

## La relazione di stima ai fini di un conferimento

di Giovanni Cugnasca – dottore commercialista e revisore legale  
e Marco Capra – dottore commercialista e revisore legale, Partner Theseus

*Il presente lavoro illustra le finalità ed il processo di elaborazione di una relazione di stima redatta ai sensi degli artt.2343 e 2465 cod.civ..*

*Dopo aver analizzato brevemente gli interessi che il Legislatore vuole salvaguardare per il tramite della relazione, si analizzeranno il ruolo e le responsabilità dell'esperto, l'iter procedurale di redazione della relazione, il contenuto della relazione di stima, l'obbligo di verifica e revisione delle risultanze della perizia ed, infine, i particolari casi in cui la perizia non è richiesta.*

*La trattazione si chiude con un esempio di elaborato.*

### Contesto normativo

La disciplina dettata dagli artt.2343 (per le Spa) e 2465 (per le Srl) cod.civ. stabilisce che, per i conferimenti diversi dal denaro, deve essere predisposta una Relazione di stima (perizia), redatta da un esperto, al fine di tutelare l'integrità del patrimonio sociale.

In pratica, fine ultimo della relazione di stima è quello di tutelare i diversi interessi che si compenetrano in un'operazione di conferimento.

Infatti, poiché nelle società di capitali sussiste il beneficio della limitazione della responsabilità nel limite di quanto apportato a capitale della società, l'obbligo di "attestare" che il valore dei beni conferiti sia almeno pari al valore del capitale sottoscritto tramite quell'apporto è condizione *sine qua non* per effettuare conferimenti diversi dal denaro.

Queste tutele, però, non sono rivolte esclusivamente a garantire i terzi (i creditori *in primis*), dell'effettiva consistenza ed integrità del patrimonio sociale, ma fungono da garanzia anche per i soci vecchi e nuovi. Relativamente a questi, infatti, la perizia ha lo scopo di tutelare che, a fronte di quanto apportato, il soggetto conferente (il nuovo socio) riceva un numero di azioni o quote corretto e, specularmente, che il soggetto conferitario (il vecchio socio) non venga danneggiato da una sopravvalutazione dei beni conferiti e veda pertanto ridursi la propria partecipazione nella società.

### La figura dell'esperto

L'autore della relazione di stima deve essere un "esperto", ossia un professionista dotato di adeguate e specifiche competenze tecniche.

Nel silenzio della norma si ritiene che l'esperto, che come vedremo in seguito può essere designato dal Tribunale o dalle parti a seconda della forma giuridica

del soggetto conferitario, dovrebbe trovarsi, nei confronti dei soggetti coinvolti nell'operazione societaria, in una posizione di neutralità e di indipendenza.

Per tali motivi è previsto che il perito non possa svolgere la funzione di amministratore in nessuna delle società partecipanti all'operazione così come è fortemente sconsigliato che questi possa ricoprire il ruolo di sindaco.

Oltre a ciò è ulteriormente dibattuta la possibilità che l'esperto possa essere un professionista che abbia avuto rapporti pregressi lavorativi con la società o che sia associato con altri professionisti che abbiano avuto pregressi rapporti con essa. Sebbene la prassi prevalente ritiene che tali attività non costituiscano un ostacolo per la nomina ad esperto, è opportuno ricordare che esiste un orientamento giurisprudenziale isolato<sup>1</sup> che ritiene tali circostanze come incompatibili con la nomina.

### Coadiutori

Nonostante la legge preveda il ricorso ad un solo esperto, è ritenuto ammissibile, se non addirittura consigliabile a seconda dei casi, che questi si possa avvalere dell'opera di coadiutori al fine di svolgere al meglio il proprio incarico.

Infatti non è raro che tra i beni oggetto di conferimento possano esserci situazioni particolari che esulino dall'esperienza e dalla competenza dell'esperto (si pensi ad esempio agli immobili, o a cespiti – macchinari o impianti – particolarmente complessi o ad attività e passività finanziarie strutturate). In tal caso, è opportuno che il perito si avvalga di ulteriori competenze specialistiche, al fine di una corretta valutazione complessiva, con l'intento di portare a termine diligentemente il proprio incarico.

<sup>1</sup> Tribunale di Treviso 18.05.98.

# ADEMPIMENTI E PROCEDURE

Resta pacifico però che l'esperto è tenuto ad assumersi la responsabilità dei suoi ausiliari. Non si possono, pertanto, accettare le risultanze dei coadiutori senza accertare ed esaminare criticamente quanto risulta dall'operato degli stessi.

## Responsabilità

Nello svolgimento del suo incarico un esperto deve sempre tenere a mente che egli risponde dei danni causati dal suo operato nei confronti della società, dei soci e dei terzi.

Infatti il perito, che incorra in colpa grave nell'esecuzione degli atti che gli sono richiesti, può rischiare, ai sensi dell'art.64 c.p.c., l'arresto fino ad un anno o una sanzione fino a € 10.329 e, ai sensi dell'art.35 c.p., la sospensione dall'esercizio della professione. Il motivo di tale aggravio di responsabilità a cui viene assoggettato il perito è dovuta all'importanza del suo incarico nella tutela degli interessi dei terzi e dei soci.

## L'iter procedurale

Il Legislatore ha previsto sostanzialmente un regime "normale" relativo ai conferimenti in Spa, ed un regime "semplificato" relativo ai conferimenti in Srl.

## Conferimento in Spa

In caso di conferimenti a favore di società per azioni, il perito deve essere designato dal Tribunale territorialmente competente in riferimento alla sede della società conferitaria, su istanza delle parti (visto il tenore della norma<sup>2</sup> è palese che l'onere di dare avvio alla procedura per la nomina dell'esperto sia a carico del soggetto conferente, ma la giurisprudenza considera legittima anche l'istanza di nomina presentata dal conferitario).

