

Fusione e scissione di società, aspetti normativi e problemi di valutazione

25 Gennaio 2017

Angelo Fiori

SOMMARIO

1. Premessa
2. Quadro normativo
 - 2.1. La fusione
 - 2.2. La scissione
3. Alcuni aspetti procedurali
 - 3.1. La situazione patrimoniale infrannuale
 - 3.2. La relazione dell'organo amministrativo
 - 3.3. La valutazione delle società partecipanti alla fusione
 - 3.4. Una rassegna dei metodi di valutazione disponibili
4. Il rapporto di (con)cambio
5. La figura dell'esperto e la sua funzione
6. La relazione dell'esperto

1. Premessa

La fusione è l'operazione con la quale **due o più società** si **concentrano** in una sola. La disciplina della fusione è contenuta negli articoli da 2501 a 2504 quinquies del codice civile. Una **regolamentazione aggiuntiva** specifica è prevista per la fusione di imprese bancarie (artt. 31, 36 e 57 del TUBC – Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) e per le imprese assicuratrici (artt. 88 ss testo unico assicurazioni private): In questo articolo non mi occuperò tuttavia delle norme aggiuntive dettate per i settori bancario e assicurativo.

La fusione può avvenire con due modalità: (a) **fusione per unione**, ovvero costituzione di una nuova società (cd newco); (b) **fusione per incorporazione**, cioè assorbimento in una società di una o più altre. La fusione può avvenire fra società dello stesso tipo (**fusione omogenea**), ovvero fra società di tipo diverso (**fusione eterogenea**).

La **scissione** viene prevista dall'articolo 2506 del codice civile, articolo che ne prevede gli effetti; esso recita: “con la scissione una società assegna l'intero suo patrimonio a più società, preesistenti o di nuova costituzione, o parte del suo patrimonio, in tal caso anche ad una sola società, e le relative azioni o quote ai suoi soci”. La scissione può quindi essere definita come il frazionamento di una società in più parti, destinate ad essere inglobate in una o più altre società

2. Quadro normativo

2.1 La fusione

Con la fusione, sia per unione che per incorporazione di fatto avviene la **estinzione delle società fuse** o

incorporate, la **successione dell'incorporante** nei beni, nei diritti e negli obblighi già in capo all'incorporata e il loro passaggio ad un altro soggetto: l'incorporante ovvero un nuovo soggetto, cui vengono a far capo tutte le situazioni giuridiche delle società partecipanti alla fusione. Recita infatti l'articolo 2504 bis. "La società che risulta dalla fusione, o quella incorporante, assumono i diritti e gli obblighi delle società estinte". Ai soci delle società che si fondono vengono assegnate azioni, o quote, dell'incorporante, ovvero della nuova società.

La fusione può essere effettuata anche in società che abbiano in corso **procedure concorsuali**. La fusione può essere effettuata anche fra **società in liquidazione**, purché non abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo, ciò ad evidente salvaguardia del patrimonio da assegnare ai soci.

Se la fusione è eterogenea, cioè fra società di differente natura giuridica (ad esempio fra una società di persone e una società di capitali) si applicano anche le norme relative alla trasformazione societaria eterogenea (art. 2500 septies e segg. cod. civile). La fusione (o scissione) tra soggetti diversi è ammessa nella misura in cui è ammessa la relativa trasformazione (Massime collegio notarile di Milano).

La fusione per incorporazione può essere **diretta** quando la partecipante incorpora la partecipata, **inversa** quando la partecipata incorpora la partecipante

La fusione comporta sempre, in modo più o meno accentuato, **crecita dimensionale** dei soggetti coinvolti, modifiche di natura organizzativa, patrimoniale / finanziaria e cambiamenti nelle caratteristiche e modalità di svolgimento della gestione, influenzando piani e programmi aziendali sia a breve che a medio –lungo termine.

Le motivazioni alla fusione sono molteplici e possono ascrivere alle seguenti categorie:

- **Motivi produttivi** – Migliore utilizzo e sfruttamento degli impianti e delle attrezzature, incremento ed integrazione delle capacità produttive dei diversi impianti, integrazione di fasi produttive consecutive
- **Motivi tecnologici** – Acquisizione di brevetti, licenze, segreti di fabbricazione e know how
- **Motivi logistici** – Ottimizzazione del processo distributivo (trasporto, magazzinaggio, ecc)
- **Motivi commerciali** – Riduzione della concorrenza, ampliamento delle quote di mercato
- **Ampliamento ed integrazione della gamma di prodotti** – Miglioramento della posizione contrattuale sia sul fronte degli acquisti che delle vendite (conseguimento di economie di scala)
- **Motivi amministrativi** – Riduzione dei costi amministrativi – Possibilità di compensare gli eventuali squilibri esistenti nelle strutture delle imprese che procedono alla fusione
- **Operazioni straordinarie** (ad esempio operazioni di leveraged buy out)
- **Strategie di uscita** da situazioni di crisi
- Motivazioni di **carattere fiscale**

Il processo di fusione può essere articolato in una **fase preparatoria** in cui vengono predisposti tutta una serie di documenti, avendo presente l'art 2502 cod. civile che recita: "la fusione è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante l'approvazione del relativo progetto"; i **documenti da predisporre** riguardano: (a) Il progetto di fusione (art. 2501 ter cod. civile); (b) la situazione patrimoniale delle società partecipanti alla fusione (art. 2501 quater cod. civile); (c) la relazione dell'organo amministrativo (art. 2501 quinquies cod. civile); (d) la relazione degli esperti (art. 2501 sexies cod. civile). Il progetto di fusione è unico per tutte le società partecipanti alla fusione, deve essere depositato e iscritto al registro delle imprese almeno 30 gg. prima delle assemblee straordinarie. Il deposito riguarda anche la relazione dell'organo amministrativo, la relazione degli esperti, la situazione patrimoniale redatta dall'organo amministrativo, gli ultimi 3 bilanci approvati completi della relativa informativa accompagnatoria. In alternativa al deposito è ammessa la pubblicazione sul sito internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito,

l'autenticità dei documenti, la certezza della data di pubblicazione.

Il progetto di fusione, di cui all'articolo 2501 ter cod. civile, deve **contenere**: (a) il tipo, la denominazione, la sede della società partecipanti alla fusione; (b) l'atto costitutivo della società risultante dalla fusione o di quella incorporante; (c) il rapporto di (con)cambio delle azioni o quote delle società partecipanti alla fusione, nonché l'eventuale conguaglio in denaro; (d) le modalità di assegnazione delle azioni o quote della società risultante dalla fusione; (e) la data dalla quale tali azioni o quote parteciperanno agli utili, (f) la data a partire dalla quale le transazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate a bilancio della società risultante dalla fusione; (g) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci o possessori di titoli diversi dalle azioni (esempio warrant); (h) i vantaggi eventualmente proposti a favore degli amministratori delle società partecipanti alla fusione

La **situazione patrimoniale** redatta dagli amministratori deve essere riferita ad una data non anteriore a 120 gg. rispetto alla data in cui il progetto di fusione è depositato; il bilancio di esercizio può andare bene se non è oltre 6 mesi.

Circa l'eventuale opposizione dei creditori, l'articolo 2503 assegna loro 60 gg. di tempo (salvo alcune eccezioni), dall'iscrizione nel registro delle imprese.

Uno o più esperti (nominati dal presidente del Tribunale se Spa o Sapa, scelti fra le società di revisione se società quotata), per ciascuna delle società partecipanti alla fusione, devono redigere una **relazione sulla congruità del rapporto di cambio**. La relazione deve indicare: (a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio, la loro importanza relativa ed i valori risultanti, (b) eventuali difficoltà di valutazione, (c) un parere sull'adeguatezza del o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

È inoltre obbligo in caso di trasferimento d'azienda, quindi anche di fusione che comporta il trasferimento, di informare le rappresentanze sindacali.

La fase preparatoria include infine le **delibere di fusione** assunte dalle assemblee straordinarie di ciascuna delle società partecipanti alla fusione; la delibera di fusione può apportare solo modifiche che non comportino modifiche dei diritti dei soci o dei terzi

L'atto di fusione deve essere stipulato per **atto pubblico** (art. 2504 cod. civile) dai rappresentanti legali delle società partecipanti alla fusione: L'atto va **depositato** presso **l'ufficio del registro** delle imprese entro 30 gg. dalla stipulazione; la fusione ha effetto decorsi 60 gg. dall'iscrizione nel registro delle imprese, a tutela dei creditori sociali. La società che risulta dalla fusione, o quella incorporante, assumono i diritti e gli obblighi delle società estinte

È possibile la **postdatazione** degli **effetti** solo per la fusione per **incorporazione**; è **possibile** la **retrodatazione**, ma solo con riferimento ai **seguenti effetti** della fusione: (a) per determinare la data dalla quale le azioni o quote della società incorporata partecipano agli utili; (b) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio dell'incorporante o della società risultante dalla fusione. Non è possibile comunque retrodatare oltre il limite della chiusura dell'esercizio più recente e dell'esercizio precedente

Esistono **procedure semplificate** previste per incorporazione di società **interamente possedute** (art. 2505 cod. civile) e **possedute al 90%** (art. 2505 bis cod. civile), salvo il caso di fusione in caso di **indebitamento** (cd **leveraged buy out**) in cui non sono applicabili le procedure semplificate

Al contrario è prevista una **procedura più complessa** nei casi di fusione fra società, in cui una delle quali abbia contratto debiti (caso di **indebitamento**) per acquisire il **controllo** dell'altra, quando per effetto della

fusione, il **patrimonio** di quest'ultima viene a costituire **garanzia** o fonte di rimborso di detti debiti (leveraged buy out). In tal caso il progetto di fusione deve indicare le **risorse finanziarie** previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. Inoltre la relazione dell'organo amministrativo deve indicare le **ragioni** che **giustificano** l'operazione e deve contenere un piano economico finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si vogliono raggiungere. Infine la **relazione** degli **esperti attesta** la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione e infine al progetto di fusione va allegata la relazione del soggetto incaricato della revisione legale della società obiettivo o della società acquirente.

