

**LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DOPO
L'INTRODUZIONE DEI PIV**
La valutazione nelle operazioni straordinarie

A cura di Renato Santini

Incontri di Approfondimento - Bologna 09/03/2017

LA STRUTTURA DELLA QUARTA SEZIONE

1 ACQUISIZIONE, CESSIONE E FUSIONE (IV.1) e VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI (III.3)

2 VALUTAZIONI LEGALI (IV.2)

3 AUMENTI DI CAPITALE (IV.3)

4 FUSIONI E SCISSIONI (IV.4)

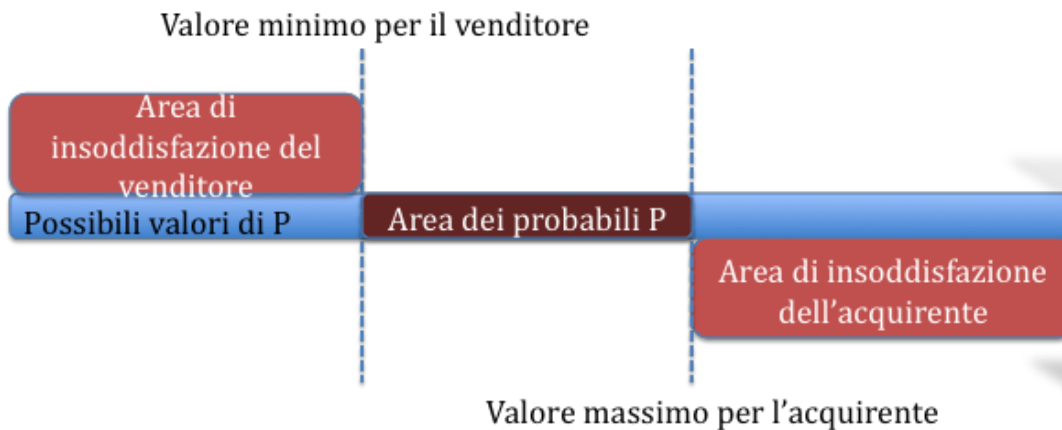
5 CONFERIMENTI E TRASFORMAZIONI (IV.5)

6 RECESSO (IV.6)

7 VALUTAZIONI DI BILANCIO (IV.7)

**LA VALUTAZIONE DI PARTECIPAZIONI E
AZIENDE IN OPERAZIONI DI
ACQUISIZIONE E CESSIONE**

LA VALUTAZIONE DI CONVENIENZA ECONOMICA



LO SPAZIO PER LA NEGOZIAZIONE È TANTO MAGGIORE QUANTO PIÙ

SONO MAGGIORI LE SINERGIE PER L'ACQUIRENTE

ESISTE UNA FORTE DIFFERENZA TRA LE ASPETTATIVE DELL'ACQUIRENTE E DEL VENDITORE

$$\dot{a}_{t=1}^{t=\infty} \frac{FC_t}{(1+k)^t} \geq F$$

$$\dot{a}_{t=1}^{t=\infty} \frac{FC_t}{(1+k)^t} \leq F$$

VALORE SINERGICO E VALORE SPECIALE SECONDO I PIV

IL PIV I.11.2 DISTINGUE TRA

VALORE SINERGICO INTESO
COME "IL VALORE ADDIZIONALE
PER UNO SPECIFICO SOGGETTO
O PER UN PARTECIPANTE AL
MERCATO CHE SI GENERA
DALLA COMBINAZIONE DI PIÙ
ATTIVITÀ FRA LORO".
ESSO RIGUARDA SOLAMENTE LE
SINERGIE UNIVERSALI

VALORE SPECIALE CHE
RIFLETTE INVECE IL VALORE
ADDIZIONALE RISPETTO ALLE
SINERGIE UNIVERSALI
OVVERO QUEL VALORE
OTTENIBILE SOLAMENTE DA
UNO SPECIFICO SOGGETTO

IL VALORE DI ACQUISIZIONE

IL PIV IV.1.2 definisce il valore di acquisizione come somma di quattro addendi

1

Il valore *as is* della target company

2

Il valore degli eventuali efficientamenti gestionali

3

Il valore delle sinergie divisibili attese in seguito all'operazione

4

Il valore delle sinergie indivisibili (**benefici privati**) attese in seguito all'operazione

NB: I **benefici privati** sono flussi di risultati a favore dell'acquirente generati al di fuori della target company (IV.5.1)

IL PROCESSO DI VALUTAZIONE DELLE SINERGIE

Definizione delle sinergie potenziali

Formulazione delle ipotesi inerenti ricavi e costi incrementali

Quantificazione dei flussi incrementali

Attualizzazione dei flussi incrementali ad un tasso appropriato

Ricognizione delle possibili sinergie inerenti ricavi e costi e classificazione in universale e speciale.

Per ciascuna sinergie devono essere ricostruite le ipotesi applicative.

Sulla base delle ipotesi formulate si ricostruiscono i flussi incrementali da aggiungere in un modello DCF.

Il tasso di rendimento da considerare è quello espressivo del rischio di ciascuna sinergia

ALCUNI ESEMPI DI SINERGIE DI RICAVO E DI COSTO

SINERGIE DI RICAVI

- Valutazione accurata dei riflessi sui prezzi e sui volumi, in coerenza con l'evoluzione del mercato (normalmente collegati al miglioramento dell'offerta)
- Accrescimento del livello massimo di vendita possibile
- Estensione del ciclo di vita del prodotto
- Aggiunta di prodotti/applicazioni che non sarebbero stati sviluppati senza l'acquisizione
- Eventuale incremento dei prezzi per altri miglioramenti offerti
- Attenzione per le possibili perdite di ricavi dovute agli influssi negativi dell'operazione

SINERGIE DI COSTI

RICERCA E SVILUPPO

- Cancellazione di progetti ridondanti
- Eliminazione di personale sovrapposto
- Sviluppo di nuovi prodotti attraverso il trasferimento di tecnologie

ACQUISTI

- Concentrazione delle forniture
- Standardizzazione di prodotti/componenti/materiali

PRODUZIONE

- Eliminazione di capacità in eccesso
- Trasferimento di competenze tecniche

MARKETING

- Vendite incrociate di prodotti
- Utilizzo di canali comuni
- Trasferimento di competenze commerciali
- Riduzione complessiva delle spese di marketing

DISTRIBUZIONE

- Razionalizzazione dei magazzini e dei trasporti

AMMINISTRAZIONE

- Economie nei costi generali, amministrativi e per altri servizi
- Consolidamento di funzioni centrali

IL VALORE SOGGETTIVO: USO DEL DCF

- Partire da scenario base con proiezioni 3-5 anni in ipotesi *as is*
- Inserire il **valore delle sinergie** sia dal lato dei ricavi (nuovi mercati, quote di mercato, prezzi, nuovi prodotti) sia dal lato dei costi (economie sugli acquisti, riduzione costi di struttura, logistica, personale ecc..)
- Piano investimenti coerente con realizzazione sinergie
- Wacc pari al **costo opportunità del capitale** della combinazione delle due imprese (aumento beta per leva finanziaria, leva operativa, ecc..)
- Terminal Value con tasso di crescita **poco elevato**
- Piano economico finanziario **coerente** con eventuale LBO e rimborso debito aggiuntivo
- Punto di pareggio e scenario “*worst case*” (**sensitivity**)
- Identificazione way out e Tasso Interno di Rendimento se investimento finanziario
- Coerenza valore finale