Ai sensi dell'art.2343 cod.civ. non è necessario che l'esperto sia iscritto nel registro dei revisori contabili, come invece espressamente previsto per le Srl, pertanto la scelta da parte del Tribunale ricade, generalmente, tra i professionisti iscritti all'elenco dei Ctu. Compito del perito è quello di attestare, relativamente ai beni oggetto del conferimento, che: *"il loro valore sia almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del Capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo"*.

Non è sufficiente però che l'esperto si limiti ad attestare il valore dei beni, tale attestazione deve essere sottoposta a giuramento.

<sup>2</sup> Ai sensi del primo comma dell'art.2343 cod.civ.: *"Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto ..."*.

La relazione di stima deve avere una data di riferimento il più vicino possibile a quella di conferimento. Pur in mancanza di un termine puntuale stabilito dalla legge, autorevole dottrina<sup>3</sup> ritiene opportuno che tale perizia non possa essere riferita ad una data anteriore di quattro mesi rispetto all'atto.

Infine, entro 180 giorni dal conferimento, gli amministratori devono procedere alla verifica dei valori ed, eventualmente, operarne la revisione con le conseguenze descritte in seguito.

## Conferimento in Srl

La procedura per i conferimenti in società a responsabilità limitata è sostanzialmente identica a quella appena descritta per le società per azioni, ma con due importanti semplificazioni:

- il perito non deve più essere nominato dal Tribunale ma viene nominato direttamente dal soggetto conferente e deve essere iscritto nel registro dei revisori legali;
- l'art.2465 cod.civ. non prevede, a differenza di quanto previsto per le Spa, la verifica dei valori di conferimento entro 180 giorni da parte degli amministratori. Sul punto però si ritiene che tale verifica, sebbene non prevista dalla legge, attenga necessariamente ai compiti del *"buon amministratore"*.

Considerato che le semplificazioni derivano dalla semplice natura giuridica del soggetto conferente al momento del conferimento, giova ricordare che la nomina del perito da parte del Tribunale non è necessaria né in caso di successiva trasformazione da Srl in Spa, quando il capitale della società sia in tutto o in parte stato apportato tramite conferimento in natura, né nel caso in cui, nel corso di una medesima assemblea straordinaria, si deliberi un aumento di capitale liberato mediante conferimento e, contestualmente, la trasformazione da Srl in Spa<sup>4</sup>.

## La relazione di stima

La norma prevede che la relazione peritale di stima contenga necessariamente i seguenti elementi:

- descrizione dei beni o dei crediti conferiti;
- i criteri di valutazione seguiti;
- l'attestazione che il valore dei beni conferiti sia almeno pari a quello attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale. Descrizione dei beni o dei crediti conferiti (vedasi sezione 2 dell'esempio di relazione di stima).

<sup>3</sup> *Inter alia*: Comitato Triveneto dei Notai – Massima I.A.2 settembre 2004.

<sup>4</sup> Consiglio notarile di Milano – Massima 77/05..

# ADEMPIMENTI E PROCEDURE

È il punto fondamentale di ogni perizia redatta ai fini di un conferimento. Sostanzialmente si tratta della descrizione analitica dei beni (o del complesso aziendale) oggetto di conferimento.

Tale descrizione, che deve essere il più esaustiva e completa possibile, è generalmente suddivisa in base alle diverse tipologie di beni conferiti: cespiti, partecipazioni o titoli, magazzino, crediti, debiti, contratti, altri elementi o beni conferibili.

Di seguito si riporta un esempio schematico di come potrebbe venir configurato il perimetro di conferimento:

Definizione perimetro di conferimento
• Stato patrimoniale di conferimento
• beni immobili (verifica titoli e documenti per la "voltura")
• beni mobili (cespiti)
• beni mobili registrati (auto, ecc.) (verifica titoli e documenti per la "voltura")
• marchi e brevetti (verifica titoli e documenti per la "voltura")
• rapporti commerciali e contratti con clienti
• rapporti commerciali e contratti con fornitori
• <i>know how</i> , e diritti di privativa in genere, quand'anche di fatto
• certificazione qualità
• licenze, iscrizioni albi, ecc.
• partecipazioni in consorzi, associazioni, <i>network</i> , ecc. + relativi crediti/debiti
• rapporti di lavoro subordinato e para- <i>sub.</i> ; dettaglio Tfr e ratei; dettaglio pignoramenti, cessioni del quinto, anticipi, ecc.
• crediti e debiti; ratei e risconti (in linea di principio non sono conferiti)
• contributi goduti (es. "L. n.488") e vincoli sui beni (es. "Sabatini")
• <i>leasing</i> e relativi ratei/risconti
• utenze e relative cauzioni e ratei
• assicurazioni e relativi ratei/risconti
• ecc.

## Criteri di valutazione seguiti<sup>5</sup>

Il legislatore non ha, volutamente, individuato dei precisi criteri di valutazione da applicare per la stima del valore dei beni (o del complesso aziendale) oggetto di conferimento. Tale scelta è stata pertanto lasciata alla discrezionalità dell'esperto, il quale è libero di optare per i criteri che egli ritiene più oppor-

<sup>5</sup> Vedasi sezione 3 dell'esempio di relazione di stima.

tuni al fine di esprimerne correttamente il valore di quanto conferito.

È indubbio che, considerate le finalità intrinseche della relazione di stima di un conferimento in natura, l'esperto dovrebbe prediligere un'impostazione il più prudente possibile, sia per quanto riguarda la metodologia valutativa che per la scelta dei parametri utilizzati nello sviluppo di tale valutazione.