Sul **piano fiscale** l'operazione di fusione appare **neutra** per quanto concerne le imposte dirette (art. 172 TUIR); infatti le stesse non costituiscono né realizzo, né distribuzione delle plusvalenze emerse dai beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative al magazzino e all'avviamento; non è quindi fiscalmente rilevante l'eventuale ammortamento dell'avviamento stesso. Si rammenta tuttavia che le operazioni di fusione sono comprese fra le operazioni **potenzialmente elusive** d'imposta; esse potrebbero infatti essere utilizzate in sostituzione di altre operazioni fiscalmente rilevanti (esempio conferimenti o cessioni). Il comma 5 dell'articolo 172 tratta infine delle riserve considerate in sospensione d'imposta. Il comma 7 dell'articolo 172 consente il riporto delle perdite in capo a tutte le società partecipanti alla fusione (inclusa l'incorporante) purché le stesse siano "operative". Il comma 8 infine precisa che il reddito conseguito tra l'inizio del periodo d'imposta e la data in cui ha effetto la fusione costituisce reddito tassabile soggetto ad una specifica dichiarazione dei redditi

2.2 La scissione

L'operazione di scissione è stato introdotto nella legislazione italiana, attraverso gli articoli 2506 e seguenti del codice civile, con il recepimento della VI direttiva comunitaria. La scissione parziale **si distingue** dalla cessione d'azienda, in quanto i soci della società scissa ricevono azioni, invece di denaro.

La scissione **si distingue** dal conferimento in quanto le azioni o quote vengono assegnate ai soci e non alla società

I soggetti che intervengono nella scissione sono: (a) la società scissa, che trasferisce tutto o in parte il proprio patrimonio; (b) le società beneficiarie del trasferimento di patrimonio; (c) i soci della società scissa destinatari delle nuove azioni o quote emesse dalla società beneficiaria

La società scissa può, a seguito della scissione, attuare il proprio scioglimento senza liquidazione, ovvero continuare la propria attività.

Le **motivazioni** che possono spingere ad una **scissione** si possono così indicare:

- motivazioni di carattere organizzativo, quali decentramento delle responsabilità e delle decisioni, in alcuni casi può risolvere dissidi insanabili all'interno del gruppo proprietario
- carattere propriamente aziendale, ad esempio operare con dimensioni produttive più ridotte e quindi più specialistiche, ovvero condurre separatamente determinate linee di prodotti /servizi
- operazioni di risanamento delle imprese in crisi, mediante separazione fra le attività in perdita da dismettere e attività redditizie,
- ristrutturazioni finanziarie con conseguente migliore accesso al credito ovvero migliore equilibrio fra impieghi e fonti dei finanziamenti
- facilitare operazioni di vendita di determinati rami aziendali e/o di business
- motivazioni fiscali, ad esempio per consentire rivalutazioni dei cespiti consentite dalla legge

La scissione si svolge con **procedure legali simili** a quelle previste per la **fusione**, in particolare si applicano: (a) Articolo 2501 ter comma 1 – Contenuto del progetto di fusione; (b) Articolo 2501 quater –

Situazione patrimoniale; (c) Articolo 2501 sexies – Relazione degli esperti, salvo il caso in cui la scissione avviene con la costituzione di una o più nuove società e sia previsto un criterio proporzionale di attribuzione delle quote o azioni ; (d) Articolo 2501 quinquies – Relazione dell’organo amministrativo, salvo il caso in cui la scissione avviene con la costituzione di una o più nuove società e sia previsto un criterio di attribuzione proporzionale delle quote o azioni; (e) Articolo 2501 septies – Deposito di atti; (f) Art 2502 – Decisione in ordine alla fusione; (g) Articolo 2502 bis – Deposito e iscrizione della decisione di fusione; (h) Articolo 2503 – Opposizione dei creditori; (i) Articolo 2503 bis – Obbligazioni; (l) Articolo 2504 – Atto di fusione; (m) Articolo 2504 ter – Divieto di assegnazione di azioni o quote; (n) Articolo 2504 quater – Invalidità della fusione; (o) Articolo 2505 – Incorporazione di società interamente possedute, limitatamente al comma 1 e 2; (p) Articolo 2505 bis – Incorporazione di società possedute al 90%; (q) Articolo 2505 ter – Effetti della pubblicazione degli atti del procedimento di fusione nel registro delle imprese. Infine qualora la scissione avvenga mediante aumento di capitale con conferimento di beni in natura o di crediti, bisogna effettuare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale, prevista dall’articolo 2343 del codice civile.

3. Alcuni aspetti procedurali

3.1 La situazione patrimoniale infrannuale

Come anticipato in un precedente paragrafo, gli amministratori delle società interessate alla fusione devono presentare una **situazione patrimoniale**, la quale deve essere riferita ad una data non anteriore a 120 gg. rispetto alla data in cui il progetto di fusione è depositato; il bilancio di esercizio può sostituirla se non è oltre 6 mesi.

Per la definizione della situazione patrimoniale dobbiamo fare riferimento **all’OIC 4** Fusione e scissione e **OIC 30** I bilanci intermedi

La situazione patrimoniale in oggetto va compilata con **l’osservanza delle norme sul bilancio di esercizio** (cod. civile art. 2423 e segg.). La sua funzione è quella di **informare creditori e terzi** sull’aggiornamento dei saldi di bilancio; essa non viene utilizzata per determinare il rapporto di cambio.

Secondo la prevalente dottrina esso **si compone di** stato patrimoniale e conto economico, in quanto consente di comprendere le variazioni patrimoniali seguenti all’ultimo bilancio approvato; nel silenzio del legislatore si ritiene che debba essere compilata anche la nota integrativa, pur se con un contenuto più snello rispetto a quelle compilate per il bilancio di esercizio. Il **contenuto minimo della nota integrativa** è contenuta nel paragrafo 3.5 dell’OIC 30

1. **descrizione dei principi e criteri di valutazione**, eventualmente tramite rinvio al precedente bilancio di esercizio, menzionando, ove nel caso, che non si è proceduto a calcolare il carico fiscale limitandosi ad esporre il saldo di conto economico al lordo delle imposte;
2. nel caso di **cambiamento di principi contabili**, descrizione del nuovo principio e dell’effetto del cambiamento;
3. descrizione di **effetti significativi** sull’utile (lordo o netto imposte) dovuti a **stagionalità** o a fatti rilevanti di natura non ricorrente;
4. eventuali **voci di bilancio stimate**, per le quali è possibile che la stima di fine anno possa divergere da quella effettuata nel bilancio intermedio nei casi in cui le informazioni si renderanno disponibili solo a fine anno (esempio premi clienti o fornitori maturabili a fine anno);
5. **eventi successivi** alla data di stesura, di rilievo;
6. principali **impegni e passività potenziali** ed evoluzione delle stesse rispetto ai precedenti periodi;
7. **effetti di operazioni straordinarie**, quali fusioni, scissioni o scorpori;

8. **variazioni** nelle componenti del **patrimonio netto**;
9. il criterio di calcolo delle **imposte anticipate** relative a perdite fiscali pregresse non riconosciute in precedenza:
10. nel caso di **bilanci consolidati**:
 - a. composizione dell'area di consolidamento, eventualmente tramite rinvio a quanto indicato sul precedente bilancio consolidato approvato
 - b. effetti delle eventuali variazioni significative nell'area di consolidamento
11. **ogni altra informazione** ritenute rilevante e/o richiesta dalle autorità competenti

3.2. La relazione dell'organo amministrativo

La relazione dell'organo amministrativo, **comune per incorporante e incorporata**, ha lo scopo di indicare e spiegare tutti gli aspetti tecnico-giuridici dell'operazione di fusione e la consistenza effettiva delle società partecipanti alla fusione e conseguentemente il rapporto di concambio.

Essa ha una **funzione di tipo informativo** e si presenta come un atto documentale a disposizione dei soci e dei terzi interessati alla fusione. La fusione si presenta infatti come un'operazione non esente da rischi, pertanto il progetto di fusione e la situazione patrimoniale predisposti possono non essere sufficienti; da qui la funzione della relazione dell'organo amministrativo, che può pertanto integrare il quadro informativo con dati e spiegazioni supplementari

In particolare la relazione deve **contenere informazioni**:

- di **tipo giuridico e procedurale**: riguardanti gli aspetti operativi, la tempistica, etc; inoltre dovranno essere spiegate le implicazioni della fusione rispetto ai diritti dei soci; eventuali conseguenze se attraverso la fusione venga a modificarsi la tipologia societaria (fusione eterogenea)
- di **carattere economico**: connesse a considerazioni sull'opportunità ed i vantaggi economici e gestionali connessi all'operazione, nonché gli eventuali svantaggi; in particolare l'organo amministrativo deve dimostrare che l'operazione di fusione risponde all'interesse dell'azienda e creare vantaggi:
 - sul **piano produttivo e organizzativo**, può essere infatti uno strumento di riorganizzazione della struttura produttiva e/o di massimizzazione della logistica
 - sul **piano commerciale**, come strumento per posizionare meglio l'impresa sul mercato, agendo su clientela, prezzi, tipologia di prodotti
 - sul **piano finanziario**, con possibilità di aumentare la capacità di autofinanziamento, ovvero con un più agevole accesso al credito
- relative al **rapporto di cambio**: considerazioni in merito ai criteri di valutazione utilizzati per individuare i capitali economici delle società partecipanti alla fusione e la loro influenza sul rapporto di (con)cambio; il rapporto di cambio in se non è infatti solamente un'espressione numerica, occorre pertanto descrivere gli aspetti più sostanziali e tecnici nel rapporto medesimo, considerando che la scelta dei criteri di valutazione dei capitali economici si presta ad una certa dose di discrezionalità

3.3 La valutazione delle società partecipanti alla fusione

I PIV (par IV.4) distinguono le fusioni fra: (a) operazioni fra soggetti indipendenti, in questo caso si tratta di uno **scambio negoziato**, (b) operazioni fra soggetti non indipendenti con **scambio non negoziato**.

