

La valutazione della congruità del rapporto di cambio

di Massimo Buongiorno – docente di finanza aziendale, Università Bocconi di Milano e Università Ca' Foscari di Venezia

Il presente lavoro, da leggersi in continuità con un [precedente articolo](#) pubblicato nel mese di novembre, affronta il tema della congruità del rapporto di cambio dapprima sotto il profilo delle indicazioni del Legislatore e successivamente addentrandosi negli aspetti tecnici.

È oggetto di indagine lo scostamento tra una valutazione corretta e una sotto/sopravalutazione di una o tutte le società partecipanti alla fusione con effetti in capo alle compagini societarie che vedono procurarsi un indebito depauperamento o arricchimento.

Verranno successivamente analizzate le principali aree di criticità nelle valutazioni e conseguentemente di attenzione nel giudizio di congruità dell'esperto.

Le tutele normative in merito al rapporto di cambio nelle fusioni e nelle scissioni

Le fusioni e le scissioni sono spesso accomunate alle operazioni straordinarie di cessione di aziende o di partecipazioni. Tuttavia esiste una profonda differenza poiché nel caso di queste ultime il corrispettivo di cessione è lasciato alla libera determinazione delle parti attraverso una negoziazione che terrà conto di molteplici aspetti.

Le fusioni e le scissioni non prevedono un corrispettivo, ma la tutela dei soggetti che partecipano alle operazioni è lasciata alle valutazioni economiche sottostanti la determinazione del rapporto di cambio.

Ciò significa che non esiste uno spazio per la negoziazione, ma il valore è determinato secondo principi di generalità ed astrattezza che prescindono dalle specificità attraverso le quali le operazioni vengono declinate. In altri termini, il valore sottostante il rapporto di cambio è assimilabile ad una *fair value*.

Poiché il rapporto di cambio diviene l'unico strumento di tutela degli interessi patrimoniali dei soggetti economici partecipanti alle fusioni e alle scissioni, il legislatore ha previsto diversi gradi di protezione all'interno della disciplina di entrambe le operazioni straordinarie.

In primo luogo, il rapporto di cambio è una delle informazioni fondamentali che devono già essere indicate nel progetto di fusione (art.2501-ter cod.civ. punto 3).

Inoltre, l'art.2501-quinquies, co.2 cod.civ., prevede che la relazione degli amministratori, da allegare al progetto di fusione:

1. indichi i criteri di determinazione del rapporto di cambio;
2. evidenzi le eventuali difficoltà nella valutazione;

3. contenga un parere sull'adeguatezza del criterio seguito e se sono diversi, come spesso accade, sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

Il Legislatore ha quindi previsto che nel progetto di fusione si riporti in modo sintetico il risultato raggiunto (il rapporto di cambio che si intende utilizzare), mentre nella relazione degli amministratori deve essere spiegato ai soci come si è pervenuti a tale risultato, non limitando la descrizione alla metodologia utilizzata, ma esplicitando i motivi per i quali la metodologia è stata scelta e perché è stata ritenuta la più corretta. Nella consapevolezza che qualunque valutazione si articola su modelli teorici che prevedono semplificazioni della realtà fondate su ipotesi, il Legislatore ha anche previsto che gli amministratori esplicitino le difficoltà che hanno richiesto l'utilizzo di ipotesi semplificatrici.

Se i criteri valutativi sono molteplici (ad esempio fondati sull'attualizzazione dei flussi attesi, sui valori di patrimonio e/o sui multipli di mercato), gli amministratori dovranno indicare come e perché ciascuno di essi influisce sulla determinazione del risultato finale. Infine, la norma richiede un'ultima protezione dei soci che consiste nell'obbligo di depositare una relazione redatta da uno o più esperti, dotata dei requisiti previsti dall'art.2409-bis cod.civ. (un revisore legale o una società di revisione ove prevista) (art.2501-sexies cod.civ.).

La relazione degli esperti deve contenere:

1. il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi (co.1);
2. le eventuali difficoltà di valutazione (co.1);
3. un parere sull'adeguatezza del metodo/metodi seguiti e sull'importanza relativa attribuita a

ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato (co.2).