POSSIBILI FORME DI ACQUISIZIONI

LE ACQUISIZIONI POSSONO ASSUMERE LA FORMA DI:

**ACQUISIZIONI DI
PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ
DI CAPITALI TOTALITARIE O
NON TOTALITARIE (O DI
PERSONE CON SPECIFICHE
PECULIARITÀ)**

**ACQUISIZIONI DI AZIENDE O
DI RAMI DI AZIENDE**

LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI

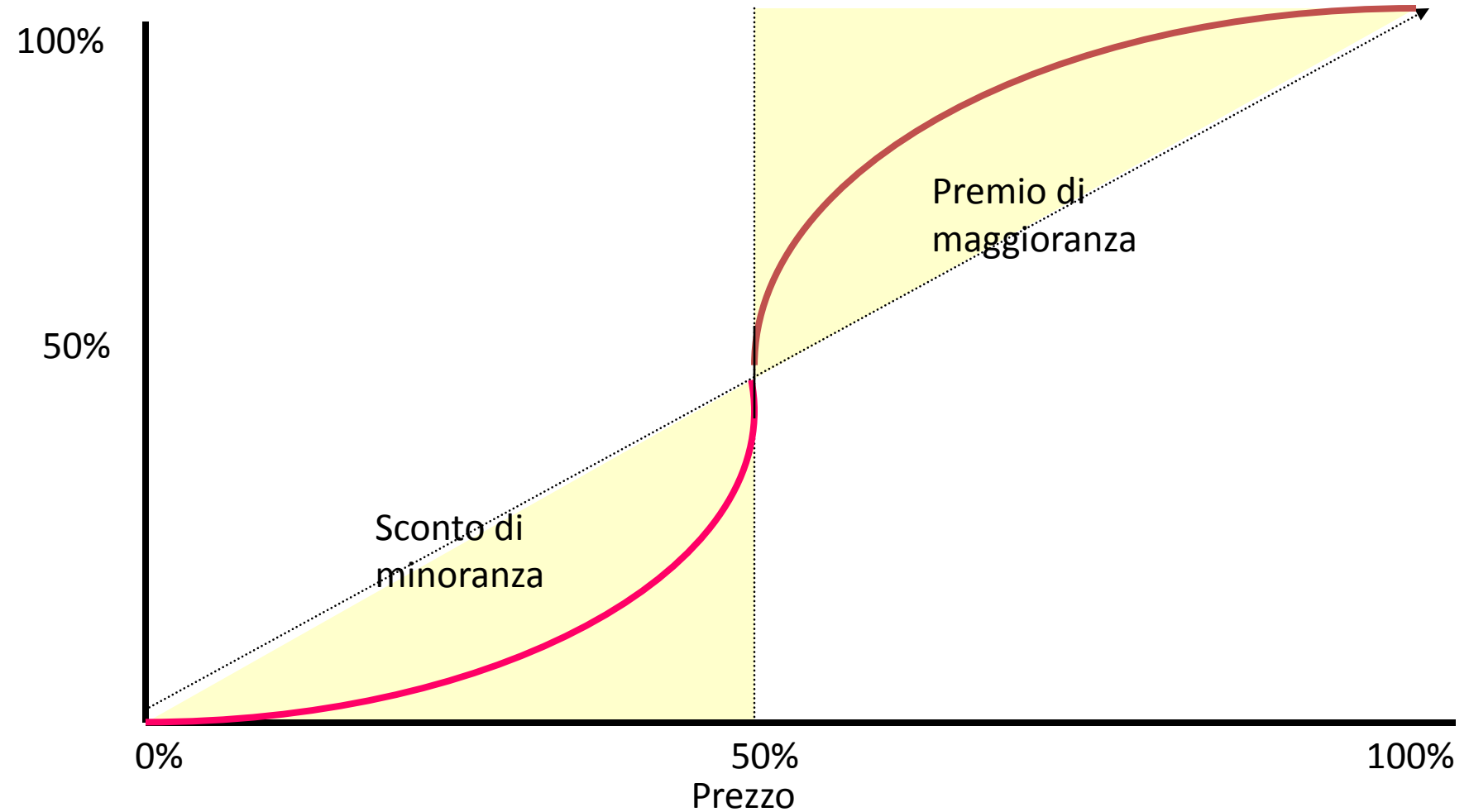
**I PIV DELLA SEZIONE III.3 RIGUARDANO IL PASSAGGIO DALLA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA ALLA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI CHE LA COMPONGONO (INTERESSENZE PARTECIPATIVE).
IL VALORE DI UNA PARTECIPAZIONE PUÒ ESSERE DIVERSO DA QUELLO DELLA SOMMA DEI TITOLI CHE LA COMPONGONO PERCHÈ:**

**I BENEFICI
GENERATI
DALL'IMPRESA NON
SONO
NECESSARIAMENTE
DIVISIBILI SU BASE
PROPORZIONALE**

**I RISCHI NON SONO
NECESSARIAMENTE I
MEDESIMI PER LE
DIVERSE CATEGORIE
DI AZIONISTI/SOCI**

**L'ACCESSO ALLE
INFORMAZIONI NON
È NECESSARIAMENTE
SIMMETRICO PER
TUTTE LE CATEGORIE
DI AZIONISTI/SOCI**

IL PREMIO DI MAGGIORANZA PER PRIVATE FIRMS: CORRELAZIONE TRA PREZZO E PERCENTUALE COMPRAVENDUTA



LE CRITICITÀ NELLE VALUTAZIONI DI RAMI D'AZIENDA

LE PRINCIPALI CRITICITÀ SONO RICONDUCIBILI ALLE SEGUENTI

VALUTAZIONE "SEPARATA"

La costruzione della base informativa è più difficile poiché si considera solo un ramo. In assenza di una adeguata contabilità analitica si dovranno formulare ipotesi credibili.

VALUTAZIONI "DIFENSIVE"

1. Verifica dell'esistenza dei requisiti del ramo d'azienda previsti dall'art. 2112 c.c.
2. La sezione IV.1 non si occupa di queste valutazioni ma pare ragionevole ritenere che la configurazione da utilizzare per la stima del valore venale (art. 52 DPR 131/86) sia di mercato cioè anche in relazione all'attuale orientamento giurisprudenziale che lo interpreta come un valore di scambio (cfr. cass. 9075/15 da ultimo).
3. Dovrà essere confutata la valutazione fondata la razionalità del criterio previsto dall'abrogato art. 2 c4 DPR 460/96.

LA STRUTTURA TIPICA DI UNA PERIZIA PER VALUTAZIONE DI UN RAMO D'AZIENDA

**1. Incarico, finalità e data di riferimento
(eventuale dichiarazione PIV *compliant*)**

Parte generale comune a tutte le perizie valutative.

**2. Considerazioni in merito
all'esistenza del ramo d'azienda dal
punto di vista giuridico**

Si devono evidenziare i requisiti dell'azienda (complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'impresa – art. 2555 c.c.) e del singolo ramo (pre-esistenza e mantenimento dell'identità art. 2112 c6 c.c.)

**3. Analisi della base informativa e
giudizio di completezza ai fini valutativi.
Eventuali limitazioni considerate**

Si deve spiegare la fonte dei dati, posto che normalmente non è il bilancio con la massima trasparenza possibile. Se il valutatore ha dovuto fare ipotesi devono essere esplicitate e difese.