Nelle operazioni fra **soggetti indipendenti (scambio negoziato)** le fusioni vengono assimilate, sul piano logico valutativo, alle acquisizioni e cessioni d'azienda (Par IV.1). In tutti questi casi l'esperto deve valutare il valore dell'asset acquisito o fuso attraverso la valutazione del bene generato o modificato a seguito dell'acquisizione-fusione. In altri termini la valutazione deve contenere le sinergie e i vantaggi conseguiti dai soggetti partecipanti alla cessione-fusione

Il valore di vendita-fusione è composto pertanto dai seguenti aspetti; i diversi aspetti possono richiedere **differenti approcci valutativi** e quindi differenti criteri di valutazione:

- Il valore “**stand alone**” dell'azienda”
- Il valore delle **efficienze conseguibili** dall'operazione
- Il valore di **sinergie attese** a seguito dell'operazione, che possono essere divisibili ovvero indivisibili

Tipicamente le operazioni di acquisizione-fusione sono motivate dalle aspettative di ottenere migliori risultati al conseguimento dell'operazione stessa, aspettative causate da: (a) raggiungimento di maggiori dimensioni e potere di mercato, (b) espansione internazionale dell'attività, (c) sfruttamento di specifici asset e competenze acquisiti con l'operazione; (d) diversificazione nella gamma dei prodotti/servizi offerti alla clientela, (e) miglioramento dello standing creditizio e della capacità d'indebitamento, (f) modificazione dei profili di rischio aziendale, attraverso integrazioni verticali o orizzontali

Considerando il loro carattere potenziale, la valorizzazione delle sinergie dovrebbe basarsi su fattori analiticamente determinabili e controllabili. Ciò al fine di evitare il rischio di una sopravvalutazione

Nelle operazioni fra **soggetti non indipendenti (scambio non negoziato)**, è normale utilizzare un'ipotesi semplificatrice, che consente di valutare le due entità “**stand alone**”, senza considerare le sinergie che scaturiranno dalla fusione, nel presupposto che alle sinergie parteciperanno i soci delle due entità sulla base del valore cui rinunciano

Sia nel caso di scambi negoziati che non negoziati, la determinazione del concambio non può fondarsi su criteri meramente comparativi, ma si deve sempre effettuare una valutazione assoluta, separata delle due entità partecipanti alla fusione

È inoltre importante che le stime ai fini della determinazione del rapporto di (con)cambio siano effettuate con **criteri omogenei**. Omogeneità non significa applicazione degli stessi criteri di valutazione (ad esempio quando le due società appartengono a settori diversi) , ma omogeneo apprezzamento delle fonti di reddito e di rischio.

È possibile utilizzare **più di un criterio** di valutazione, purché i valori risultanti **non siano troppo dispersi** fra di loro; utilizzare una semplice media aritmetica di valori molto dispersi non è una pratica consigliabile

Nella stima dei valori assoluti delle due entità bisogna considerare **valori in atto e non valori potenziali**.

Il **valore in atto** non è una configurazione di valore, ma un attributo di valore che tiene conto dei benefici economici dell'azienda da valutare che già si stanno manifestando, o che potranno manifestarsi per effetto di azioni già intraprese e che si fonda su una base ragionevolmente obiettiva di riscontri ed ipotesi. Ugualmente il **valore potenziale** non è una configurazione di valore, ma un attributo di valore che consente di estrinsecare i benefici futuri considerati; il valore potenziale considera ipotesi speciali e condizioni ipotetiche.

Nel caso di valutazione di **azioni con categorie diverse**, la valutazione del rapporto di concambio deve fondarsi sulla valutazione assoluta di ciascuna azione. Il par III.8 dei PIV esamina tutta la problematica della valutazione delle diverse categorie di azioni e di diritti azionari

Il par **III.8** dei **PIV** sviluppa inoltre le argomentazioni della **valutazione** del **titolo azionario** che risultano pertanto applicabili alle valutazioni effettuate per il calcolo del (con)cambio.

Le configurazioni di valore, indicate dai **PIV** in tale caso sono:

- a. **valore intrinseco o fondamentale**; esso esprime l'apprezzamento che qualsiasi soggetto, operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa, dovrebbe formulare alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei rispettivi rischi; sotto questa configurazione di valore possiamo indicare molti metodi di valutazione: metodo patrimoniale semplice e complesso, metodo reddituale, metodi misti patrimoniale - reddituale, metodo DCF (vedi successivo paragrafo)
- b. **valore di mercato**, questo è il prezzo più probabile al quale l'azione potrebbe essere negoziata alla data di riferimento, in un mercato ordinato e trasparente fra soggetti che operano in modo razionale, senza essere sottoposti a particolari pressioni; sotto questa configurazione possiamo comprendere i metodi basati sui multipli (vedi successivo paragrafo) e i metodi che si richiamano alle quotazioni di borsa
- c. **valore convenzionale** (tipicamente valori ai fine del bilancio); un valore convenzionale discende dall'applicazione di speciali criteri che sono fissati per la sua determinazione, la correttezza di tale valore discende unicamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi; sebbene indicata dai **PIV**, ritengo questa fattispecie raramente applicabile al caso di fusioni o cessioni
- d. **valore di smobilizzo**; lo smobilizzo è l'operazione attraverso la quale i valori mobiliari vengono trasformati in valori liquidi in un tempo più breve del normale, detto valore è quindi influenzato dalla necessità di trasformare il bene in liquidità in tempi brevi; sebbene indicata dai **PIV** ritengo questa fattispecie raramente applicabile al caso di fusioni, salvo il caso di fusioni per aziende soggette a procedure concorsuali.

3.4 Una rassegna dei metodi di valutazione disponibili

Di seguito viene effettuata una **sintetica carrellata** dei principali metodi di valutazione, indicati dalla tecnica e di comune utilizzo.

Metodo patrimoniale semplice. Esso consiste nella valutazione dei singoli componenti dell'attivo e del passivo desumibili dai bilancio di esercizio, rettificato in aumento o diminuzione in funzione di eventuali differenze riscontrabili fra valori iscritti a bilancio e eventuali diversi valori applicabili per il fine della valutazione della società, che possono originare **plus ovvero minusvalenze**. Il valore risultante è denominato patrimonio netto rettificato.

Metodo patrimoniale complesso. Esso prevede che al patrimonio netto rettificato, ottenuto con il metodo patrimoniale semplice, venga aggiunto il valore dei **beni immateriali** non contabilizzati a bilancio, quali: marchi, brevetti, costi di ricerca e sviluppo, avviamento, concessioni o licenze.

Le valutazioni di tipo patrimoniale sono indicate e sviluppate nei **PIV** al **Par. III.1.28 e seguenti**.

Metodo reddituale. Il modello reddituale si basa su una **previsione** dei **flussi reddituali** attesi attualizzata ad un tasso coerente con i flussi prescelti, eventualmente con un determinato fattore di crescita stimato. Per effettuare il relativo conteggio occorre normalizzare i redditi passati, depurandoli da elementi anomali o straordinari e effettuare stime sui possibili redditi futuri. L'orizzonte temporale di sviluppo dei redditi può essere all'infinito, ovvero per un determinato arco di anni

Le valutazioni reddituali sono indicate e sviluppate nei **PIV** al **Par. III.1.31 e seguenti**.

Metodi complessi o **misti reddituali - patrimoniali**. Trattasi del metodo UEC complesso, che unisce le caratteristiche del metodo patrimoniale e del metodo reddituale, **bilanciando** così l'aspetto patrimoniale con quello reddituale dell'azienda da valutare. La parte reddituale è basata sull'attualizzazione di sovra

redditi rispetto a paralleli investimenti effettuati in assenza di rischio

Il metodo misto patrimoniale- reddituale viene indicato dai **PIV** al **Par. III.1.33**, assieme al altri metodi (EVA e Residual income method) che esplicitano la creazione di valore

Metodi finanziari basati sui flussi di cassa (cd **metodi DCF** discounted cash flow). Tali metodi si basano sulla previsione dei flussi di cassa originati dalla gestione aziendale opportunamente attualizzati. In questo caso bisogna pertanto disporre non solo di previsioni sui redditi **futuri** conseguibili, ma anche sui futuri andamenti patrimoniali e finanziari e conseguentemente sui relativi flussi di cassa aziendali. I flussi di cassa futuri vengono normalmente attualizzati in **due tranches**: la prima lungo un arco temporale che può variare da 3 a 5 anni, una seconda parte (il cd **terminal value**) su un arco temporale molto più lungo, ovvero all'infinito.

Il metodo DCF viene indicato dai PIV, assieme al metodo DDM (Dividend Discount Model), al **Par.III.1.35** e seguenti.

Per un approfondimento sul metodo DCF vedasi il mio articolo <http://www.angelifiori.it/la-valutazione-con-il-metodo-dcf-schema-di-riferimento/>

I metodi basati sui **multipli** forniscono valutazioni di tipo relativo, nel senso che hanno l'obiettivo di determinare il valore di un'azienda tramite l'utilizzo di prezzi, che comunque fanno riferimento al **mercato**, di aziende simili. Essi si basano sulla applicazione di **indici**, detti multipli, provenienti da operazioni e situazioni di aziende comparabili. Lo scopo è quello di sviluppare rapporti che legano il prezzo di mercato delle aziende ai multipli o indici individuati. Possono essere utilizzati: (a) **multipli di società comparabili** (market o trading multiples); (b) **multipli di transazioni comparabili** (deal o acquisition multiples). Gli indici o multipli più comunemente usati sono EV/Ebit, EV/Ebitda, EV/Sales, Price/Book value, Price/Earning.

I metodi che si richiamano ai multipli, vengo chiamate dai **PIV** "valutazioni comparative di mercato" e sono sviluppate al **Par. III.1.38** e seguenti.

Per un approfondimento relativamente ai metodi basati sui multipli, vedasi il mio articolo <http://www.angelifiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli/>

Occorre infine precisare che le valutazioni effettuate con il metodo DCF e con i metodi basati sui multipli è possibile operare in un'ottica "**asset side**" ovvero "**equity side**". Con la prospettiva asset side si stima il valore dell'azienda (Equity) in modo indiretto, valutando prima il capitale operativo dell'azienda e detraendo da esso la posizione finanziaria netta, cioè la **cd leva finanziaria** utilizzata per svolgere l'attività aziendale. Con la prospettiva Equity side invece si stima il valore dell'azienda (Equity) in modo diretto. Per un approfondimento vedasi l'articolo <http://www.angelifiori.it/la-prospettiva-di-valutazione-dazienda-approccio-asset-side-o-equity-side/>.

Spesso vengono utilizzati **più metodi di valutazione**, procedendo poi ad una **sintesi ragionata** dei risultati raggiunti. I **PIV** al **Par. III.1.42** precisano; che la sintesi deve essere razionale; pertanto vanno evitati ad esempio l'applicazione di medie a valori molto dispersi fra di loro, ovvero la presentazione di intervalli di valore troppo grandi, tali da lasciare ampi margini di discrezionalità

Spesso vengono sviluppate analisi di sensitività, al fine di comprendere come si muovono i risultati della valutazione, al modificarsi delle diverse variabili utilizzate. Per un approfondimento vedasi l'articolo: <http://www.angelifiori.it/analisi-sensitivita-per-le-valutazioni-dazienda/>

4. Il rapporto di (con)cambio

Nelle procedure di fusione, la determinazione del rapporto di (con)cambio rappresenta il **momento centrale** dell'intera **operazione**.

