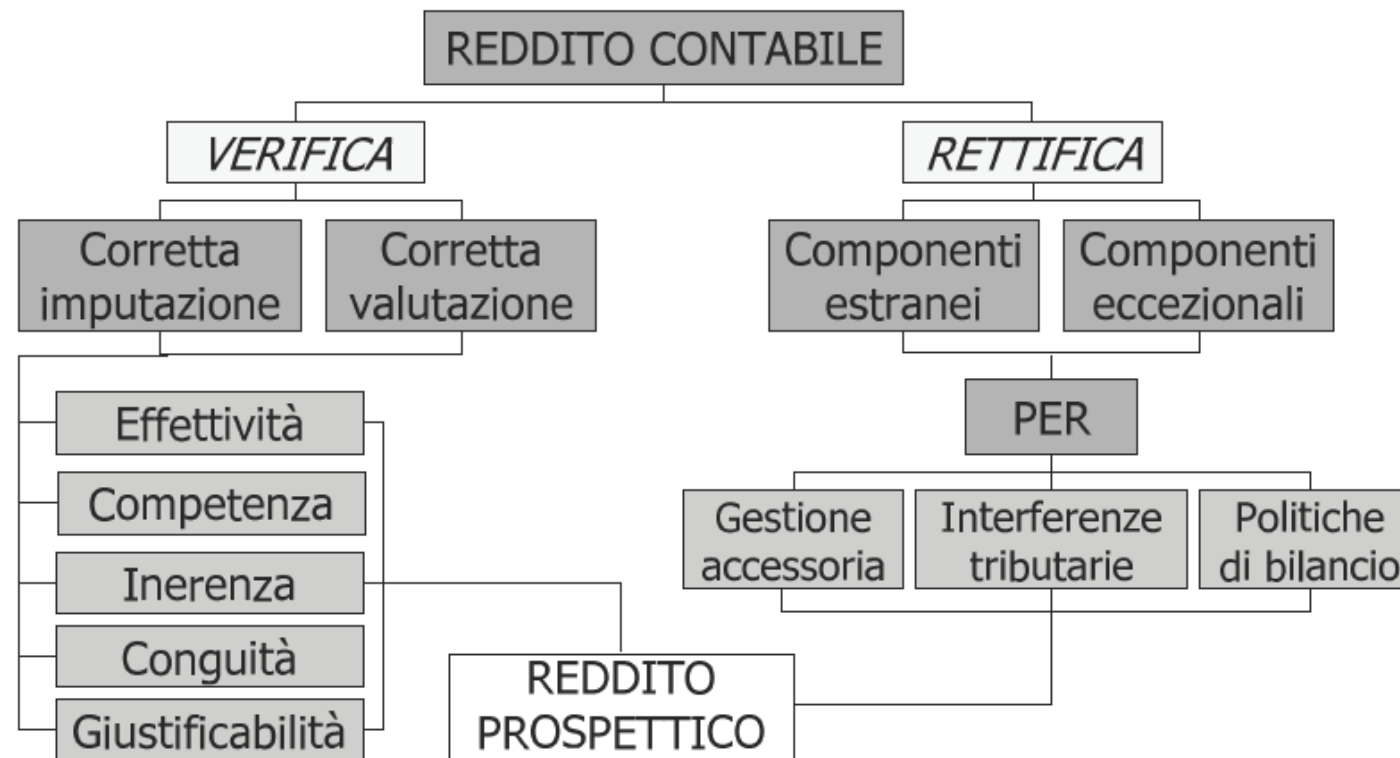


Non considera il valore degli *intangibles assets*. È il metodo più semplice ma anche il meno rigoroso

Metodo reddituale

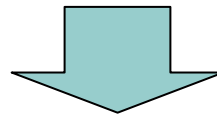
- Il metodo reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito.
- L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = redditività.
- Il valore dell'azienda viene calcolato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi.