Il giudizio di congruità tocca tutti i punti di criticità già evidenziati nella relazione degli amministratori e ne valuta la corrispondenza al vero sulla base di considerazioni teoriche e della *best practice*¹.

È bene notare però che il giudizio di congruità non consiste di una nuova valutazione del rapporto di cambio, ma si limita a giudicare l'impianto valutativo esistente e come è stato rappresentato dagli amministratori nella loro relazione.

Per meglio chiarire il punto, è quindi possibile che l'esperto possa reputare non corretta l'applicazione di un metodo o la stima di un parametro e, quindi, ritenere non congruo il rapporto di cambio, ma non può proporre un proprio rapporto di cambio, non essendo appunto richiesta una valutazione dell'esperto.

Il giudizio di congruità non è vincolante, potendosi deliberare la fusione o la scissione anche in presenza di un giudizio negativo se i soci ritengono che comunque la realizzazione dell'operazione sia nel proprio interesse.

Poiché le tutele previste sono nell'interesse dei soci, questi ultimi possono infatti unanimemente rinunciare.

Gli effetti di un rapporto di cambio non congruo

Poiché non si riscontrano differenze di rilievo tra la fusione e la scissione, le analisi che seguono riguardano la fusione e sono facilmente applicabili, *mutatis mutandis*, alle scissioni.

Per una migliore comprensione degli effetti di una mancata congruità del rapporto di cambio si consideri il seguente esempio.

È allo studio una fusione per incorporazione di Beta Spa in Alfa Spa.

Il valore del capitale economico di Beta è pari a 11.500.000 euro. Dato il numero di azioni pari a 10.000, ne deriva un valore unitario delle azioni di 1.150 euro.

Il capitale sociale di Alfa è suddiviso in 5.000 azioni del valore corrente unitario di 3.710 euro. Il valore del capitale economico ammonta a 18.550.000 euro. Il rapporto di cambio viene quindi calcolato nella misura di 31 nuove azioni di Alfa da emettere ogni 100 azioni di Beta annullate. Poiché le azioni di Beta da annullare sono 10.000, le azioni da emettere di Alfa sono 3.100.

¹ I principi di valutazione, in corso di elaborazione da parte dell'Organismo Italiano di Valutazione (Oiv) sono un esempio sia di sintesi dei principali assunti teorici rilevanti sia di codificazione delle *best practice*.

Quando la fusione si sarà perfezionata, gli azionisti di Alfa ante fusione deterranno il 61,73% del capitale mentre gli azionisti di Beta si troveranno con il 38,27%. Si noti che tali percentuali devono coincidere con l'apporto di valore di entrambe le compagnie per cui a fronte di un valore complessivo del capitale economico *post*-fusione pari a 30.050.000 euro gli azionisti *ex* Alfa partecipano con il 61,73% (18.550.000/30.050.000) e gli azionisti *ex* Beta con il suddetto 38,27%.

L'esempio illustra la tutela principale del rapporto del cambio ovvero la conservazione dei diritti patrimoniali di entrambe le compagnie societarie. Non deve, quindi, avvenire attraverso la fusione un arricchimento di una delle due compagnie a scapito dell'altra.

Si considerino le seguenti due situazioni: nella prima viene sottostimato erroneamente il valore di Beta pari a 9.500.000 euro, mentre nella seconda viene sovrastimato fino a giungere a 14.000.000 euro.

La prima situazione porta ad un valore unitario delle azioni di Beta di 950 euro che, a parità dei valori di stima relativi ad Alfa conduce ad un rapporto di cambio pari a 256 nuove azioni di Alfa da emettere ogni 1.000 azioni di Beta annullate. Gli azionisti di Beta, a fronte dell'annullamento di 10.000 azioni verranno compensati con 2.561 nuove azioni.

Rispetto alla valutazione corretta, gli azionisti di Beta ricevono 539 azioni in meno di Alfa che, dato un valore unitario di 3.710 euro, corrisponde ad un depauperamento indebito a causa della fusione per 1.999.690 euro ovvero il 17,4% del valore originariamente detenuto.