Il rapporto di (con)cambio mira in sostanza a determinare la quantità di azioni dell'incorporante, o della società risultante dalla fusione, che deve essere riconosciuto all'incorporata, o alle società partecipanti alla fusione, in cambio delle vecchie azioni possedute.

Nella determinazione del rapporto di cambio è **necessario che**:

1. il **calcolo analitico** sia sempre **dimostrabile, obiettivo e affidabile**
2. i criteri adottati nella stima del valore delle società coinvolte siano **omogenei** dal punto di vista delle “**assumptions**” di base adottate
3. le “**assumptions**” alla base delle stime siano sempre **affidabili e credibili**, considerando che la non affidabilità dei dati di input comporta inaffidabilità dei dati di output, indipendentemente dalla bontà del modello di valutazione adottato
4. i modelli di stima utilizzati siano affidabili
 - a. si consideri che i metodi patrimoniali e **reddituati** risultano in linea di massima applicabili nelle circostanze, da soli o in abbinata fra loro, di contro i **metodi finanziari** (ad esempio il metodo DCF) vanno esaminati con maggiore senso critico in quanto costruiti più su valori prospettici che su valori storici e richiedono un non facile confronto delle relative assumptions; i metodi basati sui multipli risultano poco efficienti in quanto risentono delle difficoltà di reperire entità comparabile della scarsa efficienza del mercato
 - b. è possibile l'applicazione di **più metodi** di valutazione, nell'ambito di un processo valutativo che deve risultare obiettivo dimostrabile e affidabile; l'applicazione di più metodi comporta quindi l'adozione di metodologie di accorpamento dei valori attraverso l'**utilizzo di medie**, medie che hanno tanto più significato quando i valori risultanti dalle diverse valutazioni non siano significativamente fra loro dissimili
5. in presenza di **differenti categorie** di **azioni**, siano calcolati tanti concambi quante sono le categorie presenti, basta considerare la possibile esistenza di obbligazioni convertibili, azioni con diverse diritti a favore degli azionisti, warrant, etc
6. se il numero delle azioni possedute dai soci delle società partecipanti alla fusione **non risultano multipli** del denominatore del rapporto di cambio definito, allora il numero teorico delle azioni spettanti ai soci non risulta un numero intero e sono possibili **conguagli in denaro**.

5. La figura dell'esperto e la sua funzione

L'**articolo 2501 sexies** del codice civile recita che uno o più **esperti**, per ciascuna delle società partecipanti alla fusione, redigono una **relazione** sulla **congruità** del **rapporto di cambio** delle azioni o quote, che indichi: (a) il metodo o i metodi per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi, (b) le eventuali difficoltà di valutazione, (c) un parere sull'adeguatezza del o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

L'esperto o gli esperti sono scelti fra i soggetti di cui al 1° comma **dell'articolo 2409 bis** del codice civile (revisore legale o società di revisione iscritti nell'apposito registro gestito dal MEF), se la società risultante dalla fusione è una Spa o una Sapa, sono designati dal Tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte a vigilanza della CONSOB. In ogni caso, le società partecipanti alla fusione possono congiuntamente richiedere al tribunale la nomina di uno o più esperti comuni.

Ciascun esperto ha diritto di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le **informazioni** e i **documenti utili** e di procedere ad ogni necessaria **verifica**.

L'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alla fusione, ai loro soci ed ai terzi. Si applicano le disposizioni **dell'articolo 64 del codice di procedura civile**. L'articolo 64, che riguarda il consulente tecnico d'ufficio, evidenzia che: (a) si applicano le disposizioni del Codice penale relative ai periti, articolo 314 (peculato), 366 (rifiuto di uffici legalmente dovuti) e 373 (falsa perizia) del cod. penale, (b) il consulente tecnico che incorre in colpa grave è punito con l'arresto fino ad un anno o con l'ammenda fino a 10.329 Euro; (c) si applica l'articolo 35 del codice penale (sospensione dell'esercizio professionale); (d) in ogni caso è dovuto il risarcimento dei danni.

Agli esperti e anche affidata, in ipotesi di fusione di società di persone con società di capitali, la relazione di stima del patrimonio della società di persone a norma dell'articolo 2343 (conferimento di beni in natura)

La relazione dell'esperto non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto a ciascuna delle società partecipanti alla fusione

Sul piano tecnico-deontologico bisogna precisare che **l'esperto** nominato da Tribunale (Spa), ovvero dalle parti (srl), deve essere consapevole delle cognizioni tecniche richieste per **un'attività di alta specializzazione** quali è quella relativa alle valutazioni d'azienda. Le **competenze necessarie** si estendono infatti in numerose aree, quali: (a) le analisi strategiche di settore e d'azienda, le analisi di bilancio, (b) le previsioni economiche e finanziarie, (c) le competenze nei mercati di borsa e finanziari, (d) gli aspetti tecnico-metodologici dei procedimenti di valutazione, (e) le caratteristiche delle operazioni aziendali per le quali le stime sono necessariamente richieste.

Va da se inoltre che il perito valutatore sia legato al **segreto professionale** sui dati e informazioni di cui viene a conoscenza.

6. La relazione dell'esperto

La relazione dell'esperto deve contenere quantomeno gli aspetti di seguito indicati.

Motivo e oggetto dell'incarico

- generalità, con i relativi titoli professionali, del perito valutatore,
- estremi della la nomina del Tribunale,
- riferimenti di legge nel cui contesto viene effettuata la valutazione,
- estremi sintetici dell'operazioni di fusione sottostante.

Finalità del lavoro svolto

- obiettivi del lavoro svolto di cui la relazione rappresenta la sintesi,
- destinatari della relazione,
- limiti della relazione nell'ambito dei dettami di legge:
 - congruità del o dei metodi seguiti dall'organo amministrativo per la determinazione del rapporto di concambio,
 - parere sull'adeguatezza e sulla relativa importanza del o dei metodi seguiti per il rapporto di concambio,
 - eventuali difficoltà di valutazione,
 - ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione in merito al piano economico-finanziario, se trattasi di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (leveraged buy-out), ai sensi art. 2501 bis del cod. civile.

Documentazione prodotta e utilizzata

- progetto di fusione e relazioni degli organi amministrativi della società,
- bilanci e/o situazioni patrimoniali infrannuali (con tutta la relativa informativa di legge), eventuali bilanci

- consolidati, se applicabile,
- verbali del CdA.
 - relazioni di stima di eventuali consulenti che hanno assistito gli amministratori nelle valutazioni effettuate,
 - eventuali perizie di valutazioni immobiliari: per un approfondimento si rinvia all'articolo <http://www.angelifiori.it/le-valutazioni-immobiliari-una-panoramica-per-dottori-commercialisti/>,
 - statuti sociali pre e post fusione,
 - verbali assemblee straordinarie,
 - piani economico finanziari a supporto delle valutazioni effettuate dalla società,
 - eventuali contratti di finanziamento nel caso di operazioni leveraged buy-out,
 - relazione delle società di revisione in caso di leveraged buy-out,
 - eventuale corrispondenza, se sensibile nel contesto,
 - indicazione delle responsabilità dell'esperto nell'esame della documentazione sopra indicata.

Le società oggetto dell'operazione di fusione

- riferimenti delle società partecipanti alla fusione,
- assemblee straordinarie relative alla fusione.

Ragioni e finalità dell'operazioni di fusione

Indicazione delle ragioni e finalità dell'operazione di fusione, riprese da quando indicato dagli organi amministrativi partecipanti alla fusione nella relazione accompagnatoria alla fusione (art. 2501 quinquies cod. civile)

Il piano economico finanziario (leveraged buy out)

Indicazione e commento del piano economico finanziario, al fine di attestare la ragionevolezza delle fonti delle risorse finanziarie disponibili. Per questo aspetto si rinvia all'articolo <http://www.angelifiori.it/esame-e-analisi-critica-di-un-business-plan/>

Metodi di valutazione utilizzati dagli organi amministrativi per la determinazione del rapporto di concambio

- indicazione dettagliata dei metodi di valutazione utilizzati dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione,
- risultati delle valutazioni effettuate,
- eventuali difficoltà riscontrate dagli organi amministrativi nella valutazione,
- il rapporto di concambio.

Il lavoro svolto dall'esperto

- indicazione analitica del lavoro svolto,
- limitazioni nel lavoro svolto,
- conclusioni raggiunte,
- richiamo al materiale esaminato, contatti e incontri avuti con i responsabili delle società e con eventuali consulenti (legali, advisor periti valutativi, revisori legali).

Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

- richiamo alle finalità dell'incarico,
- risultati dell'esame critico effettuato sui processi di stima utilizzati dagli organi amministrativi delle società,
- indicazione dei passaggi più problematici delle valutazioni effettuate dagli organi amministrativi delle società,
- indicazione di eventuali analisi di sensitività con riferimento alla scelta dei parametri valutativi.

Analisi della sostenibilità finanziaria del piano

- nel solo caso di leveraged buy out,
- indicazione dell'analisi critica effettuata,
- considerazioni e risultati raggiunti dall'esperto.

Difficoltà incontrate dall'esperto nell'espletamento dell'incarico

La difficoltà possono emergere per i più svariati motivi, quali:

- indisponibilità di parte della documentazione necessaria,
- difficoltà tecnico procedurali nello sviluppo dei metodi valutativi,
- difficoltà connesse alla aleatorietà di alcune stime,
- difficoltà connesse all'utilizzo di alcuni parametri nel calcolo.

Considerazioni conclusive

- sintesi del lavoro svolto,
- espressione di un parere professionale ai sensi articolo 2501 sexies del codice civile,
- espressione di un parere professionale ai sensi articolo 2501 bis del codice civile (caso di leveraged buy-out).

SOMMARIO

1. Premessa
2. Quadro normativo
 - 2.1. La fusione
 - 2.2. La scissione
3. Alcuni aspetti procedurali
 - 3.1. La situazione patrimoniale infrannuale
 - 3.2. La relazione dell'organo amministrativo
 - 3.3. La valutazione delle società partecipanti alla fusione
 - 3.4. Una rassegna dei metodi di valutazione disponibili
4. Il rapporto di (con)cambio
5. La figura dell'esperto e la sua funzione
6. La relazione dell'esperto

1. Premessa

La fusione è l'operazione con la quale **due o più società** si **concentrano** in una sola. La disciplina della fusione è contenuta negli articoli da 2501 a 2504 quinquies del codice civile. Una **regolamentazione aggiuntiva** specifica è prevista per la fusione di imprese bancarie (artt. 31, 36 e 57 del TUBC – Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) e per le imprese assicuratrici (artt. 88 ss testo unico assicurazioni private): In questo articolo non mi occuperò tuttavia delle norme aggiuntive dettate per i settori bancario e assicurativo.

