

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 13 – Gennaio 2024

Recesso

Non esiste ambito societario nel quale sorgono maggiori dissidi rispetto al recesso. Una delle ragioni consiste nella povera qualità delle valutazioni, resa possibile da una voluta indeterminazione della unità di valutazione e della configurazione di valore, ossia di “cosa” valutare e di “quale valore” stimare. Per esempio, con riguardo al “cosa” valutare, anche il non esperto comprende che la stima del valore di una partecipazione di minoranza (quali sono le partecipazioni oggetto di recesso) può essere molto diverso a seconda che si stimi direttamente la partecipazione o viceversa si stimi il valore del 100% dell’equity esprimendolo pro-quota. Anche la scelta di “quale valore” stimare condiziona il risultato in quanto se la configurazione di valore è il valore di mercato (di una partecipazione di minoranza in una società non quotata) occorre considerare l’illiquidità dell’investimento, mentre se la configurazione è il valore intrinseco (ossia il valore ricavabile dalla distribuzione di dividendi) non è necessario applicare nessuno sconto.

Il codice civile con riguardo alla società per azioni fa generico riferimento ad un generico valore della società (“...tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, ...”), mentre con riguardo alla società a responsabilità limitata fa riferimento al valore di mercato, sempre dell’intero patrimonio sociale (e non quindi della specifica partecipazione).

Vediamo allora come andrebbe declinata la valutazione a fini della liquidazione della partecipazione del socio recedente in una spa ed in una srl.

Il valore di recesso nella spa

I PIV-Principi Italiani di Valutazione, forniscono tutti gli elementi che l’esperto dovrebbe seguire nella stima del valore di recesso della Spa:

- *PIV IV.6.1. “L’unità di valutazione di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso è rappresentata dall’azienda nel suo complesso. Il valore della singola azione è calcolato pro quota.”*
- *PIV IV 6.2. La configurazione di valore di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso è il valore intrinseco in quanto esprime ciò cui rinuncia l’azionista che recede”.*
- *PIV IV.6.3. Il valore intrinseco deve riferirsi all’impresa “as is” e non deve riflettere i benefici attesi dalle decisioni che hanno fatto scattare il recesso”*
- *PIV IV.6.4. Nei casi particolari di società che si caratterizzano per un profilo di assorbimento di cassa, incapacità di distribuire dividendi, esigenze di riequilibrio finanziario, è necessario considerare nella stima del valore intrinseco il rischio di diluizione del valore pro-quota a seguito del ricorso a futuro capitale esterno”.*

La valutazione deve quindi essere riferita all’azienda nel suo complesso e non sono applicabili né sconti di minoranza, né premi di maggioranza (nel caso in cui recedendo il socio trasferisce il controllo ad altro socio a seguito o della compagine azionaria più ristretta o semplicemente perché riacquista le azioni del socio recedente). Sono invece da considerare quegli sconti che si applicano all’azienda nel suo complesso, quali ad esempio gli sconti sul NAV (*Net Asset Value*) in caso di finanziarie di partecipazione o gli sconti per la dipendenza da persone chiave o gli *holding discount* ed eventualmente,

nei casi di business che assorbono cassa e richiedono futuri finanziamenti, gli sconti per mancanza di liquidità. La stima deve essere in grado di catturare tutto il valore che il socio che recede ha contribuito a formare, ma al contempo deve essere in grado di lasciare ai soci superstiti tutti i benefici futuri che l'operazione che ha legittimato il recesso potrà generare.

Il valore intrinseco esprime la realtà operativa dell'azienda come è, con i propri punti di forza e di debolezza e come è gestita al momento in cui scatta il recesso. Quando tuttavia il business per essere sostenuto richiede ai suoi azionisti di rinunciare alla remunerazione corrente, imponendo eventuali future sottoscrizioni di aumenti di capitale o il ricorso a terzi finanziatori, il valore intrinseco è più contenuto. Lo sconto da applicare compensa il rischio di diluizione del valore dell'azienda a causa della necessità di ricorrere nel futuro a nuovo capitale esterno.

Il valore di recesso nella srl.

Il valore di recesso nella srl non è affrontato dai PIV perché il codice civile al riguardo è molto più preciso. Infatti, il codice recita (art. 2437 cc): *“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”*.