**4. Scelte metodologiche. Contestazione
dell'irrazionalità della ricostruzione
presuntiva dell'Agenzia.**

Andrà indicata la scelta della configurazione di valore (di mercato) ed i criteri più idonei per declinarla. Si riporta il testo dell'art. 2 c4 DPR 460/96 e lo si contesta per irrazionalità.

5. Sintesi valutativa

Se il valore risultante è diverso dal corrispettivo di cessione (caso raro), l'imposta di registro dovrebbe essere liquidata sulla base del valore di perizia.

L'ART. 2 C4 DPR 460/96 (ABROGATO MA SPESSO UTILIZZATO PER GLI ACCERTAMENTI)

“Per le aziende e per i diritti reali su di esse il valore dell'avviamento è determinato sulla base degli elementi desunti dagli studi di settore o, in difetto, sulla base della percentuale di redditività applicata alla media dei ricavi accertati o, in mancanza, dichiarati ai fini delle imposte sui redditi negli ultimi tre periodi di imposta anteriori a quello in cui è intervenuto il trasferimento, moltiplicata per 3. La percentuale di redditività non può essere inferiore al rapporto tra il reddito di impresa e i ricavi accertati o, in mancanza, dichiarati ai fini delle stesse imposte e nel medesimo periodo. Il moltiplicatore è ridotto a 2 nel caso in cui emergano elementi validamente documentati (...).”

**LE VALUTAZIONI LEGALI:
CONFERIMENTO E TRASFORMAZIONE**

LE DIRETTIVE DERIVANTI DAI PIV PER LE VALUTAZIONI LEGALI

LA PREMESSA ALLA SEZIONE IV.2 DEI PIV DEFINISCE LEGALI QUELLE “DISCIPLINATE DAL CODICE CIVILE” (PROBABILMENTE ESTENDIBILE ALLE VALUTAZIONI RICHIESTE DA NORME DI LEGGE) E PER QUESTE RICHIEDE:

**CHE SIANO CONTROLLABILI
DA PARTE DEI TERZI (SIA
DOVE È PREVISTO SIA DOVE
NON LO È)**

**CHE SIANO RIPERCORRIBILI
NELLE SCELTE DI METODO E
NELLE RELATIVE
LIMITAZIONI**

SONO REQUISITI GENERALI CHE DIVENTANO IMPRESCINDIBILI NELLA VALUTAZIONI LEGALI

PRINCIPI GENERALI DI METODO DESUNTI DALLA IV SEZIONE DEI PIV

1 SI TRATTA SEMPRE DI *VALUTAZIONI* (E NON AD ESEMPIO DI PARERI VALUTATIVI - PIV IV.2.4) E QUINDI DEVONO ESSERE RISPETTATE LE 5 FASI DEL PROCESSO VALUTATIVO

2 L'ESPERTO DEVE GUARDARE ALLA SOSTANZA ECONOMICA PUR NEL RISPETTO DELLA NORMA

3 L'ESPERTO, PER CONSENTIRE LA RIPERCORRIBILITÀ DELLA VALUTAZIONE, FORNISCE GLI STRUMENTI PER APPREZZARE i) la base informativa, ii) le scelte di metodo, iii) le modalità di determinazione del risultato finale

4 SONO ESCUSE LE IPOTESI SPECIALI E QUINDI ANCHE I VALORI POTENZIALI

5 L'ESPERTO RICORRE A PIÙ METODICHE MA SPIEGA LE RAGIONI DEI DIVERSI RISULTATI E LA SCELTA FINALE

LA VALUTAZIONE DEI CONFERIMENTI: QUADRO DI SINTESI

AMBITO APPLICATIVO	RIFERIMENTI NORMATIVI	REQUISITI DEL VALUTATORE	RILEVANZA ESTERNA	GRADO DI AUTONOMIA
CONFERIMENTO DI RAMI D'AZIENDA O DELL'INTERA AZIENDA	ART. 2343 c.c. ss. PER LE SPA E ART. 2465 c.c. PER LE SRL (IN VIA ANALOGICA PER I CONFERIMENTI A SOCIETÀ GIÀ FUNZIONANTI)	ESPERTO DI VALUTAZIONI PER LE SPA, NOMINATO DAL PRES. TRIBUNALE (2343 CC) REVISORE LEGALE (O SOCIETÀ DI REVISIONE) PER LE SRL, NOMINATO DALLA SOCIETÀ (2465 CC)	È REGISTRATO IL VERBALE DELL'ASSEMBLEA CHE DELIBERA L'AUMENTO DI CAPITALE OPPURE L'ATTO COSTITUTIVO CON IN ALLEGATO LA PERIZIA	È UNA VALUTAZIONE AUTONOMA CHE RIGUARDA L'OGGETTO DEL CONFERIMENTO

L'ART. 2343 C.C.

“1. Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l’attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale o dell’eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all’atto costitutivo.

2. L’esperto risponde dei danni causati a terzi (...).

3. Gli amministratori devono, nel termine di centottanta giorni dalla iscrizione della società controllare le valutazioni (...) e, se sussistono fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima (...).”

LA FINALITÀ DELLA STIMA

IL LEGISLATORE RICHIEDE UNA RELAZIONE GIURATA DI STIMA:



PER LA TUTELA DEI TERZI PORTATORI DI INTERESSI NELLA SOCIETÀ, AD ESEMPIO I CREDITORI - MA NON SOLO, A FRONTE DEL POSSIBILE ANNACQUAMENTO DEL PATRIMONIO NON ESSENDOSI PROCEDUTO AD UN ACQUISTO A TITOLO ONEROSO. LA VALUTAZIONE HA PERTANTO UN RUOLO DI GARANZIA.

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI

ESISTENZA DEL RAMO D'AZIENDA



- 1. VALGONO LE STESSA CONSIDERAZIONI GIÀ SVOLTE PER LA CESSIONE DI RAMO DI AZIENDA;**
- 2. IL PIV IV.5.1 RICHIEDE ALL'ESPERTO DI VERIFICARE ANCHE L'AUTONOMIA REDDITUALE NORMALIZZATA DEL RAMO CONFERITO E GLI EVENTUALI INTERVENTI A CARICO DELLA CONFERITARIA PER INTEGRARE PROCESSI ED ATTIVITÀ MANCANTI;**
- 3. ATTENZIONE ALLE EVENTUALI LIMITAZIONI DELLA BASE INFORMATIVA CHE POSSONO PORTARE ALLA RINUNCIA DELL'INCARICO (PIV II.3.1).**

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI (segue)

CONFIGURAZIONE DI VALORE



- 1. SECONDO IL PIV IV.5.2 L'ESPERTO DEVE GIUNGERE AD UN VALORE NORMALE DI MERCATO CHE SI DISTINGUE DA UN VALORE DI MERCATO IN QUANTO NON VANNO CONSIDERATI EVENTUALI CONDIZIONI CORRENTI DI MERCATO PER LE QUALI I PREZZI SIANO "INGIUSTAMENTE DEPRESSI O IRRAZIONALMENTE ELEVATI";**
- 2. NEL SEGUITO IL PRINCIPIO SOSTIENE CHE COMUNQUE L'ESPERTO DEVE PROPENDERE PER IL VALORE PIÙ RECUPERABILE OVVERO IL MINORE TRA IL VALORE NORMALE DI MERCATO E QUELLO INTRINSECO.**