La fusione può avvenire con due modalità: (a) **fusione per unione**, ovvero costituzione di una nuova società (cd newco); (b) **fusione per incorporazione**, cioè assorbimento in una società di una o più altre. La fusione può avvenire fra società dello stesso tipo (**fusione omogenea**), ovvero fra società di tipo diverso (**fusione eterogenea**).

La **scissione** viene prevista dall'articolo 2506 del codice civile, articolo che ne prevede gli effetti; esso recita: “con la scissione una società assegna l'intero suo patrimonio a più società, preesistenti o di nuova costituzione, o parte del suo patrimonio, in tal caso anche ad una sola società, e le relative azioni o quote ai

suoi soci”. La scissione può quindi essere definita come il frazionamento di una società in più parti, destinate ad essere inglobate in una o più altre società

2. Quadro normativo

2.1 La fusione

Con la fusione, sia per unione che per incorporazione di fatto avviene la **estinzione** delle **società fuse** o incorporate, la **successione dell’incorporante** nei beni, nei diritti e negli obblighi già in capo all’incorporata e il loro passaggio ad un altro soggetto: l’incorporante ovvero un nuovo soggetto, cui vengono a far capo tutte le situazioni giuridiche delle società partecipanti alla fusione. Recita infatti l’articolo 2504 bis. “La società che risulta dalla fusione, o quella incorporante, assumono i diritti e gli obblighi delle società estinte”. Ai soci delle società che si fondono vengono assegnate azioni, o quote, dell’incorporante, ovvero della nuova società.

La fusione può essere effettuata anche in società che abbiano in corso **procedure concorsuali**. La fusione può essere effettuata anche fra **società in liquidazione**, purché non abbiano iniziato la distribuzione dell’attivo, ciò ad evidente salvaguardia del patrimonio da assegnare ai soci.

Se la fusione è eterogenea, cioè fra società di differente natura giuridica (ad esempio fra una società di persone e una società di capitali) si applicano anche le norme relative alla trasformazione societaria eterogenea (art. 2500 septies e segg. cod. civile). La fusione (o scissione) tra soggetti diversi è ammessa nella misura in cui è ammessa la relativa trasformazione (Massime collegio notarile di Milano).

La fusione per incorporazione può essere **diretta** quando la partecipante incorpora la partecipata, **inversa** quando la partecipata incorpora la partecipante

La fusione comporta sempre, in modo più o meno accentuato, **crescita dimensionale** dei soggetti coinvolti, modifiche di natura organizzativa, patrimoniale / finanziaria e cambiamenti nelle caratteristiche e modalità di svolgimento della gestione, influenzando piani e programmi aziendali sia a breve che a medio –lungo termine.

Le motivazioni alla fusione sono molteplici e possono ascrivere alle seguenti categorie:

- **Motivi produttivi** – Migliore utilizzo e sfruttamento degli impianti e delle attrezzature, incremento ed integrazione delle capacità produttive dei diversi impianti, integrazione di fasi produttive consecutive
- **Motivi tecnologici** – Acquisizione di brevetti, licenze, segreti di fabbricazione e know how
- **Motivi logistici** – Ottimizzazione del processo distributivo (trasporto, magazzinaggio, ecc)
- **Motivi commerciali** – Riduzione della concorrenza, ampliamento delle quote di mercato
- **Ampliamento ed integrazione della gamma di prodotti** – Miglioramento della posizione contrattuale sia sul fronte degli acquisti che delle vendite (conseguimento di economie di scala)
- **Motivi amministrativi** – Riduzione dei costi amministrativi – Possibilità di compensare gli eventuali squilibri esistenti nelle strutture delle imprese che procedono alla fusione
- **Operazioni straordinarie** (ad esempio operazioni di leveraged buy out)
- **Strategie di uscita** da situazioni di crisi
- Motivazioni di **carattere fiscale**

Il processo di fusione può essere articolato in una **fase preparatoria** in cui vengono predisposti tutta una serie di documenti, avendo presente l’art 2502 cod. civile che recita: “la fusione è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante l’approvazione del relativo progetto”; i **documenti da predisporre** riguardano: (a) Il progetto di fusione (art. 2501 ter cod. civile); (b) la situazione patrimoniale delle società partecipanti alla fusione (art. 2501 quater cod. civile); (c) la relazione dell’organo amministrativo (art. 2501 quinquies cod. civile); (d) la relazione degli esperti (art. 2501 sexies cod. civile). Il progetto di fusione è

unico per tutte le società partecipanti alla fusione, deve essere depositato e iscritto al registro delle imprese almeno 30 gg. prima delle assemblee straordinarie. Il deposito riguarda anche la relazione dell'organo amministrativo, la relazione degli esperti, la situazione patrimoniale redatta dall'organo amministrativo, gli ultimi 3 bilanci approvati completi della relativa informativa accompagnatoria. In alternativa al deposito è ammessa la pubblicazione sul sito internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito, l'autenticità dei documenti, la certezza della data di pubblicazione.

Il progetto di fusione, di cui all'articolo 2501 ter cod. civile, deve **contenere**: (a) il tipo, la denominazione, la sede della società partecipanti alla fusione; (b) l'atto costitutivo della società risultante dalla fusione o di quella incorporante; (c) il rapporto di (con)cambio delle azioni o quote delle società partecipanti alla fusione, nonché l'eventuale conguaglio in denaro; (d) le modalità di assegnazione delle azioni o quote della società risultante dalla fusione; (e) la data dalla quale tali azioni o quote parteciperanno agli utili, (f) la data a partire dalla quale le transazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate a bilancio della società risultante dalla fusione; (g) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci o possessori di titoli diversi dalle azioni (esempio warrant); (h) i vantaggi eventualmente proposti a favore degli amministratori delle società partecipanti alla fusione

La **situazione patrimoniale** redatta dagli amministratori deve essere riferita ad una data non anteriore a 120 gg. rispetto alla data in cui il progetto di fusione è depositato; il bilancio di esercizio può andare bene se non è oltre 6 mesi.

Circa l'eventuale opposizione dei creditori, l'articolo 2503 assegna loro 60 gg. di tempo (salvo alcune eccezioni), dall'iscrizione nel registro delle imprese.

Uno o più esperti (nominati dal presidente del Tribunale se Spa o Sapa, scelti fra le società di revisione se società quotata), per ciascuna delle società partecipanti alla fusione, devono redigere una **relazione sulla congruità del rapporto di cambio**. La relazione deve indicare: (a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio, la loro importanza relativa ed i valori risultanti, (b) eventuali difficoltà di valutazione, (c) un parere sull'adeguatezza del o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

È inoltre obbligo in caso di trasferimento d'azienda, quindi anche di fusione che comporta il trasferimento, di informare le rappresentanze sindacali.

La fase preparatoria include infine le **delibere di fusione** assunte dalle assemblee straordinarie di ciascuna delle società partecipanti alla fusione; la delibera di fusione può apportare solo modifiche che non comportino modifiche dei diritti dei soci o dei terzi

L'atto di fusione deve essere stipulato per **atto pubblico** (art. 2504 cod. civile) dai rappresentanti legali delle società partecipanti alla fusione: L'atto va **depositato presso l'ufficio del registro** delle imprese entro 30 gg. dalla stipulazione; la fusione ha effetto decorsi 60 gg. dall'iscrizione nel registro delle imprese, a tutela dei creditori sociali. La società che risulta dalla fusione, o quella incorporante, assumono i diritti e gli obblighi delle società estinte

È possibile la **postdatazione** degli **effetti** solo per la fusione per **incorporazione**; è **possibile** la **retrodatazione**, ma solo con riferimento ai **seguenti effetti** della fusione: (a) per determinare la data dalla quale le azioni o quote della società incorporata partecipano agli utili; (b) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio dell'incorporante o della società risultante dalla fusione. Non è possibile comunque retrodatare oltre il limite della chiusura dell'esercizio più recente e dell'esercizio precedente

Esistono **procedure semplificate** previste per incorporazione di società **interamente possedute** (art. 2505 cod. civile) e **possedute al 90%** (art. 2505 bis cod. civile), salvo il caso di fusione in caso di **indebitamento** (cd **leveraged buy out**) in cui non sono applicabili le procedure semplificate

Al contrario è prevista una **procedura più complessa** nei casi di fusione fra società, in cui una delle quali abbia contratto debiti (caso di **indebitamento**) per acquisire il **controllo** dell'altra, quando per effetto della fusione, il **patrimonio** di quest'ultima viene a costituire **garanzia** o fonte di rimborso di detti debiti (leveraged buy out). In tal caso il progetto di fusione deve indicare le **risorse finanziarie** previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. Inoltre la relazione dell'organo amministrativo deve indicare le **ragioni** che **giustificano** l'operazione e deve contenere un piano economico finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si vogliono raggiungere. Infine la **relazione** degli **esperti attesta** la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione e infine al progetto di fusione va allegata la relazione del soggetto incaricato della revisione legale della società obiettivo o della società acquirente.

Sul **piano fiscale** l'operazione di fusione appare **neutra** per quanto concerne le imposte dirette (art. 172 TUIR); infatti le stesse non costituiscono né realizzo, né distribuzione delle plusvalenze emerse dai beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative al magazzino e all'avviamento; non è quindi fiscalmente rilevante l'eventuale ammortamento dell'avviamento stesso. Si rammenta tuttavia che le operazioni di fusione sono comprese fra le operazioni **potenzialmente elusive** d'imposta; esse potrebbero infatti essere utilizzate in sostituzione di altre operazioni fiscalmente rilevanti (esempio conferimenti o cessioni). Il comma 5 dell'articolo 172 tratta infine delle riserve considerate in sospensione d'imposta. Il comma 7 dell'articolo 172 consente il riporto delle perdite in capo a tutte le società partecipanti alla fusione (inclusa l'incorporante) purché le stesse siano "operative". Il comma 8 infine precisa che il reddito conseguito tra l'inizio del periodo d'imposta e la data in cui ha effetto la fusione costituisce reddito tassabile soggetto ad una specifica dichiarazione dei redditi

2.2 La scissione

L'operazione di scissione è stata introdotta nella legislazione italiana, attraverso gli articoli 2506 e seguenti del codice civile, con il recepimento della VI direttiva comunitaria. La scissione parziale **si distingue** dalla cessione d'azienda, in quanto i soci della società scissa ricevono azioni, invece di denaro.