Per questo motivo, sia la prassi che la dottrina ritengono che l'utilizzo di valutazioni patrimoniali, nell'accezione semplice o in quella complessa, oppure valutazioni miste patrimoniali-redduali, permettano di esprimere una valutazione sufficientemente prudente in modo da garantire le tutele richieste dalla legge.

Cionondimeno è opportuno sottolineare che:

- la stima dei conferimenti deve esprimere il loro valore economico, per salvaguardare gli interessi patrimoniali dei soggetti coinvolti (in altre parole e ad esempio: il patrimonio del conferente dovrebbe essere sostanzialmente identico, in valore, prima e dopo l'operazione);
- soprattutto nei casi di operazioni tra soggetti a ristretta base societaria non è inusuale un accordo per il trasferimento dei beni (o del complesso aziendale) oggetto di conferimento in continuità di valori contabili, regolando i "pesi" dei rispettivi conferimenti con opportune calibrature delle quote e delle riserve sovrapprezzo. Ciò fermo restando che il valore del conferimento dovrà essere non inferiore al capitale sociale assegnato al conferente.

## Attestazione<sup>6</sup>

Come già anticipato precedentemente, punto focale della relazione di stima, che è anche la sua conclusione logica, è l'attestazione dell'esperto in merito al valore dei beni (o del complesso aziendale).

Il perito, infatti, attesta che il valore di quanto conferito sia almeno pari a quanto sarà attribuito dalle parti ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo.

## Altri elementi della perizia

Oltre agli aspetti obbligatori sopra esposti la prassi professionale prevede, generalmente, che lo sviluppo della perizia non possa esulare dai seguenti elementi:

- finalità della perizia e profilo della conferente: così in modo da identificare il tipo di operazio-

<sup>6</sup> Vedasi sezione 4 dell'esempio di relazione di stima.

ne – aumento di capitale o costituzione di una nuova società – e fornire ai terzi informazioni relativamente al socio conferente (vedasi sezione 1 dell'esempio di relazione di stima);

- l'acquisizione della base informativa che, come già anticipato, deve essere la più aggiornata possibile, e sulla quale è opportuno, seppur non richiesto, che il perito esprima un parere sulla idoneità della stessa;
- il giuramento, che può essere effettuato, alternativamente, o innanzi un notaio o presso la cancelleria del Tribunale. Nel giuramento l'esperto attesta di avere diligentemente e fedelmente proceduto allo svolgimento dell'incarico a lui affidato e di non avere avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità.

## Revisione della stima

In merito ai conferimenti eseguiti nei confronti di società per azioni<sup>7</sup>, la norma prevede che, il fine ultimo di assegnare una corretta valutazione ai conferimenti diversi dal denaro, non può essere conseguito tramite la sola relazione di stima, ma è necessaria anche una verifica *ex post* da parte degli amministratori della società conferitaria, perché solo al termine di questo controllo il valore assegnato al conferimento diventa definitivo.

Il terzo comma dell'art.2343 cod.civ. infatti stabilisce un termine di 180 giorni entro il quale gli amministratori devono controllare le valutazioni contenute nella perizia e, in caso di fondati motivi, procedere alla revisione della stessa.

Infatti, fino a quando non viene concluso questo controllo successivo le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società.

Pur in assenza di specifiche sanzioni in capo agli amministratori inerti, si ritiene che, in caso la valutazione venga protratta oltre il termine di 180 giorni, gli stessi possano rispondere degli eventuali danni subiti dal socio a causa dell'inalienabilità delle azioni.

Se, al termine della verifica, risulta che le conclusioni della relazione di stima non corrispondono agli effettivi valori dei beni conferiti, e che quindi il valore effettivamente assegnato ai tali beni è inferiore di oltre un quinto rispetto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve ridurre,

proporzionalmente, il Capitale sociale previo annullamento delle azioni originariamente sottoscritte che non risultano più coperte dal valore dei beni conferiti.

Il socio conferente però, se interessato a non vedere ridotta la propria partecipazione, ha facoltà di versare in denaro la differenza tra i due valori, mentre in caso non fosse interessato ad una partecipazione inferiore a quella preventivata, può esercitare il diritto di recesso.

In tal caso il socio recedente ha diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura.

## Esimenti dalla relazione

Il Legislatore, al fine di concedere massima tutela in caso di conferimenti in natura, ha previsto che la redazione della relazione di stima non sia mai derogabile dalle parti (a differenza di quanto avviene invece, ad esempio, per alcune fattispecie di fusione).

Lo stesso Legislatore ha però previsto alcuni casi, decisamente circostanziati, in cui non è richiesta la relazione di stima.

In particolare, si tratta del caso di:

- conferimento di valori mobiliari, ovvero di strumenti del mercato monetario, quando il valore attribuito ai fini della determinazione del Capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo non supera il prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei 6 mesi precedenti il conferimento;
- conferimento di beni diversi dai valori mobiliari, ovvero di strumenti del mercato monetario, quando il valore attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo non supera:
  - il valore equo (*fair value*) iscritto nel bilancio, del conferente, dell'ultimo esercizio chiuso alla data in cui viene effettuato il conferimento, a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento;
  - il valore risultante dalla valutazione, precedente di non oltre sei mesi la sottoscrizione del conferimento, redatta da un esperto dotato di idonei requisiti di professionalità ed indipendenza.

<sup>7</sup> Si è già detto che, sebbene non prevista dalla legge, si ritiene che per analogia tale verifica dovrebbe valere anche per le Srl in quanto attiene ai compiti di buona amministrazione.