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI (segue)

DATA DI RIFERIMENTO



- 1. IL PIV 1.8.1 SOSTIENE CHE LA BASE INFORMATIVA DEBBA ESSERE RIFERITA ALLA DATA DI RIFERIMENTO E CHE GLI ACCADIMENTI SUCCESSIVI NON SONO CONSIDERATI SE NON CONOSCIBILI ALLA DATA DI RIFERIMENTO.***
- 2. L'ENUNCIATO DEL PIV PARE IN CONTRASTO CON IL DETTATO NORMATIVO CHE PREVEDE LA COINCIDENZA TRA DATA DI RIFERIMENTO E DATA DELL'ATTO.***
- 3. TUTTAVIA IL PIV PREVEDE CHE POSSANO ESSERE UTILIZZATE LE INFORMAZIONI SUCCESSIVE ALLA DATA DI RIFERIMENTO SE LA CONFIGURAZIONE DI VALORE, LE NORME E LE FINALITÀ DELLA STIMA LO RICHIEDONO.***

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI (segue)

DATA DI RIFERIMENTO: INDICAZIONI OPERATIVE



LA PERIZIA SARÀ REDATTA

- 1. Assumendo la data di riferimento più vicina possibile all'atto di conferimento in considerazione dei tempi previsti di svolgimento dei lavori e delle tempistiche di produzione dei dati contabili da parte della società conferente;**
- 2. Facendo coincidere la data di redazione della relazione con quella dell'atto se l'esperto ha avuto modo di verificare gli eventi successivi fino alla data dell'atto. In caso contrario, la data di relazione sarà antecedente la data dell'atto e nella relazione stessa verrà indicata la limitazione di informativa.**

GLI AMMINISTRATORI GARANTISCONO CHE NULLA È AVVENUTO DI RILEVANTE NEL PERIODO INTERINALE, ASSUMENDOSENE LA RESPONSABILITÀ

UNA DOMANDA OPERATIVA

DATO CHE:

**LA DOTTRINA RICONOSCE LA
POSSIBILITÀ CHE GLI
AMMINISTRATORI POSSANO
COMUNICARE PRELIMINARMENTE
ALL'ESPERTO IL VALORE CHE
INTENDONO ATTRIBUIRE AL
CAPITALE SOCIALE.**

**L'ART. 176 TUIR comma 1
PREVEDE LA NATURA NON
REALIZZATIVA DELLE
PLUSVALENZE E DELLE
MINUSVALENZE DERIVANTI DAL
CONFERIMENTO**

CI SI DOMANDA:

**NEI CONFERIMENTI A NEWCO IN CONTINUITÀ DI VALORI CIVILISTICI È SUFFICIENTE
L'ATTESTAZIONE DEL VALORE O È NECESSARIA UNA VALUTAZIONE COMPLETA? OVVERO È
SUFFICIENTE UNA VALUTAZIONE PATRIMONIALE SEMPLICE?**

UNA POSSIBILE RISPOSTA: LA STRUTTURA DELLA PERIZIA DI CONFERIMENTO

1. Incarico, finalità e data di riferimento (eventuale dichiarazione PIV *compliant*)

Parte generale comune a tutte le perizie valutative.

2. Considerazioni in merito all'esistenza del ramo d'azienda dal punto di vista giuridico

Si devono evidenziare i requisiti dell'azienda e del singolo ramo (cfr. perizie di cessione ramo d'azienda). FONDAMENTALI PERCHÈ NEWCO DEVE POTER SOPRAVVIVERE.

3. Analisi della base informativa e giudizio di completezza ai fini valutativi. Eventuali limitazioni considerate

Dovrà essere chiaramente definito il perimetro del conferimento nei termini delle voci patrimoniali, dei contratti, dei diritti e delle relative prospettive reddituali. Valgono i temi già esposti per la cessione di ramo d'azienda.

4. Scelte metodologiche

Secondo i PIV non si tratta di un valore convenzionale, come sarebbe nel caso di una valutazione patrimoniale semplice, ma del minore tra valore normale di mercato ed intrinseco, quindi i criteri devono condurre a tale risultato. È UNA VALUTAZIONE COMPLETA CHE RICHIEDE UNA VERIFICA DELLA CAPACITÀ DI PRODURRE REDDITO (PIV III.1.29)

5. Attestazione


L'attestazione è resa per confronto tra il valore risultante dall'applicazione dei diversi metodi e quello attribuito al capitale sociale

UNA ULTERIORE DOMANDA OPERATIVA

DATO CHE:



IL TESTO DELL'ART. 2343 c.c. DOPO LA RIFORMA DEL 2003 NON PREVEDE CHE VENGA ATTRIBUITO UN VALORE AI BENI E CREDITI CONFERITI CI SI CHIEDE SE LA VALUTAZIONE PATRIMONIALE SEMPLICE SIA ANCORA NECESSARIA



I PIV NON TRATTANO IL TEMA MA LA RISPOSTA È POSITIVA IN GENERALE E DIVIENE INDISPENSABILE NEI CONFERIMENTI MODELLO CESSIONE PERCHÈ IN QUESTO CASO NON SAREBBE POSSIBILE RIAPRIRE I SALDI CONTABILI SENZA UN RIFERIMENTO DI VALORE

LA VALUTAZIONE DI TRASFORMAZIONE: QUADRO DI SINTESI

AMBITO APPLICATIVO	RIFERIMENTI NORMATIVI	REQUISITI DEL VALUTATORE	RILEVANZA ESTERNA	GRADO DI AUTONOMIA
TRASFORMAZIONE EVOLUTIVA DA SOCIETÀ DI PERSONE A SOCIETÀ DI CAPITALE	ART. 2500 c.c. ss. (IN PARTICOLARE IL 2500-TER)	REVISORE LEGALE	È REGISTRATO IL VERBALE DELL'ASSEMBLEA CHE DELIBERA LA TRASFORMAZIONE CON IN ALLEGATO LA PERIZIA	È UNA VALUTAZIONE AUTONOMA CHE RIGUARDA L'AZIENDA DELLA SOCIETÀ OGGETTO DI TRASFORMAZIONE

L'ART. 2500-TER C.C.

“1. Salvo diversa disposizione, la trasformazione di società di persone in società di capitale è decisa con il consenso della maggioranza dei soci determinata secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili. In ogni caso al socio che non ha concorso alla decisione spetta il diritto di recesso.

2. Nei casi previsti dal precedente comma il capitale della società risultante dalla trasformazione deve essere determinato sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo e deve risultare da relazione di stima redatta a norma dell'art. 2343 (...) ovvero (...) dell'art. 2465 (...).”

LA FINALITÀ DELLA STIMA

IL LEGISLATORE RICHIEDE UNA RELAZIONE GIURATA DI STIMA:



***PER LA TUTELA DEI TERZI PORTATORI DI INTERESSI NELLA SOCIETÀ, AD ESEMPIO I CREDITORI - MA NON SOLO, A FRONTE DELLA POSSIBILE INCOSISTENZA DEL CAPITALE DELLA SOCIETÀ TRASFORMATA RISPETTO AL SUO VALORE CORRENTE.
LA VALUTAZIONE HA UN RUOLO DI GARANZIA ASSIMILABILE A QUELLO DEL CONFERIMENTO AL QUALE IL LEGISLATORE HA ESPLICITAMENTE RIMANDATO.***

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI

IL VALORE ATTUALE DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO



INTERPRETAZIONE DEL TERMINE



Dottrina unanime ritiene che il termine "valore attuale" debba essere interpretato come "valore corrente" e non nel senso della matematica finanziaria.