La scissione **si distingue** dal conferimento in quanto le azioni o quote vengono assegnate ai soci e non alla società

I soggetti che intervengono nella scissione sono: (a) la società scissa, che trasferisce tutto o in parte il proprio patrimonio; (b) le società beneficiarie del trasferimento di patrimonio; (c) i soci della società scissa destinatari delle nuove azioni o quote emesse dalla società beneficiaria

La società scissa può, a seguito della scissione, attuare il proprio scioglimento senza liquidazione, ovvero continuare la propria attività.

Le **motivazioni** che possono spingere ad una **scissione** si possono così indicare:

- motivazioni di carattere organizzativo, quali decentramento delle responsabilità e delle decisioni, in alcuni

casi può risolvere dissidi insanabili all'interno del gruppo proprietario

- carattere propriamente aziendale, ad esempio operare con dimensioni produttive più ridotte e quindi più specialistiche, ovvero condurre separatamente determinate linee di prodotti /servizi
- operazioni di risanamento delle imprese in crisi, mediante separazione fra le attività in perdita da dismettere e attività redditizie,
- ristrutturazioni finanziarie con conseguente migliore accesso al credito ovvero migliore equilibrio fra impieghi e fonti dei finanziamenti
- facilitare operazioni di vendita di determinati rami aziendali e/o di business
- motivazioni fiscali, ad esempio per consentire rivalutazioni dei cespiti consentite dalla legge

La scissione si svolge con **procedure legali simili** a quelle previste per la **fusione**, in particolare si applicano: (a) Articolo 2501 ter comma 1 – Contenuto del progetto di fusione; (b) Articolo 2501 quater – Situazione patrimoniale; (c) Articolo 2501 sexies – Relazione degli esperti, salvo il caso in cui la scissione avviene con la costituzione di una o più nuove società e sia previsto un criterio proporzionale di attribuzione delle quote o azioni ; (d) Articolo 2501 quinquies – Relazione dell'organo amministrativo, salvo il caso in cui la scissione avviene con la costituzione di una o più nuove società e sia previsto un criterio di attribuzione proporzionale delle quote o azioni; (e) Articolo 2501 septies – Deposito di atti; (f) Art 2502 – Decisione in ordine alla fusione; (g) Articolo 2502 bis – Deposito e iscrizione della decisione di fusione; (h) Articolo 2503 – Opposizione dei creditori; (i) Articolo 2503 bis – Obbligazioni; (l) Articolo 2504 – Atto di fusione; (m) Articolo 2504 ter – Divieto di assegnazione di azioni o quote; (n) Articolo 2504 quater – Invalidità della fusione; (o) Articolo 2505 – Incorporazione di società interamente possedute, limitatamente al comma 1 e 2; (p) Articolo 2505 bis – Incorporazione di società possedute al 90%; (q) Articolo 2505 ter – Effetti della pubblicazione degli atti del procedimento di fusione nel registro delle imprese. Infine qualora la scissione avvenga mediante aumento di capitale con conferimento di beni in natura o di crediti, bisogna effettuare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale, prevista dall'articolo 2343 del codice civile.

3. Alcuni aspetti procedurali

3.1 La situazione patrimoniale infrannuale

Come anticipato in un precedente paragrafo, gli amministratori delle società interessate alla fusione devono presentare una **situazione patrimoniale**, la quale deve essere riferita ad una data non anteriore a 120 gg. rispetto alla data in cui il progetto di fusione è depositato; il bilancio di esercizio può sostituirla se non è oltre 6 mesi.

Per la definizione della situazione patrimoniale dobbiamo fare riferimento **all'OIC 4** Fusione e scissione e **OIC 30** I bilanci intermedi

La situazione patrimoniale in oggetto va compilata con **l'osservanza delle norme sul bilancio di esercizio** (cod. civile art. 2423 e segg.). La sua funzione è quella di **informare creditori e terzi** sull'aggiornamento dei saldi di bilancio; essa non viene utilizzata per determinare il rapporto di cambio.

Secondo la prevalente dottrina esso **si compone di** stato patrimoniale e conto economico, in quanto consente di comprendere le variazioni patrimoniali seguenti all'ultimo bilancio approvato; nel silenzio del legislatore si ritiene che debba essere compilata anche la nota integrativa, pur se con un contenuto più snello rispetto a quelle compilate per il bilancio di esercizio. Il **contenuto minimo** della **nota integrativa** è contenuta nel paragrafo 3.5 dell'OIC 30

1. **descrizione dei principi e criteri di valutazione**, eventualmente tramite rinvio al precedente bilancio di esercizio, menzionando, ove nel caso, che non si è proceduto a calcolare il carico fiscale limitandosi ad

- esporre il saldo di conto economico al lordo delle imposte;
2. nel caso di **cambiamento di principi contabili**, descrizione del nuovo principio e dell'effetto del cambiamento;
 3. descrizione di **effetti significativi** sull'utile (lordo o netto imposte) dovuti a **stagionalità** o a fatti rilevanti di natura non ricorrente;
 4. eventuali **voci di bilancio stimate**, per le quali è possibile che la stima di fine anno possa divergere da quella effettuata nel bilancio intermedio nei casi in cui le informazioni si renderanno disponibili solo a fine anno (esempio premi clienti o fornitori maturabili a fine anno);
 5. **eventi successivi** alla data di stesura, di rilievo;
 6. principali **impegni e passività potenziali** ed evoluzione delle stesse rispetto ai precedenti periodi;
 7. **effetti di operazioni straordinarie**, quali fusioni, scissioni o scorpori;
 8. **variazioni** nelle componenti del **patrimonio netto**;
 9. il criterio di calcolo delle **imposte anticipate** relative a perdite fiscali pregresse non riconosciute in precedenza;
 10. nel caso di **bilanci consolidati**:
 - a. composizione dell'area di consolidamento, eventualmente tramite rinvio a quanto indicato sul precedente bilancio consolidato approvato
 - b. effetti delle eventuali variazioni significative nell'area di consolidamento
 11. **ogni altra informazione** ritenute rilevante e/o richiesta dalle autorità competenti

3.2. La relazione dell'organo amministrativo

La relazione dell'organo amministrativo, **comune per incorporante e incorporata**, ha lo scopo di indicare e spiegare tutti gli aspetti tecnico-giuridici dell'operazione di fusione e la consistenza effettiva delle società partecipanti alla fusione e conseguentemente il rapporto di concambio.

Essa ha una **funzione di tipo informativo** e si presenta come un atto documentale a disposizione dei soci e dei terzi interessati alla fusione. La fusione si presenta infatti come un'operazione non esente da rischi, pertanto il progetto di fusione e la situazione patrimoniale predisposti possono non essere sufficienti; da qui la funzione della relazione dell'organo amministrativo, che può pertanto integrare il quadro informativo con dati e spiegazioni supplementari

In particolare la relazione deve **contenere informazioni**:

- di **tipo giuridico e procedurale**: riguardanti gli aspetti operativi, la tempistica, etc; inoltre dovranno essere spiegate le implicazioni della fusione rispetto ai diritti dei soci; eventuali conseguenze se attraverso la fusione venga a modificarsi la tipologia societaria (fusione eterogenea)
- di **carattere economico**: connesse a considerazioni sull'opportunità ed i vantaggi economici e gestionali connessi all'operazione, nonché gli eventuali svantaggi; in particolare l'organo amministrativo deve dimostrare che l'operazione di fusione risponde all'interesse dell'azienda e creare vantaggi:
 - sul **piano produttivo e organizzativo**, può essere infatti uno strumento di riorganizzazione della struttura produttiva e/o di massimizzazione della logistica
 - sul **piano commerciale**, come strumento per posizionare meglio l'impresa sul mercato, agendo su clientela, prezzi, tipologia di prodotti
 - sul **piano finanziario**, con possibilità di aumentare la capacità di autofinanziamento, ovvero con un più agevole accesso al credito
- relative al **rapporto di cambio**: considerazioni in merito ai criteri di valutazione utilizzati per individuare i capitali economici delle società partecipanti alla fusione e la loro influenza sul rapporto di (con)cambio; il

rapporto di cambio in se non è infatti solamente un'espressione numerica, occorre pertanto descrivere gli aspetti più sostanziali e tecnici nel rapporto medesimo, considerando che la scelta dei criteri di valutazione dei capitali economici si presta ad una certa dose di discrezionalità

3.3 La valutazione delle società partecipanti alla fusione

I **PIV (par IV.4)** distinguono le fusioni fra: (a) operazioni fra soggetti indipendenti, in questo caso si tratta di uno **scambio negoziato**, (b) operazioni fra soggetti non indipendenti con **scambio non negoziato**.

Nelle operazioni fra **soggetti indipendenti (scambio negoziato)** le fusioni vengono assimilate, sul piano logico valutativo, alle acquisizioni e cessioni d'azienda (Par IV.1). In tutti questi casi l'esperto deve valutare il valore dell'asset acquisito o fuso attraverso la valutazione del bene generato o modificato a seguito dell'acquisizione-fusione. In altri termini la valutazione deve contenere le sinergie e i vantaggi conseguiti dai soggetti partecipanti alla cessione-fusione

Il valore di vendita-fusione è composto pertanto dai seguenti aspetti; i diversi aspetti possono richiedere **differenti approcci valutativi** e quindi differenti criteri di valutazione:

- Il valore “**stand alone**” dell'azienda”
- Il valore delle **efficienze conseguibili** dall'operazione
- Il valore di **sinergie attese** a seguito dell'operazione, che possono essere divisibili ovvero indivisibili

Tipicamente le operazioni di acquisizione-fusione sono motivate dalle aspettative di ottenere migliori risultati al conseguimento dell'operazione stessa, aspettative causate da: (a) raggiungimento di maggiori dimensioni e potere di mercato, (b) espansione internazionale dell'attività, (c) sfruttamento di specifici asset e competenze acquisiti con l'operazione; (d) diversificazione nella gamma dei prodotti/servizi offerti alla clientela, (e) miglioramento dello standing creditizio e della capacità d'indebitamento, (f) modificazione dei profili di rischio aziendale, attraverso integrazioni verticali o orizzontali

Considerando il loro carattere potenziale, la valorizzazione delle sinergie dovrebbe basarsi su fattori analiticamente determinabili e controllabili. Ciò al fine di evitare il rischio di una sopravvalutazione

Nelle operazioni fra **soggetti non indipendenti (scambio non negoziato)**, è normale utilizzare un'ipotesi semplificatrice, che consente di valutare le due entità “**stand alone**”, senza considerare le sinergie che scaturiranno dalla fusione, nel presupposto che alle sinergie parteciperanno i soci delle due entità sulla base del valore cui rinunciano

Sia nel caso di scambi negoziati che non negoziati, la determinazione del concambio non può fondarsi su criteri meramente comparativi, ma si deve sempre effettuare una valutazione assoluta, separata delle due entità partecipanti alla fusione

È inoltre importante che le stime ai fini della determinazione del rapporto di (con)cambio siano effettuate con **criteri omogenei**. Omogeneità non significa applicazione degli stessi criteri di valutazione (ad esempio quando le due società appartengono a settori diversi) , ma omogeneo apprezzamento delle fonti di reddito e di rischio.

