

CAMERA DI COMMERCIO DI FIRENZE

20 GIUGNO 2022

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

Dott. Marcello Innocenti

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

Una doverosa premessa:

- *salvo il caso in cui esista un mercato delle quote (azioni quotate), la determinazione del valore delle quote richiede la preventiva valutazione dei beni sottostanti (beni di primo e di secondo grado)*
- *dal valore dell'azienda al valore di quei beni (quote) che sono espressivi della partecipazione alla società, sotto questo profilo vista più come organismo istituzionale che contrattuale*
- *non esiste un valore puntuale assoluto, ma un ordine di grandezza: non esiste un dato matematico esatto, ma una pluralità di opzioni all'interno di una ragionevole banda di oscillazione*

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

Una ricognizione (non esaustiva) delle aree tematiche in cui viene in maggior risalto l'aspetto valutativo e la conseguente potenziale «litigiosità» nel rapporto sociale

- *Recesso del socio*
- *Clausole statutarie che disciplinano la circolazione delle quote*
- *Opzioni put o call in caso di change of control*
- *Fusione e scissione (rapporto di cambio)*

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

Una ricognizione (non esaustiva) delle aree tematiche in cui viene in maggior risalto l'aspetto valutativo e la conseguente potenziale «litigiosità» nel rapporto sociale

- ***Conferimento di azienda***
- ***Aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione***
- ***Trasferimento di azienda e di quote di partecipazione (sopravvenienze passive: clausole di R&W)***
- ***Impairment test (valutazione di partecipazioni o di beni intangibili ai fini del bilancio)***

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

Una ricognizione (non esaustiva) delle aree tematiche in cui viene in maggior risalto l'aspetto valutativo e la conseguente potenziale «litigiosità» nel rapporto sociale

ART. 2500-ter c.c. (trasformazione)

«il capitale della società risultante dalla trasformazione deve essere determinato sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo»

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

Una ricognizione (non esaustiva) delle aree tematiche in cui viene in maggior risalto l'aspetto valutativo e la conseguente potenziale «litigiosità» nel rapporto sociale

ART. 2506-*quater* c.c. (scissione)

«Ciascuna società è solidalmente responsabile, nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto ad essa assegnato o rimasto, dei debiti della società scissa non soddisfatti dalla società cui fanno carico»

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

Le diverse metodologie di determinazione quantitativa possono essere ricondotte a famiglie metodologiche che si caratterizzano per la logica ad essi sottesa:

- **Metodi patrimoniali**
- **Metodi reddituali**
- **Metodi finanziari**
- **Metodi comparativi o di mercato**

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

METODI PATRIMONIALI

- il valore dell'azienda è determinato tramite l'espressione di tutti gli elementi dell'attivo e del passivo al loro «valore corrente»
- una significativa variante di questo contesto valutativo è il «metodo patrimoniale complesso», con stima autonoma dei beni intangibili (*sum of the parts*)
- ricognizione, emersione e valutazione degli *intangibles*, quali driver dell'avviamento (marchi, brevetti, concessioni, rete commerciale, know-how)

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

METODI REDDITUALI

- il valore dell'azienda è determinato tramite l'attualizzazione del flusso di reddito prodotto

$$W = R/i$$

- processo di normalizzazione del reddito risultante dal conto economico e/o dal business plan
- reddito medio normale atteso attualizzato con la formula della rendita perpetua

CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

METODO MISTO PATRIMONIALE - REDDITUALE

- il valore dell'azienda è determinato come somma del «patrimonio netto rettificato» e dell'avviamento (autonomamente stimato come attualizzazione del sovrareddito)

$$W = K + (R - rK) * v(i)$$

dove

- K = patrimonio netto rettificato
- R = reddito medio normale atteso
- r = tasso di rendimento del capitale proprio (ROE)

CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

METODI FINANZIARI

- sono quelli più coerenti dal punto di vista teorico: il valore dell'azienda è determinato sulla base della attualizzazione dei flussi di cassa prodotti (*discounted cash flow*)
- metodo sintetico: porta all'individuazione di un valore lordo (EV, *enterprise value*), dal quale occorre scomputare la «posizione finanziaria netta»
- flussi di cassa attesi risultanti dal *business plan*
- periodo di previsione esplicita (5 anni)
- periodo di previsione sintetica (*terminal value*)

METODI FINANZIARI

FLUSSO DI CASSA OPERATIVO

(unlevered free cash flow)

- si parte dall'EBITDA (margine intermedio del conto economico, espressivo del «flusso di cassa potenziale»)
- si sottrae la fiscalità
- si sottrae (se positiva) e si aggiunge (se negativa) la variazione del capitale circolante netto
- si sottrae la CAPEX (*capital expenditure*, ossia l'investimento in capitale fisso)

CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

METODI FINANZIARI

$$EV = \sum CF * v_{(i)} + [CF_n * (1 + g) / (i - g)] * v_{(n)}$$

dove

- **CF = flusso di cassa operativo**
- **i = tasso di interesse per l'attualizzazione (WACC)**
- **WACC = $i(e) * [E/(D+E)] + i(d) * [D/(D+E)]$**
- **$i(e)$ = cost of equity**
- **$i(d)$ = cost of debt**
- **n = periodo di previsione analitica (solitamente 5 anni)**
- **g = tasso di crescita (solitamente range 1%-2%)**

CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

METODI FINANZIARI

- i coefficienti $[E/(D+E)]$ e $[D/(D+E)]$ si riferiscono ad una struttura finanziaria target di settore
- il costo del capitale proprio si ricava dalla formula CAPM (*capital asset pricing model*)
- $i(e) = r(f) + \beta \times [r(m) - r(f)]$
- $r(f)$ = tasso privo di rischio (BTP 10-15 anni)
- $r(m)$ = tasso di rendimento del mercato (ROE di settore)
- $[r(m) - r(f)] = \text{equity risk premium}$
- β = coefficiente di volatilità dei rendimenti di settore

METODI FINANZIARI - ELEMENTI DI CRITICITA'

- i flussi di cassa sono desunti dalle previsioni (business plan)
- scelta oculata e razionale dei parametri finanziari per l'applicazione della formula
- in particolare, ai fini della determinazione del WACC
- parametri cui bisogna prestare molta attenzione: coefficiente β , rendimento del mercato $r(m)$ ed il tasso di crescita g
- ricorso a banche dati specializzate
- *small size premium* (maggiorazione del WACC per la illiquidità dell'investimento)

CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

METODI COMPARATIVI

MULTIPLI DI MERCATO

- **il valore (lordo) dell'azienda è determinato tramite il moltiplicatore di un determinato parametro economico o patrimoniale**
- **uno dei parametri più utilizzati nella prassi è proprio l'EBITDA**
- **società quotate comparabili / transazioni di società comparabili**
- **nella prassi estimativa professionale sono sovente impiegati come «metodi di controllo»**
- **ricorso a banche dati specializzate**

METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

VALUTAZIONE DEL MARCHIO

LE TRE FAMIGLIE DI CRITERI VALUTATIVI

- **basati sul criterio del costo (costo di riproduzione)**
- **basati sul concetto di «risultato differenziale» (attualizzazione del vantaggio netto differenziale)**
- **basati sui comparabili di mercato (*royalty rate method*:
attualizzazione del flusso di royalties derivante dalla ipotetica concessione in uso del marchio)**

DALLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE ALLA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

PREMI DI MAGGIORANZA / SCONTI DI MINORANZA

- pacchetto di controllo: oltre al valore economico intrinseco presenta un valore aggiuntivo connesso al potere di «voice» (premio di maggioranza)
- sconto per mancanza di controllo (quota azionaria di minoranza / quota srl di minoranza)
- sconto per mancanza di liquidità
- sconto per mancanza di negoziabilità
- evidenze empiriche (premi maggioranza 2-5% / sconti di minoranza per illiquidità 25-40%)

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

RECESSO DA SPA

ART. 2437-ter c.c.

Criteria di determinazione del valore delle azioni

COMMA 2

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

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

RECESSO DA SPA

ART. 2437-ter c.c.

Criteri di determinazione del valore delle azioni

COMMA 4

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

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

RECESSO DA SRL

ART. 2473

COMMA 3

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.....

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

RECESSO DA SPA

ART. 2437-ter c.c.

COMMA 2

«.....tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali»

METODO MISTO PATRIMONIALE – REDDITUALE ?

«...nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni»

MULTIPLI DI MERCATO ?

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE

RECESSO DA SPA

ART. 2437-ter c.c.
COMMA 4

«.....*criteri diversi.....elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati..... altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale»*

METODO PATRIMONIALE COMPLESSO ?

LA VALUTAZIONE DELLE QUOTE – IL RECESSO

ART. 2437-ter c.c.

ALCUNI INTERROGATIVI

- se un criterio statutario possa «comprimere» la posizione del socio
- analisi sistematica della disciplina positiva: logica di compromesso e sistema di contrappesi
- rapporto tra secondo e quarto comma: non «regola» a «deroga», ma principio di fondo cui deve attenersi l'eventuale criterio statutario
- «valore reale» vs «valore equo» (canone di ragionevolezza)
- tutela del socio (lettera *f* dell'art. 2437 c.c.)