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI (segue)

LA NORMA IMPONE L'UTILIZZO DI UN METODO PATRIMONIALE
SEMPLICE



RISULTATI POSSIBILI



*VALORE DI PERIZIA
COINCIDE CON IL
VALORE CONTABILE*

*VALORE DI PERIZIA
MINORE DEL VALORE
CONTABILE*

*VALORE DI PERIZIA
MAGGIORE DEL
VALORE CONTABILE*

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI (segue)

LE INDICAZIONI PREVALENTI DI DOTTRINA



**SE IL VALORE DI PERIZIA È
INFERIORE AL VALORE
CONTABILE LA CONTABILITÀ
DOVRÀ ESSERE RIAPERTA A
TALE MINORE VALORE
REGISTRANDO LA
MINUSVALENZA O
SOPRAVVENIENZA PASSIVA**

**SE IL VALORE DI PERIZIA È
SUPERIORE AL VALORE
CONTABILE LA CONTABILITÀ
SARÀ RIAPERTA AL VALORE CHE
GLI AMMINISTRATORI
RITENGONO PIÙ OPPORTUNO
TRA UN MINIMO (IL VALORE
CONTABILE) ED UN MASSIMO
(IL VALORE DI PERIZIA)**

UNA DOMANDA OPERATIVA

OVE DALLA VALUTAZIONE EMERGESSE UN AVVIAMENTO
PUÒ ESSERE RECEPITO NELLA SOCIETÀ TRASFORMATA?

LA RISPOSTA È DA INTENDERSI IN SENSO NEGATIVO PERCHÈ:

*L'AVVIAMENTO PUÒ ESSERE ISCRITTO SOLO
SE ACQUISITO A TITOLO ONEROSO MA
NELLA TRASFORMAZIONE SI HA SOLO UNA
MODIFICA DELLA NATURA GIURIDICA DELLA
SOCIETÀ*

*L'ART. 2500-TER SI RIFERISCE
ESCLUSIVAMENTE ALL'ATTIVO E
PASSIVO RISULTANTE IN BILANCIO
MA NON CONSIDERA ULTERIORI
VOCI*

LA STRUTTURA DELLA PERIZIA

1. Incarico, finalità e data di riferimento (eventuale dichiarazione PIV *compliant*)

Parte generale comune a tutte le perizie valutative.

2. Analisi della base informativa e giudizio di completezza ai fini valutativi. Eventuali limitazioni considerate

Non si ravvisano elementi di particolare attenzione rispetto alle altre perizie.

3. Scelte metodologiche

E' necessario costruire una valutazione patrimoniale semplice con verifica dell'inesistenza di un avviamento negativo che possa deprimere il valore patrimoniale.
La configurazione di valore da utilizzare per la verifica del *badwill* dovrebbe essere per analogia con il conferimento (PIV IV.5.2) quella che restituisce il valore minore tra quella normale di mercato e quella intrinseca.

4. Sintesi

L'incarico al professionista deve prevedere una valutazione completa ai fini del punto precedente ed anche ai sensi della valutazione di recesso del socio dissenziente.

LA VALUTAZIONE IN SEDE DI RECESSO (SPA E SRL)

LE DIVERSE TIPOLOGIE DI RECESSO

IL RECESSO E' PREVISTO, CON DIFFERENTI INDICAZIONI
NORMATIVE RISPETTO ALLA COMPONENTE VALUTATIVA, PER



**LE SOCIETÀ PER
AZIONI**

**LE SOCIETÀ A
RESPONSABILITÀ
LIMITATA**

**LE SOCIETÀ DI
PERSONE**

LA VALUTAZIONE DEL RECESSO NELLA SPA: QUADRO DI SINTESI

AMBITO APPLICATIVO	RIFERIMENTI NORMATIVI	REQUISITI DEL VALUTATORE	RILEVANZA ESTERNA	GRADO DI AUTONOMIA
STIMA DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA DAL SOCIO RECEDENTE	ART. 2437 C.C. SS. (IN PARTICOLARE L'ART. 2437-TER)	NESSUNO – LA VALUTAZIONE È REDATTA DA UN ESPERTO PER CONTO DEGLI AMMINISTRATORI. È DETERMINATO DA UN ESPERTO DESIGNATO DAL TRIBUNALE IN CASO DI CONTESTAZIONE	LA VALUTAZIONE E' CONOSCIBILE PER TUTTI I SOCI E DEVE ESSERE MESSA A DISPOSIZIONE DALLA SOCIETÀ PRIMA (15 gg) DI UNA ASSEMBLEA CHE DELIBERA IN MATERIE PER LE QUALI E' PREVISTO IL RECESSO.	È UNA VALUTAZIONE AUTONOMA CHE RIGUARDA LA PARTECIPAZIONE DETENUTA DAL SOCIO NELLO SPECIFICO CONTESTO DEL RECESSO

L'ART. 2437-TER C.C.

“(...) 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.

3. Il valore di liquidazione delle azioni quotate su mercati regolamentati è determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso. Lo statuto delle società con azioni quotate nei mercati regolamentati può prevedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri indicati ai commi 2 e 4 del presente articolo, fermo restando che tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio indicato dal primo periodo del presente 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 FINALITÀ DELLA STIMA

IL DIRITTO DI RECESSO VIENE CONCESSO:



PER LA TUTELA IL SOCIO DISSENZIENTE RISPETTO AD UNA DECISIONE RILEVANTE DELLA SOCIETÀ NON CONDIVISA. LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE È INDISPENSABILE AL SOCIO PER POTER DECIDERE IN MODO CORRETTO, SAPENDO IL VALORE CHE GLI VERREBBE LIQUIDATO IN CASO DI RECESSO.

UNA DISTINZIONE FONDAMENTALE: LA QUOTAZIONE

LA STIMA DEL VALORE DI RECESSO DIFFERISCE A SECONDA CHE LA SPA SIA

QUOTATA

La valutazione è di tipo convenzionale e richiede l'applicazione del criterio previsto dal legislatore:

1. estrazione dei prezzi di chiusura di borsa;
2. per un periodo di sei mesi prima della convocazione dell'assemblea;
3. calcolo della media aritmetica dei valori estratti.

I PIV non trattano questo tema.

NON QUOTATA

SI APPLICA IL COMMA 2 CHE INTRODUCHE MAGGIORI COMPLESSITÀ DA ESAMINARE IN MODO PIÙ DETTAGLIATO

GLI ELEMENTI DA CONSIDERARE NELLA VALUTAZIONE

L'ART. 2437-TER C.C. comma 2 PREVEDE CHE PER LA STIMA
SI CONSIDERINO:



**LA CONSISTENZA
PATRIMONIALE
DELLA SOCIETÀ**

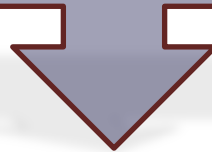
**LE PROSPETTIVE
REDDITUALI**

**IL VALORE DI
MERCATO**

DA CONSIDERARE IN MODO CONGIUNTO?