È possibile utilizzare **più di un criterio** di valutazione, purché i valori risultanti **non siano troppo dispersi** fra di loro; utilizzare una semplice media aritmetica di valori molto dispersi non è una pratica consigliabile

Nella stima dei valori assoluti delle due entità bisogna considerare **valori in atto** e **non valori potenziali**.

Il **valore in atto** non è una configurazione di valore, ma un attributo di valore che tiene conto dei benefici economici dell'azienda da valutare che già si stanno manifestando, o che potranno manifestarsi per effetto di azioni già intraprese e che si fonda su una base ragionevolmente obiettiva di riscontri ed ipotesi. Ugualmente il **valore potenziale** non è una configurazione di valore, ma un attributo di valore che consente di estrinsecare i benefici futuri considerati; il valore potenziale considera ipotesi speciali e

condizioni ipotetiche.

Nel caso di valutazione di **azioni con categorie diverse**, la valutazione del rapporto di concambio deve fondarsi sulla valutazione assoluta di ciascuna azione. Il par III.8 dei PIV esamina tutta la problematica della valutazione delle diverse categorie di azioni e di diritti azionari

Il par **III.8** dei **PIV** sviluppa inoltre le argomentazioni della **valutazione del titolo azionario** che risultano pertanto applicabili alle valutazioni effettuate per il calcolo del (con)cambio.

Le configurazioni di valore, indicate dai **PIV** in tale caso sono:

- a. **valore intrinseco o fondamentale**; esso esprime l'apprezzamento che qualsiasi soggetto, operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa, dovrebbe formulare alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei rispettivi rischi; sotto questa configurazione di valore possiamo indicare molti metodi di valutazione: metodo patrimoniale semplice e complesso, metodo reddituale, metodi misti patrimoniale - reddituale, metodo DCF (vedi successivo paragrafo)
- b. **valore di mercato**, questo è il prezzo più probabile al quale l'azione potrebbe essere negoziata alla data di riferimento, in un mercato ordinato e trasparente fra soggetti che operano in modo razionale, senza essere sottoposti a particolari pressioni; sotto questa configurazione possiamo comprendere i metodi basati sui multipli (vedi successivo paragrafo) e i metodi che si richiamano alle quotazioni di borsa
- c. **valore convenzionale** (tipicamente valori ai fine del bilancio); un valore convenzionale discende dall'applicazione di speciali criteri che sono fissati per la sua determinazione, la correttezza di tale valore discende unicamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi; sebbene indicata dai PIV, ritengo questa fattispecie raramente applicabile al caso di fusioni o cessioni
- d. **valore di smobilizzo**; lo smobilizzo è l'operazione attraverso la quale i valori mobiliari vengono trasformati in valori liquidi in un tempo più breve del normale, detto valore è quindi influenzato dalla necessità di trasformare il bene in liquidità in tempi brevi; sebbene indicata dai PIV ritengo questa fattispecie raramente applicabile al caso di fusioni, salvo il caso di fusioni per aziende soggette a procedure concorsuali.

3.4 Una rassegna dei metodi di valutazione disponibili

Di seguito viene effettuata una **sintetica carrellata** dei principali metodi di valutazione, indicati dalla tecnica e di comune utilizzo.

Metodo patrimoniale semplice. Esso consiste nella valutazione dei singoli componenti dell'attivo e del passivo desumibili dai bilancio di esercizio, rettificato in aumento o diminuzione in funzione di eventuali differenze riscontrabili fra valori iscritti a bilancio e eventuali diversi valori applicabili per il fine della valutazione della società, che possono originare **plus ovvero minusvalenze**. Il valore risultante è denominato patrimonio netto rettificato.

Metodo patrimoniale complesso. Esso prevede che al patrimonio netto rettificato, ottenuto con il metodo patrimoniale semplice, venga aggiunto il valore dei **beni immateriali** non contabilizzati a bilancio, quali: marchi, brevetti, costi di ricerca e sviluppo, avviamento, concessioni o licenze.

Le valutazioni di tipo patrimoniale sono indicate e sviluppate nei **PIV al Par. III.1.28 e seguenti**.

Metodo reddituale. Il modello reddituale si basa su una **previsione** dei **flussi reddituali** attesi attualizzata ad un tasso coerente con i flussi prescelti, eventualmente con un determinato fattore di crescita stimato. Per effettuare il relativo conteggio occorre normalizzare i redditi passati, depurandoli da elementi anomali o straordinari e effettuare stime sui possibili redditi futuri. L'orizzonte temporale di sviluppo dei redditi può essere all'infinito, ovvero per un determinato arco di anni

Le valutazioni reddituali sono indicate e sviluppate nei **PIV** al **Par. III.1.31 e seguenti**.

Metodi complessi o **misti reddituali - patrimoniali**. Trattasi del metodo UEC complesso, che unisce le caratteristiche del metodo patrimoniale e del metodo reddituale, **bilanciando** così l'aspetto patrimoniale con quello reddituale dell'azienda da valutare. La parte reddituale è basata sull'attualizzazione di sovra redditi rispetto a paralleli investimenti effettuati in assenza di rischio

Il metodo misto patrimoniale- reddituale viene indicato dai **PIV** al **Par. III.1.33**, assieme al altri metodi (EVA e Residual income method) che esplicitano la creazione di valore

Metodi finanziari basati sui flussi di cassa (cd **metodi DCF** discounted cash flow). Tali metodi si basano sulla previsione dei flussi di cassa originati dalla gestione aziendale opportunamente attualizzati. In questo caso bisogna pertanto disporre non solo di previsioni sui redditi **futuri** conseguibili, ma anche sui futuri andamenti patrimoniali e finanziari e conseguentemente sui relativi flussi di cassa aziendali. I flussi di cassa futuri vengono normalmente attualizzati in **due tranches**: la prima lungo un arco temporale che può variare da 3 a 5 anni, una seconda parte (il cd **terminal value**) su un arco temporale molto più lungo, ovvero all'infinito.

Il metodo DCF viene indicato dai PIV, assieme al metodo DDM (Dividend Discount Model), al **Par.III.1.35** e seguenti.

Per un approfondimento sul metodo DCF vedasi il mio articolo <http://www.angelifiori.it/la-valutazione-con-il-metodo-dcf-schema-di-riferimento/>

I metodi basati sui **multipli** forniscono valutazioni di tipo relativo, nel senso che hanno l'obiettivo di determinare il valore di un'azienda tramite l'utilizzo di prezzi, che comunque fanno riferimento al **mercato**, di aziende simili. Essi si basano sulla applicazione di **indici**, detti multipli, provenienti da operazioni e situazioni di aziende comparabili. Lo scopo è quello di sviluppare rapporti che legano il prezzo di mercato delle aziende ai multipli o indici individuati. Possono essere utilizzati: (a) **multipli di società comparabili** (market o trading multiples); (b) **multipli di transazioni comparabili** (deal o acquisition multiples). Gli indici o multipli più comunemente usati sono EV/Ebit, EV/Ebitda, EV/Sales, Price/Book value, Price/Earning.

I metodi che si richiamano ai multipli, vengo chiamate dai **PIV** "valutazioni comparative di mercato" e sono sviluppate al **Par. III.1.38 e seguenti**.

Per un approfondimento relativamente ai metodi basati sui multipli, vedasi il mio articolo <http://www.angelifiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli/>

Occorre infine precisare che le valutazioni effettuate con il metodo DCF e con i metodi basati sui multipli è possibile operare in un'ottica "**asset side**" ovvero "**equity side**". Con la prospettiva asset side si stima il valore dell'azienda (Equity) in modo indiretto, valutando prima il capitale operativo dell'azienda e detraendo da esso la posizione finanziaria netta, cioè la **cd leva finanziaria** utilizzata per svolgere l'attività aziendale. Con la prospettiva Equity side invece si stima il valore dell'azienda (Equity) in modo diretto. Per un approfondimento vedasi l'articolo <http://www.angelifiori.it/la-prospettiva-di-valutazione-dazienda-approccio-asset-side-o-equity-side/>.

Spesso vengono utilizzati **più metodi di valutazione**, procedendo poi ad una **sintesi ragionata** dei risultati

raggiunti. I **PIV** al **Par. III.1.42** precisano; che la sintesi deve essere razionale; pertanto vanno evitati ad esempio l'applicazione di medie a valori molto dispersi fra di loro, ovvero la presentazione di intervalli di valore troppo grandi, tali da lasciare ampi margini di discrezionalità

Spesso vengono sviluppate analisi di sensitività, al fine di comprendere come si muovono i risultati della valutazione, al modificarsi delle diverse variabili utilizzate. Per un approfondimento vedasi l'articolo: <http://www.angelifiori.it/analisi-sensitivita-per-le-valutazioni-dazienda/>

4. Il rapporto di (con)cambio

Nelle procedure di fusione, la determinazione del rapporto di (con)cambio rappresenta il **momento centrale** dell'intera **operazione**.

Il rapporto di (con)cambio mira in sostanza a determinare la quantità di azioni dell'incorporante, o della società risultante dalla fusione, che deve essere riconosciuto all'incorporata, o alle società partecipanti alla fusione, in cambio delle vecchie azioni possedute.