[Preleva  
il documento](#)

Esempio di relazione di stima per conferimento  
in continuità di valori

## 1 – Premessa

Il sottoscritto ..., nato a ... il ..., iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di ... (n. ..., Sezione ..., dell'Albo), Revisore Legale (iscritto al n. ...), Cod. Fisc. ..., con Studio in ..., Via ...,

premessso

- che Alfa Srl (con sede in ..., Cod. Fisc. e iscrizione al registro imprese di ... n. ...), nella persona del suo rappresentante legale dott. ..., ha conferito allo scrivente l'incarico per la predisposizione della relazione giurata di stima, ai sensi dell'art.2465 cod.civ., per la valutazione del ramo d'azienda - ramo dettagliatamente individuato e descritto di seguito - da conferirsi da parte della medesima Alfa Srl in Beta Srl (con sede in ..., Cod. Fisc. e iscrizione al registro imprese di ... n. ...), a fronte di un aumento di capitale di Beta Srl ipotizzato pari ad euro ..., oltre ad eventuale sovrapprezzo per l'eccedenza di valore del patrimonio conferito;
- che le Parti hanno previsto che il conferimento avverrà, con riferimento alla situazione patrimoniale al ..., in continuità e neutralità di valori fiscali (ex art.176 Tuir - d.P.R. n.917/86), cioè senza emersione di maggiori o minori valori fiscalmente riconosciuti, non costituendo il conferimento realizzo di plusvalenze e/o minusvalenze; il conferimento, dunque, avverrà a valori contabili storici, vale a dire mantenendo nella contabilità le stesse posizioni attive e passive e per i medesimi valori esistenti nella contabilità di Alfa Srl (conferente), ivi comprese le poste rettificative dell'attivo quali, a titolo meramente esemplificativo, i fondi di ammortamento; per l'effetto, rispettivamente la conferitaria darà corso all'aumento del Capitale sociale per importo nominale corrispondente al patrimonio netto di conferimento e la conferente iscriverà in contabilità la partecipazione nella conferitaria per un valore pari al valore nominale;
- che l'oggetto dell'incarico, ai sensi dell'art.2465 cod.civ., consiste nella presentazione di una relazione giurata di un revisore legale, contenente la descrizioni dei beni o dei crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quelli ad essi attribuiti ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo;

tanto premesso

il sottoscritto rassegna la presente relazione di stima.

## 2 – Il ramo d'azienda oggetto di conferimento

### 2.1 – Il profilo della conferente

Alfa S.r.l. opera da molti anni, in una posizione di leader, nel settore ....

L'attività della Società si rivolge ai ....

Attualmente annovera ...

Di seguito si fornisce un estratto delle informazioni risultanti al Registro delle Imprese:

- Denominazione: Alfa S.r.l.
- Codice Fiscale e n. iscrizione Registro Imprese di Roma: ...
- N. REA di Roma: ...
- Partita IVA: ...
- Sede Legale: ...
- Uffici Amministrativi: ...
- Oggetto sociale: ...
- Capitale Sociale deliberato, sottoscritto e versato: ...
- Forma amministrativa: ...

### 2.2 – Il compendio oggetto di conferimento

Alfa Srl intende conferire i rami d'azienda "...", comprese le attività di ....

Al ramo sono riferibili, tra l'altro:

# ADEMPIMENTI E PROCEDURE

- i contratti con clienti e fornitori ...;
- i rapporti di lavoro dipendente ...;
- alcune attività e passività ...;
- i cespiti ...;
- ...;

il tutto come meglio di seguito precisato per le posizioni più significative.

Tali attività e passività, rapporti, obbligazioni e diritti conferiti sono stati individuati da Alfa Srl e comunicati allo scrivente in conformità all'incarico.

Come accennato in premessa, il conferimento avverrà in continuità e neutralità di valori fiscali, a valori contabili storici, vale a dire mantenendo nella contabilità le stesse posizioni attive e passive ed i medesimi valori esistenti nella contabilità di Alfa Srl (conferente), considerando, dunque, il solo valore netto contabile al ... delle poste attive e passive di seguito descritte.

## 2.3 – Le attività e le passività da conferire

### 2.3.1 – La situazione patrimoniale

Di seguito viene riepilogata la situazione patrimoniale di conferimento (a valori contabili).

Attivo	Valore - Euro
Immobilizzazioni nette	...
Crediti	...
Disponibilità liquide	...
Ratei & risconti	...
Totale attività	...

Passivo	Valore - Euro
Fondi (incluso Tfr)	...
Debiti	...
Ratei & risconti	...
Totale passività	...
Patrimonio netto (attività - passività)	...
A pareggio	...

### 2.3.2 – Il dettaglio delle poste

Si forniscono di seguito ulteriori dettagli dell'attivo, del passivo e dei conti d'ordine.

Attivo: Immobilizzazioni

cespite	descrizione	valore cespite	fondo 31/12/n-1	ammort. n	residuo da ammort.
1	...	...	...	...	...
2	...	...	...	...	...
Totale		...	...	...	...
Totale beni conferiti		...	...	...	...

Passivo: Tfr e ratei di lavoro

a) Tfr

Matricola	F.do DDL al 31/12/n-1	Riv. DDL non corr.	Riv. DDL corr.	Quota lorda	Utilizzo fondo DDL	F.do DDL al 31/12/n	Anticipi DDL	Tfr a F.di pens. AP
01 01 001 1	...	...	...	...	...	...	...	...
01 01 003 1	...	...	...	...	...	...	...	...
...	...	...	...	...	...	...	...	...