Un'identica perdita di valore si può verificare calcolando il rapporto tra l'errore di valutazione pari a 2.000.000 euro e il valore originariamente detenuto dagli azionisti *ex* Beta per 11.500.000 euro.

Il trasferimento del valore agli azionisti *ex* Alfa è però solamente parziale.

Si consideri, infatti, che nell'esempio congruo, il valore dell'azione Alfa *post*-fusione viene a coincidere con quello *ante*-fusione ed è pari a 3.710 euro, garantendo così parità di trattamento alle due compagnie.

Nell'ipotesi di sottovalutazione di Beta, si ha invece che il valore unitario delle azioni si è incrementato ed è pari a 3.974 euro. Infatti, il valore "reale" di Alfa *post*-fusione rimane fermo a 30.500.000 euro ma sono state emesse meno azioni per cui il numero totale cresce solo fino a 7.561 invece che fino a 8.100. Di questo maggior valore beneficiano anche gli azionisti *ex* Beta che si trovano a possedere solamente il

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

33,87% a fronte del “congruo” 38,27%, ma il valore dell’azione si è incrementato.

In sintesi, la perdita di valore per gli azionisti ex Beta è solamente pari al 11,5%.

Perché la perdita di valore per gli azionisti ex Beta coincida con il 17,4% indicato sopra è necessario che a fronte della sottovalutazione del capitale econo-

mico di Beta corrisponda una analoga sopravvalutazione del capitale economico di Alfa in modo da rendere il rapporto di cambio ancora più favorevole agli azionisti ex Alfa e quindi ridurre ulteriormente il numero di azioni da attribuire agli azionisti ex Beta. La seguente tabella riporta i risultati descritti.

	Caso congruo		Sottovalutazione di Beta		Sottovalutazione di Beta con sopravvalutazione di Alfa	
	Beta Spa	Alfa SpA	Beta Spa	Alfa SpA	Beta Spa	Alfa SpA
Valore del capitale economico	11.500.000	18.550.000	9.500.000	18.550.000	9.500.000	20.550.000
N. azioni	10.000	5.000	10.000	5.000	10.000	5.000
Valore unitario	1.150	3.710	950	3.710	950	4.110
Rapporto di cambio		0,31		0,256		0,231
	Alfa post fusione		Alfa post fusione		Alfa post fusione	
Azioni da emettere	3.100		2.561		2.311	
N. azioni post fusione	8.100		7.561		7.311	
Azionisti ex Beta	61,73%		66,13%		68,39%	
Azionisti ex Alfa	38,27%		33,87%		31,61%	
Valore congruo post fusione	30.050.000		30.050.000		30.050.000	

Nel caso in cui Beta fosse sopravvalutata valgono le medesime considerazioni ma in senso contrario poiché in questo caso sarebbero gli azionisti ex Beta ad essere avvantaggiati ricevendo un numero maggiore di azioni rispetto a quanto dovuto danneggiando gli azionisti ex Alfa.

Gli effetti di una distorsione dei valori impattano al momento della valutazione ma soprattutto nel tempo poiché alterano una corretta distribuzione dei

dividendi e dell’eventuale corrispettivo di cessione.

Gli effetti dei “decimali”

Una causa di possibili disparità di trattamento tra le due compagini di azionisti è legata alla quantità di numeri decimali che si utilizzano per esprimere il rapporto di cambio.

Tornando all’esempio precedente di congruità si considerino le due seguenti situazioni.

	Beta Spa	Alfa SpA	Beta Spa	Alfa SpA
Valore del capitale economico	11.500.000	18.550.000	11.500.000	18.550.000
N. azioni	10.000	5.000	10.000	5.000
Valore unitario	1.150	3.710	1.150	3.710
Rapporto di cambio		3/10		3.099/10.000
Azioni da emettere		3.000		3.099
N. azioni post-Alfa a ex azionisti Alfa		62,50%		61,74%
N. azioni post-Alfa a ex azionisti Beta		37,50%		38,26%

Si consideri che il valore di Beta è pari al 38,27% del totale risultante, sicché agli azionisti ex Beta dovrebbe spettare una analoga percentuale delle azioni post-Alfa.