Nella determinazione del rapporto di cambio è **necessario che**:

1. il **calcolo analitico** sia sempre **dimostrabile, obiettivo e affidabile**
2. i criteri adottati nella stima del valore delle società coinvolte siano **omogenei** dal punto di vista delle “**assumptions**” di base adottate
3. le “**assumptions**” alla base delle stime siano sempre **affidabili e credibili**, considerando che la non affidabilità dei dati di input comporta inaffidabilità dei dati di output, indipendentemente dalla bontà del modello di valutazione adottato
4. i modelli di stima utilizzati siano affidabili
 - a. si consideri che i metodi patrimoniali e **redditali** risultano in linea di massima applicabili nelle circostanze, da soli o in abbinata fra loro, di contro i **metodi finanziari** (ad esempio il metodo DCF) vanno esaminati con maggiore senso critico in quanto costruiti più su valori prospettici che su valori storici e richiedono un non facile confronto delle relative assumptions; i metodi basati sui multipli risultano poco efficienti in quanto risentono delle difficoltà di reperire entità comparabile della scarsa efficienza del mercato
 - b. è possibile l'applicazione di **più metodi** di valutazione, nell'ambito di un processo valutativo che deve risultare obiettivo dimostrabile e affidabile; l'applicazione di più metodi comporta quindi l'adozione di metodologie di accorpamento dei valori attraverso l'**utilizzo di medie**, medie che hanno tanto più significato quando i valori risultanti dalle diverse valutazioni non siano significativamente fra loro dissimili
5. in presenza di **differenti categorie di azioni**, siano calcolati tanti concambi quante sono le categorie presenti, basta considerare la possibile esistenza di obbligazioni convertibili, azioni con diverse diritti a favore degli azionisti, warrant, etc
6. se il numero delle azioni possedute dai soci delle società partecipanti alla fusione **non risultano multipli** del denominatore del rapporto di cambio definito, allora il numero teorico delle azioni spettanti ai soci non risulta un numero intero e sono possibili **conguagli in denaro**.

5. La figura dell'esperto e la sua funzione

L'**articolo 2501 sexies** del codice civile recita che uno o più **esperti**, per ciascuna delle società partecipanti alla fusione, redigono una **relazione** sulla **congruità del rapporto di cambio** delle azioni o quote, che indichi: (a) il metodo o i metodi per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi, (b) le eventuali difficoltà di valutazione, (c) un parere sull'adeguatezza del o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

L'esperto o gli esperti sono scelti fra i soggetti di cui al 1° comma **dell'articolo 2409 bis** del codice civile

(revisore legale o società di revisione iscritti nell'apposito registro gestito dal MEF), se la società risultante dalla fusione è una Spa o una Sapa, sono designati dal Tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte a vigilanza della CONSOB. In ogni caso, le società partecipanti alla fusione possono congiuntamente richiedere al tribunale la nomina di uno o più esperti comuni.

Ciascun esperto ha diritto di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le **informazioni** e i **documenti utili** e di procedere ad ogni necessaria **verifica**.

L'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alla fusione, ai loro soci ed ai terzi. Si applicano le disposizioni **dell'articolo 64 del codice di procedura civile**. L'articolo 64, che riguarda il consulente tecnico d'ufficio, evidenzia che: (a) si applicano le disposizioni del Codice penale relative ai periti, articolo 314 (peculato), 366 (rifiuto di uffici legalmente dovuti) e 373 (falsa perizia) del cod. penale, (b) il consulente tecnico che incorre in colpa grave è punito con l'arresto fino ad un anno o con l'ammenda fino a 10.329 Euro; (c) si applica l'articolo 35 del codice penale (sospensione dell'esercizio professionale); (d) in ogni caso è dovuto il risarcimento dei danni.

Agli esperti e anche affidata, in ipotesi di fusione di società di persone con società di capitali, la relazione di stima del patrimonio della società di persone a norma dell'articolo 2343 (conferimento di beni in natura)

La relazione dell'esperto non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto a ciascuna delle società partecipanti alla fusione

Sul piano tecnico-deontologico bisogna precisare che **l'esperto** nominato da Tribunale (Spa), ovvero dalle parti (srl), deve essere consapevole delle cognizioni tecniche richieste per **un'attività di alta specializzazione** quali è quella relativa alle valutazioni d'azienda. Le **competenze necessarie** si estendono infatti in numerose aree, quali: (a) le analisi strategiche di settore e d'azienda, le analisi di bilancio, (b) le previsioni economiche e finanziarie, (c) le competenze nei mercati di borsa e finanziari, (d) gli aspetti tecnico-metodologici dei procedimenti di valutazione, (e) le caratteristiche delle operazioni aziendali per le quali le stime sono necessariamente richieste.

Va da se inoltre che il perito valutatore sia legato al **segreto professionale** sui dati e informazioni di cui viene a conoscenza.

6. La relazione dell'esperto

La relazione dell'esperto deve contenere quantomeno gli aspetti di seguito indicati.

Motivo e oggetto dell'incarico

- generalità, con i relativi titoli professionali, del perito valutatore,
- estremi della la nomina del Tribunale,
- riferimenti di legge nel cui contesto viene effettuata la valutazione,
- estremi sintetici dell'operazioni di fusione sottostante.

Finalità del lavoro svolto

- obiettivi del lavoro svolto di cui la relazione rappresenta la sintesi,
- destinatari della relazione,
- limiti della relazione nell'ambito dei dettami di legge:
 - congruità del o dei metodi seguiti dall'organo amministrativo per la determinazione del rapporto di concambio,
 - parere sull'adeguatezza e sulla relativa importanza del o dei metodi seguiti per il rapporto di concambio,
 - eventuali difficoltà di valutazione,
 - ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione in merito al piano economico-

finanziario, se trattasi di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (leveraged buy-out), ai sensi art. 2501 bis del cod. civile.

Documentazione prodotta e utilizzata

- progetto di fusione e relazioni degli organi amministrativi della società,
- bilanci e/o situazioni patrimoniali infrannuali (con tutta la relativa informativa di legge), eventuali bilanci consolidati, se applicabile,
- verbali del CdA.
- relazioni di stima di eventuali consulenti che hanno assistito gli amministratori nelle valutazioni effettuate,
- eventuali perizie di valutazioni immobiliari: per un approfondimento si rinvia all'articolo <http://www.angelifiori.it/le-valutazioni-immobiliari-una-panoramica-per-dottori-commercialisti/>,
- statuti sociali pre e post fusione,
- verbali assemblee straordinarie,
- piani economico finanziari a supporto delle valutazioni effettuate dalla società,
- eventuali contratti di finanziamento nel caso di operazioni leveraged buy-out,
- relazione delle società di revisione in caso di leveraged buy-out,
- eventuale corrispondenza, se sensibile nel contesto,
- indicazione delle responsabilità dell'esperto nell'esame della documentazione sopra indicata.

Le società oggetto dell'operazione di fusione

- riferimenti delle società partecipanti alla fusione,
- assemblee straordinarie relative alla fusione.

Ragioni e finalità dell'operazioni di fusione

Indicazione delle ragioni e finalità dell'operazione di fusione, riprese da quando indicato dagli organi amministrativi partecipanti alla fusione nella relazione accompagnatoria alla fusione (art. 2501 quinquies cod. civile)

Il piano economico finanziario (leveraged buy out)

Indicazione e commento del piano economico finanziario, al fine di attestare la ragionevolezza delle fonti delle risorse finanziarie disponibili. Per questo aspetto si rinvia all'articolo <http://www.angelifiori.it/esame-e-analisi-critica-di-un-business-plan/>

Metodi di valutazione utilizzati dagli organi amministrativi per la determinazione del rapporto di concambio

- indicazione dettagliata dei metodi di valutazione utilizzati dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione,
- risultati delle valutazioni effettuate,
- eventuali difficoltà riscontrate dagli organi amministrativi nella valutazione,
- il rapporto di concambio.

Il lavoro svolto dall'esperto

- indicazione analitica del lavoro svolto,
- limitazioni nel lavoro svolto,
- conclusioni raggiunte,
- richiamo al materiale esaminato, contatti e incontri avuti con i responsabili delle società e con eventuali consulenti (legali, advisor periti valutativi, revisori legali).

Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

- richiamo alle finalità dell'incarico,

- risultati dell'esame critico effettuato sui processi di stima utilizzati dagli organi amministrativi delle società,
- indicazione dei passaggi più problematici delle valutazioni effettuate dagli organi amministrativi delle società,
- indicazione di eventuali analisi di sensitività con riferimento alla scelta dei parametri valutativi.

Analisi della sostenibilità finanziaria del piano

- nel solo caso di leveraged buy out,
- indicazione dell'analisi critica effettuata,
- considerazioni e risultati raggiunti dall'esperto.

Difficoltà incontrate dall'esperto nell'espletamento dell'incarico

La difficoltà possono emergere per i più svariati motivi, quali:

- indisponibilità di parte della documentazione necessaria,
- difficoltà tecnico procedurali nello sviluppo dei metodi valutativi,
- difficoltà connesse alla aleatorietà di alcune stime,
- difficoltà connesse all'utilizzo di alcuni parametri nel calcolo.

Considerazioni conclusive

- sintesi del lavoro svolto,
- espressione di un parere professionale ai sensi articolo 2501 sexies del codice civile,
- espressione di un parere professionale ai sensi articolo 2501 bis del codice civile (caso di leveraged buy-out).

TAG: *fusione di società, scissione di società, società, Contabilità e bilancio, Diritto societario*

Avvertenza

La pubblicazione di contributi, approfondimenti, articoli e in genere di tutte le opere dottrinarie e di commento (ivi comprese le news) presenti su Filodiritto è stata concessa (e richiesta) dai rispettivi autori, titolari di tutti i diritti morali e patrimoniali ai sensi della legge sul diritto d'autore e sui diritti connessi (Legge 633/1941). La riproduzione ed ogni altra forma di diffusione al pubblico delle predette opere (anche in parte), in difetto di autorizzazione dell'autore, è punita a norma degli articoli 171, 171-bis, 171-ter, 174-bis e 174-ter della menzionata Legge 633/1941. È consentito scaricare, prendere visione, estrarre copia o stampare i documenti pubblicati su Filodiritto nella sezione Dottrina per ragioni esclusivamente personali, a scopo informativo-culturale e non commerciale, esclusa ogni modifica o alterazione. Sono parimenti consentite le citazioni a titolo di cronaca, studio, critica o recensione, purché accompagnate dal nome dell'autore dell'articolo e dall'indicazione della fonte, ad esempio: Luca Martini, La discrezionalità del sanitario nella qualificazione di reato perseguibile d'ufficio ai fini dell'obbligo di referto ex. art 365 cod. pen., in "Filodiritto" (<https://www.filodiritto.com>), con relativo collegamento ipertestuale. Se l'autore non è altrimenti indicato i diritti sono di Inforomatica S.r.l. e la riproduzione è vietata senza il consenso esplicito della stessa. È sempre gradita la comunicazione del testo, telematico o cartaceo, ove è avvenuta la citazione.