# ADEMPIMENTI E PROCEDURE

## b) Ratei

Matricola	13-esima	Ferie	Permessi	Totale
01 01 001 1	...	...	...	...
01 01 003 1	...	...	...	...
	...	...	...	...

### 2.4 – I principali rapporti riferibili al ramo

Come sopra accennato, al ramo sono riferibili diversi rapporti; si riportano di seguito i dettagli delle posizioni più significative, per quanto non tutte aventi evidenza sullo stato patrimoniale di conferimento.

#### 2.4.1 – Il contratti con la clientela

Cliente	Attività A	Attività B	Attività C	Attività D	Attività E	Attività F
Gamma	1	1	1		1	1
Delta	1	1				
Epsilon	1		1			1

#### 2.4.2 – I rapporti di privativa, i beni immateriali

Data	Rif.	Oggetto privativa, bene immateriale, ecc.
...	...	...
...	...	...

#### 2.4.3 – I contratti con i fornitori

Data	Controparte	Oggetto accordo/impegno
...	...	...
...	...	...

## 3 - La valutazione del ramo d'azienda

### 3.1 – Le note metodologiche ed i limiti del lavoro

Prima di procedere ulteriormente, lo scrivente ritiene opportuno illustrare gli assunti che hanno ispirato il lavoro:

- l'art.2465 cod.civ. richiede che l'esperto predisponga una relazione contenente le descrizioni dei beni o dei crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quelli ad essi attribuiti ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo;
- il disposto di tale articolo del codice civile contiene un rinvio alla tecnica, in quanto la persona designata deve essere un "esperto". Il Legislatore non ha indicato quali criteri l'esperto debba seguire, nel presupposto che egli debba avvalersi di norme tecniche di generale accettazione in materia di valutazione di beni;
- il principio generale del rinvio alla tecnica, che vale per qualsiasi conferimento in natura, viene ad assumere un significato fondamentale allorché dalla valutazione di singoli beni si passi a conferimenti più complessi, quali quelli di azienda o rami d'azienda;
- il principio fondamentale di valutazione delle aziende, affermato in sede teorica dalla migliore dottrina, è che, a parità di attività e passività patrimoniali conferite, il valore di scambio di un'azienda può fortemente variare con il variare delle sue prospettive di reddito. Conseguentemente, la corretta valutazione dell'azienda in funzionamento deve cercare fondamento in due grandi ordini di indagini riguardanti rispettivamente: lo stato del patrimonio con quale essa viene trasferita; le sue prospettive economico-finanziarie, cioè i redditi ed i flussi finanziari che l'azienda sarà in grado di generare in futuro;
- nel caso specifico dei conferimenti d'azienda, l'esperto deve adottare quei criteri di stima che consentano di valutare in modo obiettivo e prudentiale l'entità del capitale conferito, avendo riguardo allo scopo della norma in parola, la quale mira a tutelare gli interessi dei creditori sociali e dei futuri acquirenti delle quote emesse in occasione del conferimento;
- conseguentemente il perito deve assumere, tra gli scopi della valutazione, non solamente quello di stimare il valore di sintesi del capitale economico attribuibile all'azienda conferita, ma anche quello di individuare

# ADEMPIMENTI E PROCEDURE

analiticamente i valori, per costituire una corretta base per le successive determinazioni dei redditi d'esercizio della società conferitaria.

\*\*\*

A questo punto, è utile illustrare la metodologia adottata per lo svolgimento degli accertamenti a supporto della stima.

Il perito ha organizzato una serie di riunioni di lavoro con l'organo amministrativo, i responsabili amministrativi ed i professionisti della conferente.

Durante tali incontri sono state definite le richieste documentali e le metodologie di controllo seguite.

Sono stati eseguiti controlli sia di carattere generale che specifico.

Le richieste documentali sono state quelle d'uso, con riferimento alla documentazione storica dell'azienda.

Tutti i controlli e le verifiche sono stati effettuati con il metodo così detto "a campione".

La conferente Alfa Srl ha proceduto all'individuazione del compendio oggetto di apporto, mentre lo scrivente perito ha verificato i dettagli delle poste, sia attive che passive, al fine di accertarne l'esistenza e la corretta individuazione.

Più nel merito, sono stati svolti i seguenti controlli specifici sulle voci di stato patrimoniale:

- crediti e debiti: sono stati analizzati gli importi delle poste più significative esposte nella situazione patrimoniale, accertando la loro corrispondenza con la relativa documentazione;
- immobilizzazioni: sono stati controllati i valori di iscrizione in bilancio attribuiti dall'azienda in base alle fatture d'acquisto;
- fondo trattamento di fine rapporto, debiti e crediti lavoristici: si è riscontrato il saldo di bilancio con i documenti prodotti dal Consulente per le paghe;
- liquidità conferita: si è riscontrata la documentazione bancaria;
- ....

\*\*\*

Come sopra accennato, la stima si riferisce alla situazione patrimoniale alla data di riferimento del 31/12/n, come elaborata da Alfa Srl sulla base dei dati di contabilità - contabilità aggiornata nei termini di legge - opportunamente rettificati e proiettati alla predetta data di riferimento.

È appena il caso di precisare che la situazione patrimoniale potrebbe essere soggetta a modifiche, in relazione ad eventi non noti al momento della stesura della presente valutazione, tenuto conto degli inevitabili ritardi nelle rilevazioni contabili. Più nel merito, quanto al Tfr ed ai ratei lavoristici, si evidenzia che l'azienda procede all'emissione dei cedolini con "mensilità posticipata", sicché non può escludersi la presenza di scostamenti a consuntivo.

In tale eventualità, le variazioni delle poste dell'attivo e del passivo dovranno essere regolate finanziariamente, tra società conferente e società conferitaria, sulla base dei criteri adottati nella presente valutazione.