L'INTERPRETAZIONE DELLA NORMA

“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” (REL. ILL. D.LGS. 6/03)



DATI CONTABILI NON PIÙ VINCOLANTI (COME ERA ANTE RIFORMA)

È AMMISSIBILE UN VALORE DERIVANTE DAI METODI REDDITUALI

IL VALORE DI MERCATO ANDRÀ CONSIDERATO DOVE ESISTENTE E RILEVANTE

SONO AMMISSIBILI TUTTE LE METODICHE

L'INTERPRETAZIONE GIURISPRUDENZIALE

*RECENTE GIURISPRUDENZA (TRIB. MILANO 8639 27/06/14)
HA AFFERMATO CHE "È PROPRIO LA PARTICOLARE NATURA
DELL'AZIENDA OGGETTO DELLA VALUTAZIONE CHE
DETERMINA IL CRITERIO DA UTILIZZARE" RIGETTANDO LA
TESI, DIFFUSA ANCHE IN DOTTRINA (CFR FNC APRILE 2015)
PER LA QUALE IL SOLO CRITERIO AMMISSIBILE SIA QUELLO
MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE.*

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI

CONFIGURAZIONE DI VALORE



- 1. DOTTRINA PREVALENTE SOSTIENE CHE LA VALUTAZIONE DEBBA RIFERIRSI ALLA SINGOLA AZIONE E NON ALLA PARTECIPAZIONE COMPLESSIVA SICCHÈ PREMI E SCONTI NON RILEVANO**
- 2. NELLO STESSO SENSO IL PIV IV.6.1 “L’UNITÀ DI VALUTAZIONE DI RIFERIMENTO NEL CASO DI VALUTAZIONI AI FINI DI RECESSO È RAPPRESENTATA DALL’AZIENDA NEL SUO COMPLESSO. IL VALORE DELLA SINGOLA AZIONE È CALCOLATO PRO-QUOTA”**
- 3. IL SUCCESSIVO PIV IV.6.2 INDIVIDUA COME CORRETTA LA CONFIGURAZIONE DI VALORE INTRINSECO, INTESO COME PREZZO PROBABILE IN UN MERCATO EFFICIENTE (VALORE AS IS SECONDO IL PIV IV.6.3)**

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI

DATA DI RIFERIMENTO



- 1. LA NORMA (ART. 2437-TER C.C. comma 5) STABILISCE IL DIRITTO DEI SOCI A CONOSCERE LA DETERMINAZIONE DEL VALORE (RISULTATO E METODI) NEI QUINDICI GIORNI PRECEDENTI L'ASSEMBLEA.**
- 2. CONSIDERATO L'OBBLIGO PREVISTO DAL PIV 1.8.1. E LE TEMPISTICHE NECESSARIE PER IL PARERE DEL COLLEGIO SINDACALE È ACCETTABILE (PUR CON POSIZIONI CONTRARIE) CHE LA SITUAZIONE CONTABILE SULLA QUALE SI FONDA LA VALUTAZIONE SIA ANTECEDENTE LA DATA DELL'ASSEMBLEA ANCHE DI 60-65 GIORNI**

LE DEROGHE STATUTARIE

L'ART. 2437-TER C.C. comma 6 PREVEDE CHE LO STATUTO POSSA DEROGARE DALLA NORMA MA CHE:

**DEBBA ESSERE INDICATO
QUALI POSTE
PATRIMONIALI POSSANO
ESSERE RETTIFICATE E
QUALI SONO I CRITERI DI
RETTIFICA**

**POSSANO ESSERE INCLUSI
ALTRI ELEMENTI
SUSCETTIBILI DI
VALUTAZIONE
PATRIMONIALE DA TENERE
IN CONSIDERAZIONE (ES.
INTANGIBILI)**

L'INTERPRETAZIONE DELLA NORMA

**LE INTERPRETAZIONI DI IMPATTO GENERALE DELLA NORMA
SI POSSONO RIASSUMERE:**

**LE DEROGHE
SONO AMMESSE
PER TUTTE LE
FATTISPECIE DI
RECESSO E NON
SOLO PER QUELLE
STATUTARIE**

**LE DOTTRINA
ANCHE IN
RIFERIMENTO
ALLA REL. ILL. D.
LGS 6/03 RITIENE
CHE LA NORMA
INDICHI
SOLAMENTE
"ESEMPI DI
DEROGHE"**

**SONO NULLE LE
DEROGHE CHE
RENDONO
PENALIZZANTE IL
RECESSO QUALI AD
ESEMPIO ANCORARE
IL VALORE AL
PATRIMONIO NETTO
CONTABILE (CFR.
ASSONIME 2005)**

ESEMPI TIPICI DI DEROGHE STATUTARIE

**NELLA PRATICA LE DEROGHE CHE PIÙ FACILMENTE SI
RISCONTRANO RIGUARDANO:**

**IL PESO DA
ATTRIBUIRE ALLE
DIFFERENTI
METODICHE
VALUTATIVE**

**LA PRECISAZIONE
DELLE VARIANTI
DI METODO E
DELLE MODALITÀ
APPLICATIVE**

**LA TRASLAZIONE
DELL'ONERE
DELLA STIMA AD
UN TERZO
ARBITRATORE**

LA STRUTTURA DELLA PERIZIA

1. Incarico, finalità e data di riferimento (eventuale dichiarazione PIV *compliant*)

Parte generale comune a tutte le perizie valutative.

2. Analisi della base informativa e giudizio di completezza ai fini valutativi. Eventuali limitazioni considerate

E' importante contenere quanto possibile la distanza tra la data di riferimento e la data dell'assemblea che legittima il recesso.

3. Riferimenti normativi

E' necessario un richiamo esplicito alla norma ed alle sue interpretazioni, esistendo posizioni anche molto lontane in dottrina.

4. Metodologia

Devono essere indicati la configurazione di valore utilizzata ed i criteri seguiti. Se lo statuto ha derogato, è necessario dimostrare la coerenza. Attenzione al tema dei premi e sconti che deve essere dettagliato.

5. Sintesi

La valutazione deve esprimere un valore di sintesi chiaramente desumibile dai risultati ottenuti da ciascuna metodica

LA VALUTAZIONE DEL RECESSO (ED ESCLUSIONE) NELLA SRL: QUADRO DI SINTESI

AMBITO APPLICATIVO	RIFERIMENTI NORMATIVI	REQUISITI DEL VALUTATORE	RILEVANZA ESTERNA	GRADO DI AUTONOMIA
STIMA DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA DAL SOCIO RECEDENTE O ESCLUSO	ART. 2473 C.C. (ART. 2474 C.C. PER L'ESCLUSIONE)	NESSUNO – LA VALUTAZIONE È REDATTA DA UN ESPERTO PER CONTO DEGLI AMMINISTRATORI. È DETERMINATO DA UN ESPERTO DESIGNATO DAL TRIBUNALE IN CASO DI CONTESTAZIONE	LA VALUTAZIONE E' CONOSCIBILE PER I SOCI DOPO LA DICHIARAZIONE DI RECESSO ED EVENTUALMENTE PER UN TERZO INTERESSATO ALL'ACQUISTO DELLA PARTECIPAZIONE.	È UNA VALUTAZIONE AUTONOMA CHE RIGUARDA LA PARTECIPAZIONE DETENUTA DAL SOCIO NELLO SPECIFICO CONTESTO DEL RECESSO (ESCLUSIONE)

L'ART. 2473 C.C.