Struttura logica del metodo reddituale



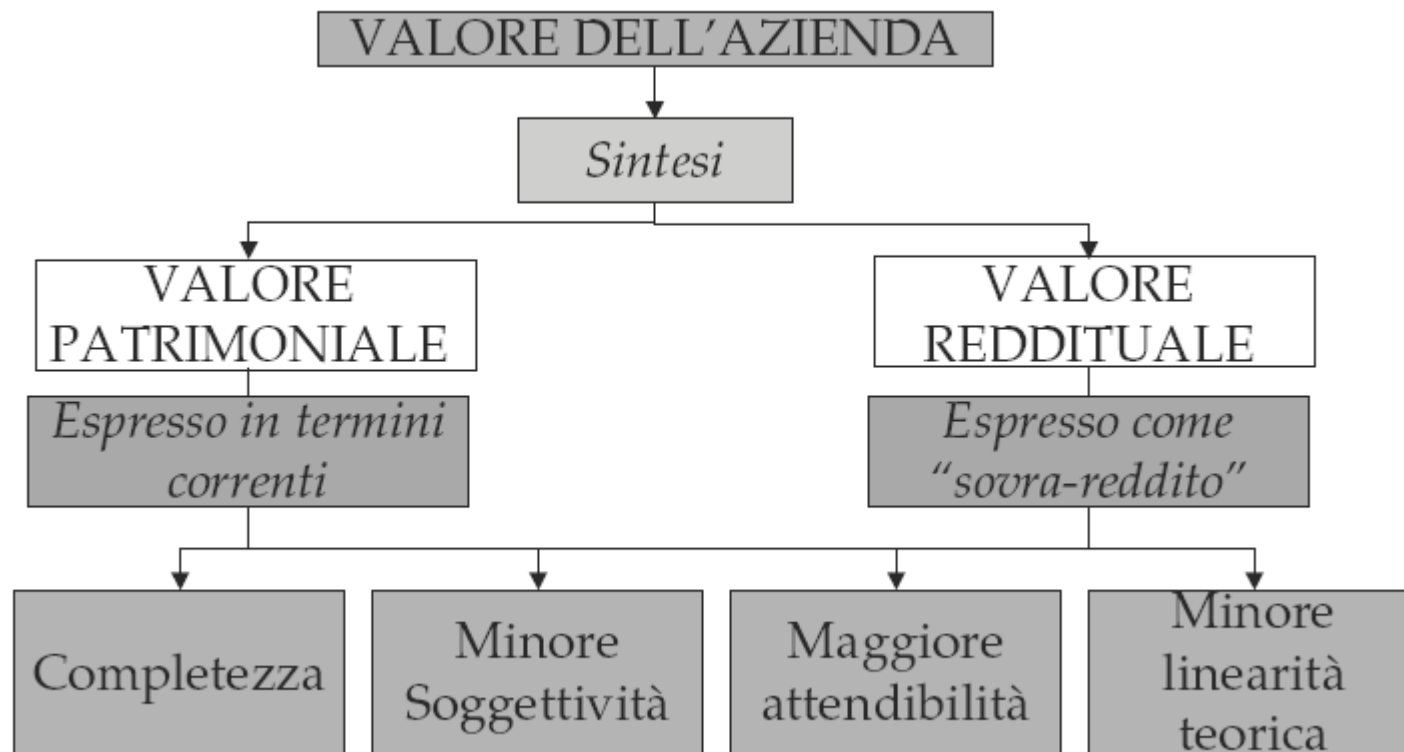
Metodo misto patrimoniale-reddituale

- Il metodo patrimoniale trascura la valutazione della redditività futura dell'azienda, il metodo reddituale trascura la valutazione della consistenza patrimoniale.



I metodi misti patrimoniali-reddituali rappresentano una sintesi tra i due procedimenti con l'obiettivo di esprimere il valore dell'azienda in funzione sia del patrimonio che del reddito. Tali metodi sono quindi più completi e consentono di ridurre il margine di soggettività del metodo reddituale quantificando anche gli elementi oggettivi del patrimonio.

Struttura logica del metodo misto



Metodo finanziario

- Il metodo finanziario fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare flussi di cassa.
- L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = flussi finanziari.
- Il valore dell'azienda viene calcolato mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi.

Struttura logica del metodo finanziario

1. Determinazione del periodo di previsione dei flussi di cassa (al lordo della gestione finanziaria);
2. Calcolo dei flussi di cassa in entrata e uscita nell'orizzonte di previsione e loro attualizzazione = FCA;
3. Calcolo del *terminal value* alla fine dell'orizzonte esplicito di previsione e sua attualizzazione = VFA;
4. Calcolo dei debiti finanziari in essere al momento della valutazione = DF;
5. Determinazione del valore dell'azienda: $V = FCA + VFA - DF$.

Metodo dei multipli

- Il presupposto alla base di tale metodo è che il valore di una società non può differire in modo significativo dal valore espresso dal mercato per aziende di dimensioni analoghe, dello stesso settore ed operanti sui medesimi mercati geografici.
- Eventuali differenze significative rispetto al campione tendono ad essere prima o poi colmate.

Approcci del metodo dei multipli

- L'applicazione dei multipli per la valutazione d'azienda avviene secondo due distinti approcci:
 - l'approccio delle società comparabili;
 - l'approccio delle transazioni comparabili.