Lo scrivente perito, ricevuta la situazione in parola, ha esaminato gli elementi attivi e passivi, adottando le metodologie di verifica e controllo.

\*\*\*

Nella predisposizione della perizia ai sensi dell'art.2465 cod.civ. si sono incontrati i seguenti limiti:

- sono stati utilizzati dati ed informazioni fornite dalla società conferente, che se ne è assunta piena responsabilità; pertanto, sono state fatte unicamente verifiche di coerenza coi dati forniti;
- non sono state approntate procedure di revisione contabile sui bilanci della società in quanto non sono state effettuate verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale non riportate nella documentazione resa disponibile;
- si è utilizzato il budget n+1 come presentato all'Assemblea della conferente in data ..., non è, invece, disponibile un budget economico né un piano economico finanziario a medio-lungo termine del ramo di azienda conferito;
- la valutazione si è basata su elementi certi o ragionevolmente prevedibili al momento della stesura della perizia; sono pertanto esclusi eventi straordinari e non prevedibili, sia pure con i criteri prudenziali utilizzati nella presente relazione.

# ADEMPIMENTI E PROCEDURE

## 3.2 – La scelta del metodo di valutazione

Nel caso oggetto della presente stima, lo scrivente ha ritenuto opportuno adottare, quale metodo di valutazione principale, il c.d. “*metodo patrimoniale semplice*”.

Ciò in quanto, come riportato in premessa, le Parti hanno previsto che il conferimento avverrà in continuità e neutralità di valori fiscali (ex art.176 Tuir - d.P.R. n.917/86), cioè senza emersione di maggiori o minori valori fiscalmente riconosciuti, non costituendo il conferimento realizzo di plusvalenze e/o minusvalenze; il conferimento, dunque, avverrà a valori contabili storici, vale a dire mantenendo nella contabilità le stesse posizioni attive e passive e per i medesimi valori esistenti nella contabilità di Alfa Srl (conferente), ivi comprese le poste rettificative dell’attivo quali, a titolo meramente esemplificativo, i fondi di ammortamento; per l’effetto, rispettivamente la conferitaria darà corso all’aumento del capitale sociale per importo nominale corrispondente al Patrimonio netto di conferimento e la conferente iscriverà in contabilità la partecipazione nella conferitaria per un valore pari al valore nominale

\*\*\*

Per controllo, al fine di verificare i valori risultanti dall’applicazione del metodo principale, si è ritenuto opportuno adottare una funzione del valore basata sui flussi.

Le rispettive metodologie sono descritte nel prosieguo.

## 3.3 – La valutazione con il metodo patrimoniale semplice

### 3.3.1 – Le note metodologiche ed i criteri di valutazione

I metodi patrimoniali consentono di valutare l’azienda prendendo in esame il patrimonio aziendale, valutando analiticamente le poste dell’attivo e del passivo; in pratica, il valore dell’impresa è rappresentato dal patrimonio che viene conferito, a prescindere dalla capacità di reddito e dai flussi finanziari dell’impresa.

Il metodo patrimoniale semplice - adottato, come detto per la presente stima, avendo le parti optato per il conferimento a valori contabili - prende in esame solo gli elementi inseriti nelle voci di bilancio; sono pertanto esclusi i beni immateriali (avviamento, ecc.) non iscritti.

Il punto di partenza, nelle valutazioni dell’impresa, è rappresentato dal patrimonio netto risultante da una situazione contabile patrimoniale elaborata alla data in cui si procede alla valutazione.

Il Capitale netto, dopo essere stato depurato degli elementi estranei alla gestione, rappresenta il primo valore patrimoniale dell’azienda che deve essere assoggettato a:

- verifiche contabili;
- rettifiche causate da specifiche valutazioni di alcune poste dell’attivo e del passivo.

Fin da subito si precisa che non si è reso necessario riesporre in termini correnti i valori contabili delle poste (giacché le medesime risultavano già allineati ai presumibili valori di realizzo), né evidenziare plusvalenze e minusvalenze o carichi fiscali (in quanto il conferimento è attuato a valori contabili, come più volte detto).

Di seguito si espongono i criteri di valutazione adottati per le specifiche voci della situazione patrimoniale di cui si tratta:

- crediti e debiti: sono valutati al valore nominale, non ravvisandosi la necessità di operare rettifiche / svalutazioni;
- risconti: sono determinati per attribuire a conferente e conferitaria, pro rata temporis, le quote di costi e ricavi di rispettiva competenza;
- immobilizzazioni: sono iscritte al costo, rettificato del fondo di ammortamento al 31/12/n; vista la modestia dei valori contabili – presumibilmente non superiori al valore di realizzo - si è ritenuto di non dover procedere a rettifiche;
- fondo trattamento di fine rapporto, crediti e debiti lavoristici: rappresentano il credito/debito maturato verso i dipendenti alla data di riferimento, siccome rilevati dal consulente paghe;
- liquidità conferite: sono valutate al valore nominale;
- passività fiscali: non sono previste, giacché il conferimento avviene in neutralità;
- ....

### 3.3.2 – La valutazione con il metodo patrimoniale semplice

Nella tabella seguente viene riportata la valutazione con il metodo patrimoniale semplice, con cui si è pervenuti ad un valore del ramo d’azienda conferito pari ad euro .....

# ADEMPIMENTI E PROCEDURE

Attivo	Valore - Euro
IMMOBILIZZAZIONI NETTE	...
CREDITI	...
DISPONIBILITA' LIQUIDE	...
RATEI & RISCONTI	...
Totale attività	...