“(...) 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, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente.

4. il rimborso delle partecipazioni per cui è stato esercitato il diritto di recesso deve essere eseguito entro centottanta giorni dalla comunicazione del medesimo fatta alla società. Esso può avvenire anche mediante acquisto da parte degli altri soci proporzionalmente alle loro partecipazioni oppure da parte di un terzo concordemente individuato da soci medesimi. Qualora ciò non avvenga, il rimborso è effettuato utilizzando riserve disponibili o, in mancanza, corrispondentemente riducendo il capitale sociale; in quest'ultimo caso si applica l'articolo 2482 e, qualora sulla base di esso non risulti possibile il rimborso della partecipazione del socio receduto, la società viene posta in liquidazione (...)”.

GLI ELEMENTI DA CONSIDERARE NELLA VALUTAZIONE

L'ART. 2473 C.C. comma 3 PREVEDE CHE PER LA STIMA SI CONSIDERINO, A DIFFERENZA DELLA SPA:

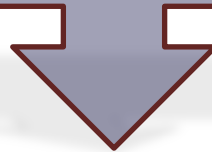
~~LA CONSISTENZA
PATRIMONIALE
DELLA SOCIETÀ~~

~~LE PROSPETTIVE
REDDITUALI~~

IL VALORE DI
MERCATO

L'INTERPRETAZIONE DELLA NORMA

“La disciplina dettata dal terzo comma dell'art. 2473, tende ad assicurare che la misura della liquidazione della partecipazione avvenga nel modo più aderente possibile al suo valore di mercato ” (REL. ILL. D.LGS. 6/03)



**VALORE DI
MERCATO = FAIR
VALUE**

**VALORI IN ATTO E
NON POTENZIALI**

**LIBERA SCELTA DEGLI
AMMINISTRATORI IN
MERITO ALLE
METODICHE
VALUTATIVE**

L'INTERPETAZIONE SECONDO I PIV

CONFIGURAZIONE DI VALORE



- 1. FONDATO DUBBIO CHE I PIV CONSIDERINO ESPPLICITAMENTE SOLAMENTE IL RECESSO NELLA SPA (NON SI MENZIONA L'ART. 2473 C.C. MA SOLAMENTE L'ART.2437-TER C.C.)***
- 2. NON VI SONO MOTIVI PER RITENERE CHE LA SOLA FORMA GIURIDICA POSSA ALTERARE LA CONFIGURAZIONE DI VALORE CHE DOVREBBE ESSERE QUELLA INTRINSECA***

UNA SINTESI POSSIBILE

DATO CHE LA NORMA RICHIEDE:

**DI AVVICINARSI IL PIÙ
POSSIBILE AL VALORE DI
MERCATO**

**DI APPLICARE UN CRITERIO
PROPORZIONALE "PURO"**

**SI PUÒ RAVVISARE UNA CONFIGURAZIONE DI VALORE CONVENZIONALE
MISTA SENZA PREMI DI MAGGIORANZA E SCONTI DI MINORANZA**

**INTRINSECA PER QUANTO
ATTIENE ALL'USO CORRENTE
DELLA SOCIETÀ**

**DI MERCATO IN QUANTO
COMPRESIVA DI PREMI E SCONTI
CHE INCORPORINO LE CONDIZIONI
CORRENTI DI MERCATO**

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI

DATA DI RIFERIMENTO



- 1. LA NORMA PER LE SRL FISSA LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE AL MOMENTO DELLA DICHIARAZIONE DI RECESSO E NON PRIMA DELL'ASSEMBLEA LEGITTIMANTE IL RECESSO COME PER LA SPA***
- 2. VIENE FISSATO UN TERMINE DI 180 GIORNI ENTRO I QUALI DEVE ESSERE EFFETTUATO IL RIMBORSO (O FORSE MEGLIO LA LIQUIDAZIONE) DELLA PARTECIPAZIONE***

LA STRUTTURA DELLA PERIZIA

1. Incarico, finalità e data di riferimento (eventuale dichiarazione PIV *compliant*)

Parte generale comune a tutte le perizie valutative.

2. Analisi della base informativa e giudizio di completezza ai fini valutativi. Eventuali limitazioni considerate

La data di riferimento della perizia deve coincidere con la data di dichiarazione del recesso

3. Riferimenti normativi

E' necessario un richiamo esplicito alla norma ed alle sue interpretazioni.

4. Metodologia

Devono essere indicati la configurazione di valore utilizzata ed i criteri seguiti. Se lo statuto ha derogato, è necessario dimostrare la coerenza. Estrema chiarezza nell'esplicitare le modalità di utilizzo di premi e sconti che sono solamente per riallineamento al valore di mercato.

5. Sintesi

La valutazione deve esprimere un valore di sintesi chiaramente desumibile dai risultati ottenuti da ciascuna metodica

LA VALUTAZIONE IN SEDE DI FUSIONE E SCISSIONE

LE VALUTAZIONI DI FUSIONE: QUADRO DI SINTESI

AMBITO APPLICATIVO	RIFERIMENTI NORMATIVI	REQUISITI DEL VALUTATORE	RILEVANZA ESTERNA	GRADO DI AUTONOMIA
STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO	ART. 2501 C.C. SS.	NESSUNO – LA STIMA È REDATTA DA UN ESPERTO PER CONTO DEGLI AMMINISTRATORI.	LA STIMA E' CONOSCIBILE PER I SOCI PRIMA DELL'ASSEMBLEA CHE DELIBERA LA FUSIONE	È UNA VALUTAZIONE RELATIVA DELLE DUE (O PIÙ) SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

LA FINALITÀ DELLA STIMA

IL LEGISLATORE RICHIEDE LA STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO:



***PER LA TUTELA DEI DIRITTI PATRIMONIALI DEI SOCI DI TUTTE LE
SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE AL FINE DI EVITARE INGIUSTI
ARRICCHIMENTI OD IMPOVERIMENTI.
LA VALUTAZIONE HA PERTANTO UN RUOLO DI GARANZIA.***

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI

DATA DI RIFERIMENTO



- 1. L'ART. 2501-QUATER C.C. PREVEDE CHE LA SITUAZIONE PATRIMONIALE DI FUSIONE NON POSSA ESSERE ANTECEDENTE DI PIÙ DI 120 GIORNI LA DATA DEL DEPOSITO DEL PROGETTO DI FUSIONE (O IN ALTERNATIVA IL BILANCIO SE NON È STATO CHIUSO PIÙ DI SEI MESI PRIMA).**
- 2. LA DATA DI RIFERIMENTO DEVE PERTANTO ESSERE ALMENO PARI A QUELLA DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE O SUCCESSIVA.**
- 3. EVENTI INATTESI ACCADUTI DOPO LA DATA DI RIFERIMENTO E PRIMA DELL'APPROVAZIONE DEL PROGETTO DI FUSIONE CON ALLEGATA LA RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI DI CUI ALL'ART. 2501-QUINQUIES C.C. DEVONO ESSERE CONSIDERATI AI FINI VALUTATIVI.**
- 4. EVENTI INATTESI E RILEVANTI AI FINI DELLA STIMA, ACCADUTI DOPO L'APPROVAZIONE DEL PROGETTO DI FUSIONE DEVONO ESSERE OGGETTO DI INTEGRAZIONE DELLA RELAZIONE.**