Metodo delle società comparabili

- Da un punto di vista metodologico, l'utilizzo dei multipli viene effettuato secondo le seguenti fasi:
 - la scelta delle società comparabili;
 - la scelta di multipli;
 - la scelta di dati affidabili e le elaborazioni finali.

N.B. = E' evidente che per valutare un'azienda non si possono utilizzare *sic et simpliciter* i prezzi pagati per altre società

Metodologie valutative in ipotesi di trasferimento delle quote

- ❖ Società commerciali e società di servizi: criteri basati sui flussi (metodi reddituali o metodi finanziari)
- ❖ Società con una forte componente di capitale investito, principalmente rappresentato da immobilizzazioni (materiali e immateriali): criteri del costo (o misti)
- ❖ Società finanziarie (banche e assicurazioni): criteri misti
- ❖ Holding di partecipazione e società immobiliari: metodo patrimoniale
- ❖ Società quotate: fare sempre riferimento alla borsa (se le quotazioni sono significative)

Clausole di garanzia patrimoniale e reddituale

Si tratta di pattuizioni volte a tutelare la consistenza patrimoniale e la capacità reddituale dell'impresa acquisita.

1. Clausole di oscillazione del prezzo di cessione
2. Accordi di stabilità
3. Pagamento del prezzo di cessione
4. Emersione di sopravvenienze passive o di insussistenze di attivo
5. Incasso dei crediti della società

1. Clausole di oscillazione del prezzo di cessione (segue) ...

Clausole di questo tipo possono prevedere:

1. Nel caso di oscillazioni del valore del patrimonio netto la predisposizione di un bilancio proforma riferito alla data di esecuzione della cessione. Il patrimonio netto che emerge da questo bilancio infrannuale viene confrontato con il valore del netto patrimoniale risultante dal bilancio che era stato assunto come riferimento ai fini della fissazione del prezzo provvisorio, per poi definire la regolazione reciproca delle eventuali differenze.

1. Clausole di oscillazione del prezzo di cessione ... (fine)

Clausole di questo tipo possono prevedere:

2. Nel caso in cui il prezzo di cessione sia fortemente influenzato dal suo valore di avviamento, uno scostamento del prezzo di cessione in funzione dei valori che saranno assunti nel futuro da taluni indicatori di gestione della società stessa.

2. Accordi di stabilità

Si tratta di accordi con i quali alcuni soggetti che rivestono un ruolo chiave nell'impresa, vengono legati contrattualmente alla società per un periodo prefissato di tempo.

3. Pagamento del prezzo di cessione

Il prezzo può essere pagato con i tradizionali metodi (danaro, assegno bancario o circolare, titoli di credito, bonifico). Di norma, una parte del prezzo viene versata al momento della sottoscrizione del contratto, mentre il saldo viene regolato al momento dell'esecuzione (*c.d. closing*) o anche in un momento successivo.

Quando il prezzo viene pagato in diversi momenti, possono essere previsti:

- il rilascio di una fideiussione a favore dello stesso venditore per l'intero prezzo differito o per una sua parte significativa;
- la formula del *c.d. escrow account* ossia la costituzione di un deposito presso un terzo indipendente.

4. Emersione di sopravvenienze passive (segue)

Successivamente alla data di trasferimento delle quote potrebbero emergere passività riferite alla precedente gestione.

Per questi motivi il contratto di cessione normalmente deve contenere una articolata disciplina degli obblighi di indennizzo a carico del venditore per gli eventi negativi verificatisi dopo la cessione ma riferiti a comportamenti o fatti avvenuti in precedenza e quindi ricadenti sotto la propria responsabilità

4. Emersione di insussistenze di attivo (segue)

Successivamente alla data di trasferimento delle quote, gli effetti che possono derivare dal sopraggiungere di eventi di segno positivo (ad esempio, rimborsi di crediti d'imposta incerti e non iscritti in bilancio, risarcimenti intervenuti da terzi, ed altri simili) normalmente vengono fatti propri dall'acquirente.

Qualora al momento della cessione delle quote vi siano cause pendenti in favore della società con aspettative di reintegro patrimoniale della stessa, potrebbe essere il caso di prevedere nel contratto di cessione alcune deroghe specifiche che disciplinino la retrocessione al venditore delle eventuali sopravvenienze attive che dovessero manifestarsi in favore della società dopo la cessione delle quote.

5. Incasso dei crediti della società

Nell'ottica di massimizzare la tutela degli interessi dell'acquirente, si ricorre spesso a formule di *c.d. obbligo di retrocessione dei crediti non incassati* con le quali viene disposto che tutti i crediti vantati dalla società alla data di esecuzione della cessione delle quote se non riscossi entro un prefissato termine temporale saranno retrocessi al venditore il quale si obbliga a corrispondere alla società l'equivalente ammontare in denaro.