Non vi è quindi dubbio che il valore da stimare sia il valore di mercato. Il codice chiarisce anche quale debba essere l'unità di valutazione. Infatti, l'art. 2437 citato stabilisce che il valore di mercato debba essere riferito al patrimonio sociale nella sua interezza, non alla partecipazione. L'articolo del codice recita infatti *“Esso a tal fine è determinato” riferendosi chiaramente al patrimonio sociale perché altrimenti se il legislatore avesse voluto riferirsi alla partecipazione avrebbe scritto “Esso a tal fine è determinata....”*.

Quindi il codice civile fissa due riferimenti chiave ai fini nella stima del valore di liquidazione a fini di recesso in una srl:

- la configurazione di valore è il valore di mercato;
- l'unità di valutazione è il 100% del patrimonio sociale (ed il valore di liquidazione del socio va ricavato su base proporzionale).

Ma cosa è il valore di mercato? Nella definizione è utile fare riferimento ancora ai PIV_Principi Italiani di Valutazione.

Il PIV I.6.3. così definisce il valore di mercato: *“Il valore di mercatodi un'entità aziendale.... è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)”* e nel commento al principio è chiarito che: *“Il valore di mercato riflette il massimo e migliore uso dell'attività. Il massimo e miglior uso può essere l'uso corrente dell'attività o un uso alternativo. Ciò in quanto i partecipanti al mercato considererebbero il massimo e miglior uso dell'attività a prescindere dalle attuali condizioni d'uso dell'attività stessa. (...)”*

È importante sottolineare che ai fini della stima del valore di mercato:

- è necessario sempre assumere la prospettiva del partecipante al mercato e non invece quella della specifica entità (come invece accade quando si stima il valore intrinseco);
- quanto maggiore è la rarità delle risorse, delle capacità e delle competenze chiave, dell'azienda tanto maggiore è il valore che potrebbe essere riconosciuto dal

ACB

Valutazioni

partecipante al mercato, ma allo stesso tempo quanto minori sono le capacità distintive tanto minore è il valore di mercato dell'azienda stessa;

- eventuali squilibri finanziari, esigenze di ricapitalizzazione, ecc. debbono essere considerate nella stima del valore di mercato.

Conclusioni

Le valutazioni a fini di recesso sono spesso oggetto di gravi errori, con conseguente trasferimento di ricchezza dalla società al socio recedente o viceversa. Per questa ragione è importante che le valutazioni esprimano la corretta configurazione di valore, la corretta unità di valutazione e seguano un processo disciplinato atto a verificare la presenza o meno di addendi e di sottraendi che nello specifico caso debbono o non debbono essere considerati.

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società neocostituita che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle dei titolari di 12 studi professionali di commercialisti di grande rilevanza a livello nazionale tutti con più di 30 anni di esperienza (veterani), dedicata alle valutazioni ed alle attività complementari alle valutazioni (riorganizzazioni societarie e ristrutturazioni fiscali, due diligence, attestazioni di piani, ecc.). La missione di ACB Valutazioni consiste nel colmare un vuoto di offerta nel nostro paese nelle valutazioni di alta qualità da parte di soggetti indipendenti, coniugando fra loro tre elementi qualificanti: le competenze *best in class* nel campo delle valutazioni, anni di esperienza di professionisti qualificati nella soluzione di problemi societari complessi e l'energia imprenditoriale di una struttura societaria.

Come lavoriamo

ACB Valutazioni assiste le aziende in tutti i percorsi di crescita esterna, di razionalizzazione della compagine azionaria, di cambio di governance, di vendita, di aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione. Partiamo dall'analisi fondamentale dell'azienda, individuamo i percorsi in grado di valorizzarla al meglio in relazione agli scopi del management e forniamo assistenza qualificata in tutte le fasi dei processi di acquisto, di vendita, di ricapitalizzazione.

La nostra peculiarità è che utilizziamo solo professionisti senior, perché crediamo che quando la posta in gioco è alta non ci sia nulla di più pericoloso di un ventiquattrenne con un foglio di excel !

MODULO DI ISCRIZIONE ALLA NEWSLETTER

Per ricevere direttamente la newsletter mensile "Idee di Valore" e altre informazioni riguardanti il mondo delle valutazioni potete registrarvi al seguente link

<https://mailchi.mp/acb-valutazioni/iscriviti>