Passivo	Valore - Euro
Fondi (incluso Tfr)	...
Debiti	...
Ratei & risconti	...
Totale passività	...
Patrimonio netto (attività - passività)	...
A pareggio	...

Per il dettaglio delle poste si rinvia al capitolo due.

Detto valore sarà attribuito parte ad aumento del capitale, parte a riserva sovrapprezzo; in sintesi:

Patrimonio netto (attività - passività) conferito	...
Di cui: aumento capitale sociale	...
Di cui: riserva sovrapprezzo	...

## 3.4 – La valutazione di controllo

### 3.4.1 – Le note metodologiche ed i criteri di valutazione

Dal punto di vista metodologico, alla determinazione del valore economico di un'azienda o di una parte di essa, secondo la migliore dottrina (si veda ad esempio L. Guatri, M. Bini, Trattato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005 oppure M. Massari, L. Zanetti, Valutazione finanziaria, McGraw-Hill, Milano, 2004, A. Damodaran, Valutazione delle aziende, Apogeo, Milano, 2002), si giunge mediante l'applicazione di differenti criteri espressivi di una funzione di valore.

Le funzioni basate sui valori-*stock* o valori-fondo (patrimonio) legano il valore dell'azienda a quello delle attività patrimoniali, materiali od intangibili, al netto delle passività. Le funzioni basate sui flussi (redditi, flussi finanziari) postulano che il valore dell'azienda dipenda dai flussi di ricchezza che si ritiene verranno generati in futuro.

Infine, i criteri di mercato (solitamente definiti anche criteri dei multipli) determinano il valore in relazione a specifici parametri moltiplicativi del fatturato, del reddito o del patrimonio, desunti dal mercato e derivanti da società comparabili a quelle da valutare, quotate sul mercato o recentemente oggetto di acquisizioni.

Come sopra accennato, al fine di verificare i valori risultanti dall'applicazione del metodo principale, si è ritenuto opportuno adottare una funzione del valore basata sui flussi quale metodo di controllo.

### 3.3.2 – La valutazione basata sui flussi

La teoria della finanza ha da tempo acquisito il principio che riconosce nella somma dei flussi di ricchezza attesi il criterio principale di valutazione di una qualsiasi attività sia essa di tipo finanziario o reale. È evidente che l'essenza stessa del valore di un'attività non può che essere ricondotta alla capacità di generare ricchezza per chi la possiede e che il mercato sarà disposto a pagare tanto più oggi per quell'attività quanto maggiore è la ricchezza che ritiene di ottenere in futuro.

La valutazione delle aziende non si discosta da questo principio generale, per cui i metodi principali di valutazione si fondano proprio su di esso. Esistono però numerose varianti di metodo che riguardano in particolare l'analiticità della stima dei flussi attesi.

Si distinguono:

- i metodi analitici che sono divisibili in due componenti di valore: la somma del valore attuale dei flussi stimati anno per anno per un determinato periodo sulla base di ipotesi formulate dal valutatore e coerenti con le indicazioni aziendali e del valore attuale del valore finale, ovvero la somma dei flussi dall'anno successivo ad un periodo indefinito;
- i metodi sintetici che fanno ricorso ad una formula valutativa semplificata, ovvero stimano esclusivamente

# ADEMPIMENTI E PROCEDURE

la crescita dei flussi, a partire dal primo flusso annuale rilevante. Il valore risulta anche in questo caso dalla somma del valore attuale di tutti i flussi attesi.

Nel caso della Società oggetto di valutazione è stato utilizzato il metodo analitico con un periodo di stima esplicita dei flussi fino al n+1, in accordo con la disponibilità di stime attendibili e per il periodo successivo si sono utilizzati due stadi di crescita, il primo fino al n+6 ipotizzando una crescita annua dei flussi massima del X% e minima del Y% e il secondo, assimilabile ad un valore finale, con una crescita massima del W% e minima del Z%.

I passaggi necessari per stimare il valore utilizzando una funzione basata sull'attualizzazione dei flussi attesi di tipo analitico sono i seguenti:

- stima dei flussi annuali previsionali per l'esercizio n e per l'esercizio n+1;
- stima del tasso di attualizzazione dei flussi;
- stima del valore del primo stadio di crescita;
- stima del valore finale;
- determinazione del risultato finale.

Le stime inerenti i flussi annuali previsionali fino al 31 dicembre n+1 sono fondate sui documenti previsionali predisposti dalla società conferente come presentati all'Assemblea (cfr. supra).

In merito ai tassi di crescita utilizzati nel primo e secondo stadio, si è fatto ricorso alle ipotesi formulate dal management della società, opportunamente verificate alla luce dei tassi di crescita previsti dal mercato nel suo complesso e per le principali società comparabili.

Il secondo passaggio ha riguardato la stima del tasso di attualizzazione.

Poiché si è utilizzato un approccio di tipo asset side, il tasso di attualizzazione da applicare è il WACC (Costo medio ponderato del capitale). Come noto, tale tasso risulta dalla seguente formula:

$$WACC = k_e \frac{E}{E+D} + k_d (1 - T_c) \frac{D}{E+D}$$

dove:

$k_e$  = costo del Capitale proprio

$k_d$  = costo del debito

$T_c$  = aliquota d'imposta sul reddito d'impresa

$E/E+D$ ;  $D/E+D$  = coefficienti di ponderazione determinati dall'utilizzo del Capitale proprio e del debito.

Tuttavia il Ramo oggetto di conferimento è privo di indebitamento finanziario, per cui la formula precedente si riduce alla sola stima del costo del capitale proprio che è stato stimato utilizzando il CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) che definisce il rendimento atteso del capitale investito come la somma di due componenti: il tasso privo di rischio ed un premio al rischio pari al prodotto del premio al rischio del mercato azionario moltiplicato per un coefficiente beta che esprime la variabilità dei rendimenti della Società rispetto al rendimento del portafoglio di mercato.