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI

LA CONFIGURAZIONE DI VALORE TRA SOCIETÀ INDIPENDENTI



1. **IL CRITERIO GUIDA E' L'OMOGENEITÀ DELLE CONFIGURAZIONI DI VALORE TRATTANDOSI DI VALUTAZIONI RELATIVE. LA CONFIGURAZIONE DOVREBBE ESSERE DI TIPO INTRINSECO (NON ESPlicitATO NEI PIV) TUTTAVIA IL PIV IV.4.2 AMMETTE ANCHE L'UTILIZZO DI DIVERSE CONFIGURAZIONI DI VALORE SE UTILE AL FINE DI GARANTIRE MAGGIORE OMOGENEITÀ.**
2. **IN PREMESSA ALLA SEZIONE IV.4 DEI PIV SI RICONOSCE CHE LA FUSIONE EQUIVALE AD UN'ACQUISIZIONE PER CARTA E DUNQUE RICONOSCE LA POSSIBILITÀ DI RICORRERE AL RAPPORTO DI CAMBIO NEGOZIATO IN LUOGO DI QUELLO TEORICO.**
3. **LO STESSO PIV RICONOSCE CHE È *"NORMALE ADOTTARE UN'IPOTESI SEMPLIFICATRICE CHE CONSENTE DI ACCRESCERE LA DIMOSTRABILITÀ DEL RISULTATO DELLA VALUTAZIONE, CHE CONSISTE NEL VALUTARE LE DUE ENTITÀ STAND ALONE, SENZA CONSIDERARE LE SINERGIE CHE SCATURIRANNO DALLA FUSIONE, SULLA BASE DEL PRESUPPOSTO CHE ALLE SINERGIE PARTECIPERANNO I SOCI DELLE DUE ENTITÀ SULLA BASE DEL VALORE CUI RINUNCIANO"*.**
4. **IL RAPPORTO DI CAMBIO NEGOZIATO NON SI POTRÀ COMUNQUE DISCOSTARE TROPPO DA QUELLO TEORICO, PENA LA POSSIBILE INCONGRUITÀ DELLA STIMA SICCHÈ RISULTA LA POSIZIONE DEI PIV PARE ASTRATTAMENTE CORRETTA MA DIFFICILMENTE APPLICABILE.**

GLI ELEMENTI FONDAMENTALI

PROBLEMI APPLICATIVI

1. SONO ESCLUSE DAL DENOMINATORE DEL RAPPORTO LE AZIONI PROPRIE POSSEDUTE DALLE SOCIETÀ PARTECIPANTI.
2. ATTENZIONE ALL'USO DEI DECIMALI CHE POSSONO ALTERARE IL RAPPORTO DI CAMBIO IN TERMINI DI AZIONI/QUOTE DA EMETTERE.
3. IN CASO DI UTILIZZO DI MOLTEPLICI METODICHE LA RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI DEVE CHIARIRE IN MODO NON AMBIGUO COME SI PERVIENE AL RAPPORTO DI CAMBIO.
4. PREMI DI MAGGIORANZA E SCONTI DI MINORANZA NON SONO APPLICABILI, SALVO CHE ESISTA GIÀ UN RAPPORTO PARTECIPATIVO PRECEDENTE (NON INDIPENDENZA).
5. SONO APPLICABILI GLI SCONTI PER ILLIQUIDITÀ PER ESIGENZE DI OMOGENEITÀ (ES. FUSIONE TRA UNA SOCIETÀ QUOTATA E UNA NON QUOTATA).

IL PARERE DI CONGRUITÀ AI SENSI DELL'ART. 2501-SEXIES C.C.

L'ART. 2501-SEXIES C.C. PREVEDE CHE UNO O PIÙ ESPERTI DOTATI DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 2409-BIS C.C. SI DEBBANO ESPRIMERE SUL RAPPORTO DI CAMBIO STIMATO DAGLI AMMINISTRATORI



IL PARERE È NECESSARIO MA NON VINCOLANTE (ED ANCHE DEROGABILE CON IL CONSENSO UNANIME DEI SOCI) E CONTIENE



LE INDICAZIONI CIRCA IL METODO/I SEGUITO/I PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO



LE EVENTUALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE



UN PARERE SULL'ADEGUATEZZA DEL METODO/I SEGUITO/I E DELL'IMPORTANZA RELATIVA ATTRIBUITA A CIASCUNO DI ESSI

IL CONTENUTO MINIMO DEL PARERE DI CONGRUITÀ

1

DESCRIZIONE DELLA FUSIONE PER COME È RIPORTATA NEI DOCUMENTI DELLA SOCIETÀ, RICHIAMO DELL'IMPIANTO NORMATIVO E DELLE FINALITÀ DEL PARERE

2

PRESENTAZIONE SINTETICA DELLA BASE INFORMATIVA, DEI METODI UTILIZZATI, DELLE DIFFICOLTÀ VALUTATIVE E DEI RISULTATI OTTENUTI. L'ESPERTO DELINEA LE MODALITÀ ATTRAVERSO LE QUALI SI PERVIENE AL RAPPORTO DI CAMBIO PRESCELTO IN IPOTESI DI UTILIZZO DI PIÙ METODI CHE PORTANO A RISULTATI DIVERSI

3

ANALISI DELLE MODALITÀ DI APPLICAZIONE DEI METODI AD ESEMPIO DELLE i) IPOTESI DI SVILUPPO AZIENDALE NELLE VALUTAZIONI DCF, ii) LA SOSTENIBILITÀ DELLE IPOTESI DI VALORIZZAZIONE DELL'ATTIVO iii) LA COMPARABILITÀ DEL CAMPIONE DELLE SOCIETÀ UTILIZZATE PER TRARRE I MULTIPLI

4

DESCRIZIONE DELL'ATTIVITÀ DI VERIFICA SVOLTA INERENTE LA CORRETTEZZA DEI DATI, DEI PARAMETRI UTILIZZATI E DELLE ELABORAZIONI SVOLTE.

5

CONSIDERAZIONI IN MERITO ALL'ADEGUATEZZA DEI METODI CON RIFERIMENTO ALLE SPECIFICITÀ DELLA FUSIONE, TENUTO CONTO DELLE DIFFICOLTÀ VALUTATIVA

6

GIUDIZIO FINALE DI CONGRUITÀ/NON CONGRUITÀ

IL PARERE DEL COLLEGIO SINDACALE SECONDO I PIV

IL PIV III.1.6 SOSTIENE CHE ESSO “COSTITUISCE UN PARERE DI METODO (CONGRUITÀ FUNZIONALE) FINALIZZATO AD ESPRIMERE UN GIUDIZIO DI RAGIONEVOLEZZA E NON ARBITRARIETÀ DEI CRITERI E DELLE METODOLOGIE SULLA BASE DELLE QUALI GLI AMMINISTRATORI E I LORO CONSULENTI SI SONO BASATI PER DETERMINARE IL RAPPORTO DI CAMBIO. UN PARERE DI CONGRUITÀ RICHIESTO AI REVISORI AI SENSI DI LEGGE NON COSTITUISCE PERTANTO UNA VALUTAZIONE”.

E POI CHE LA RATIO DEL PARERE DEVE FORNIRE: “IDONEE INFORMAZIONI CIRCA I METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI E LE DIFFICOLTÀ DA ESSI INCONTRATE”.