Cessione di quote in una s.r.l. trasparente

L'opzione per la trasparenza fiscale non perde efficacia, e quindi prosegue senza soluzione di continuità, anche nel caso in cui per effetto di vicende traslative della partecipazione venga a modificarsi la composizione della compagine sociale e/o le percentuali di partecipazione agli utili e/o di diritti di voto dei soci, sempre che permangano i requisiti fondamentali per l'applicazione del regime di trasparenza così come previsti dai co. 1 e 2 dell'art.115 del Tuir.

Costo fiscale di una partecipazione in una s.r.l. trasparente

- ❖ Gli utili e le perdite imputati per trasparenza, che hanno concorso alla formazione del reddito imponibile del socio producono un aumento e una riduzione del costo fiscale della partecipazione.
- ❖ Le distribuzioni di utili corrispondenti a redditi già tassati in trasparenza presso il socio, sono di fatto equiparate a distribuzioni di riserve di capitale, così da ridurre per pari importo il valore fiscale della partecipazione, avendo infatti già determinato la monetizzazione dell'utile presso il socio.

Posizione del cessionario delle quote di s.r.l. trasparente

In caso di cessione della partecipazione, il costo della stessa fiscalmente riconosciuto per il cessionario (nuovo socio) può essere oggetto di riduzione in presenza della distribuzione di utili prodotti in vigenza di trasparenza ma erogati favore di un soggetto (appunto, il nuovo socio) diverso da colui al quale furono imputati gli utili in trasparenza.

Recesso del socio

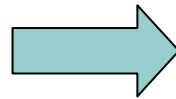
La recente Riforma del diritto commerciale, attuata con il D.Lgs. 17/01/2003, n. 6 (con effetto dal 1° gennaio 2004), ha riscritto la normativa sul diritto di recesso dei soci di società di capitali, specificando l'iter procedurale ed introducendo l'ipotesi di eventuale determinazione del valore di liquidazione delle azioni o della quota mediante relazione giurata di un esperto.

Le fattispecie nelle quali può emergere il diritto di recesso (previste per le società a responsabilità limitata dall'art. 2473 del c.c.) sono riconducibili a due diverse categorie:

- a) Cause di recesso previste nello statuto sociale;
- b) Fattispecie di deliberazioni dei soci non derogabili.

Cause di recesso previste dallo statuto sociale


*Cause di recesso
previste dallo statuto
sociale*



L'atto costitutivo determina quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità

Fattispecie di deliberazioni dei soci non derogabili

*Fattispecie di
deliberazioni dei soci
non derogabili*



Cambiamento dell'oggetto sociale
Compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto della società determinato nell'atto costitutivo
Cambiamento del tipo di società
Trasferimento della sede sociale all'estero
Revoca dello stato di liquidazione
Eliminazione di una o più cause di recesso previste dall'atto costitutivo
Compimento di operazioni che comportano una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'art. 2468, co. 4
Fusione o scissione della società

Valore della quota in ipotesi recesso

Per le società a responsabilità limitata, la norma (art. 2473, co. 3, c.c.) prevede che *“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. ...”*.

Metodologia di valutazione*

La valutazione di un'azienda in ipotesi di recesso di un socio viene utilmente effettuata partendo da un metodo reddituale di valutazione ed utilizzando come sistema di controllo un metodo patrimoniale.

* Per approfondimenti si rinvia a: G. Agrusti e R. Marcello, *Il recesso del socio nelle s.r.l.: modalita`, termini, efficacia e liquidazione della quota*, in *Le Società*, n. 5/2006.

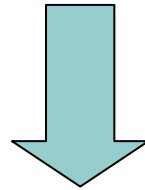
Sconto di minoranza

Considerata la ben difficile negoziabilità delle relative partecipazioni, per le s.r.l. è possibile applicare, al valore economico del capitale, uno sconto di minoranza non soltanto per i ridotti poteri ma, altresì per la mancanza di mercato.

* Per approfondimenti si rinvia a: A. M. Biscotti, *Il diritto di recesso nelle società di capitali alla luce della novella legislativa. Alcune considerazioni civilistiche, economiche e contabili*, in RIREA, n. 52/2007.

Metodo alternativo*

Metodo patrimoniale a creazione di valore



Quantificare il valore economico del capitale aziendale ponendo in relazione il saggio di rendimento-costo del capitale investito con il capitale investito (mezzi di terzi e mezzi propri).

* Per approfondimenti si rinvia a: M. Monti, *Nuovo diritto di recesso: come valutare la quota del socio uscente*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 18/2004.