Nel caso in esame, i parametri utilizzati sono stati i seguenti:

- il tasso privo di rischio è stato stimato utilizzando il rendimento lordo effettivo del BTP con scadenza n+30 pari al 5,5% (esempio);
- il premio al rischio di mercato è stato fissato al 5% (Fonte: Dimson, Staunton e Marsh, 2006) (esempio);
- il coefficiente beta è pari a 0,25 valore medio calcolato su un campione di società comparabili (Fonte: *Damodaran Online*) (esempio).

Ne deriva pertanto che il costo del capitale proprio risulta pari a:

$$k_e = R_{rf} + \text{Beta} * \text{Premio al rischio di mercato} = 5,5\% + 0,25 * 5\% = 6,8\% \text{ (ESEMPIO)}$$

La stima del valore del Ramo nel primo stadio (dal n+2 al n+6) si è fondata sul presupposto che esso sia in grado di generare flussi con una crescita annua costante, poiché ad oggi non è possibile determinare un valore puntuale, ma un intervallo di ragionevolezza con un minimo del X% e un massimo del Y%, partendo dal flusso previsto per l'anno n+1. Sulla base di tali ipotesi, il valore può essere calcolato utilizzando la formula della rendita limitata con rendimenti crescenti.

Nel valore finale, ovvero il periodo che si estende illimitatamente a partire dal n+7, si ritiene che il Ramo possa crescere a tassi più bassi rispetto al periodo precedente pari ad un minimo dell'W% e ad un massimo del Z%.

Sulla base delle considerazioni precedenti si riporta la seguente tabella che riassume i risultati ottenuti.

Ipotesi di crescita massima.

# ADEMPIMENTI E PROCEDURE

EURO	n	n+1	Primo stadio n+2 / n+6	Secondo stadio
Ebitda	...	...		
Imposte operative su Reddito operativo	...	...		
Decremento (Incremento) Capitale circolante	...	...		
Investimenti in immobilizzazioni operative	...	...		
<b>FLUSSI DI CASSA OPERATIVI</b>	...	...	...	...
Fattore di attualizzazione	...	...	...	...
<b>FLUSSI DI CASSA OPERATIVI ATTUALIZZATI</b>	...	...	...	...
<b>FLUSSI DI CASSA OPERATIVI ATTUALIZZATI CUMULATI</b>	...	...	...	...
<b>VALORE D'IMPRESA</b>	...			

Ipotesi di crescita minima.

EURO	n	n+1	Primo stadio n+2 / n+6	Secondo stadio
Ebitda	...	...		
Imposte operative su Reddito operativo	...	...		
Decremento (Incremento) Capitale circolante	...	...		
Investimenti in immobilizzazioni operative	...	...		
<b>FLUSSI DI CASSA OPERATIVI</b>	...	...	...	...
Fattore di attualizzazione	...	...	...	...
<b>FLUSSI DI CASSA OPERATIVI ATTUALIZZATI</b>	...	...	...	...
<b>FLUSSI DI CASSA OPERATIVI ATTUALIZZATI CUMULATI</b>	...	...	...	...
<b>VALORE D'IMPRESA</b>	...			

Sulla base delle considerazioni precedenti, si ritiene che al Ramo possa essere attribuito, per controllo:

- un valore minimo pari a € ...;
- un valore massimo pari a € ...

Lo Scrivente ha poi considerato quale ulteriore controllo il moltiplicatore *Enterprise Value/Ebitda* implicito in recenti acquisizioni comparabili, ottenendo un valore medio pari a 5 volte (esempio).

Moltiplicando tale coefficiente per l'Ebitda del n pari a € ... si ottiene un valore del Ramo pari a € ... che si pone al di sotto dei valori determinati con il precedente metodo, ma rimane ben superiore al valore di conferimento.

Ne deriva, quindi, che le valutazioni effettuate per controllo consentono di affermare che il valore del Ramo non è inferiore a quello di conferimento.

È appena il caso di precisare, peraltro, che le superiori valutazioni di controllo sono sviluppate in ottica prudentiale.

## 4 - Conclusioni

Sulla base dei metodi impiegati e dei dati a disposizione, come sopra esplicitato, ai fini e per gli effetti di quanto previsto dall'art. 2465 del Codice Civile, lo scrivente perito stima che il valore del ramo d'azienda da conferirsi da parte di Alfa Srl in Beta Srl sia almeno pari ad euro ..., e quindi attesta che detto valore non sarà inferiore al valore nominale delle quote che, complessivamente, saranno assegnate da Beta S.r.l., qualora il capitale della medesima sia aumentato in misura non superiore all'importo di euro ..., oltre al sovrapprezzo per l'eccedenza di valore del patrimonio conferito, sovrapprezzo pari ad euro ...

Come sopra accennato, la stima si riferisce alla situazione patrimoniale alla data di riferimento del 31/12/n, come elaborata da Alfa Srl sulla base dei dati di contabilità opportunamente rettificati e proiettati alla predetta data di riferimento.

Tale situazione patrimoniale potrebbe essere soggetta a modifiche, in relazione ad eventi non noti al momento della stesura della presente valutazione, tenuto conto degli inevitabili ritardi nelle rilevazioni contabili.

In tale eventualità, le variazioni delle poste dell'attivo e del passivo dovranno essere regolate finanziariamente, tra società conferente e società conferitaria, sulla base dei criteri adottati nella presente valutazione.

Con osservanza.

Luogo, Data.

Dott. ....