Il rapporto di cambio, calcolato come rapporto tra i valori fornisce un risultato pari a 0,30997305 e naturalmente si potrebbero aggiungere infiniti decimali. Al contrario il numero di azioni da emettere non può essere frazionario ma intero, venendosi in questo

modo a creare un vincolo che può impattare sulla distribuzione dei valori.

Il primo esempio si interrompe al primo decimale. Poiché il secondo decimale è pari a 0 potrebbe sembrare ragionevole interrompersi a quel livello. Si ottiene quindi un rapporto di cambio che prevede che vengano distribuite 3 nuove azioni di Alfa ogni 10 azioni di Beta annullate. Si può facilmente calcolare che le azioni da emettere sono 3.000. Questa solu-

zione porta però ad una soluzione non ottimale poiché gli azionisti ex Beta ricevono una partecipazione non commisurata all'effettivo valore. Al contrario utilizzando 4 decimali si ha che gli azionisti ex Beta riceveranno 3.099 nuove azioni ogni 10.000 detenute. In questo caso il valore che viene distribuito è pressochè pari a quello corretto (38,26% contro 38,27) pur rimanendo ancora lievemente sfavorevole.

L'esempio mostra che, pur essendo congrui i valori sottostanti, la scelta della numerosità dei decimali non è irrilevante, ma può avere un impatto significativo a favore dell'una o dell'altra compagine.

Gli amministratori dovranno quindi preoccuparsi di verificare l'impatto delle scelte dei "decimali" sulla distribuzione del valore.

Le principali aree di criticità nel giudizio di congruità

La valutazione di congruità dell'esperto è la principale tutela contro possibili errori nella valutazione che conducono ad uno squilibrio di trattamento tra le due compagini, come descritto nel paragrafo precedente. Come già richiamato, la relazione degli esperti deve contenere un giudizio sull'idoneità dei metodi e dei risultati ai quali portano, tenuto conto delle eventuali difficoltà di valutazione. Ove i metodi fossero molteplici, l'esperto deve anche esprimersi in merito alle modalità con le quali ciascuno contribuisce al risultato finale.

In merito ai criteri o metodi di valutazione, in primo luogo l'esperto dovrà esprimersi in merito all'accettabilità degli stessi sia con riferimento agli aspetti teorici sia alle applicazioni operative.

È evidente che i criteri più diffusi fondati sull'attualizzazione dei flussi attesi di cassa o di reddito, sull'informazione patrimoniale (o su un "misto" dei due) e sulle valutazioni comparative di mercato (metodo dei multipli) sono generalmente considerati razionali e accettabili; ove invece gli amministratori abbiano fatto ricorso a criteri diversi e originali, l'esperto dovrà giudicarne l'applicabilità al caso concreto.

Una seconda area di analisi riguarda, invece, le modalità di applicazione dei metodi con particolare riferimento:

1. alle ipotesi di sviluppo aziendale e alla stima del costo del capitale nelle valutazioni fondate sull'attualizzazione di flussi attesi;
2. alla sostenibilità delle ipotesi di valorizzazione dell'attivo aziendale, con particolare riferimento agli intangibili e all'avviamento, nelle valutazioni patrimoniali;

3. alla comparabilità del campione delle società utilizzate per trarre i multipli di mercato nelle valutazioni comparative.

Nell'analisi dei metodi si dovrà considerare che nelle fusioni l'obiettivo non è solamente di giungere ad una valutazione assoluta, ma di stimare un rapporto di cambio che dipende dal valore relativo delle società partecipanti.

È quindi cruciale che gli amministratori abbiano applicato i criteri in modo coerente per tutte le società partecipanti.

Rimangono poi da considerare alcune criticità che riguardano in dettaglio fusioni e scissioni, impattando le modalità del calcolo del rapporto di cambio.

In particolare, per quanto attiene al denominatore del rapporto, il numero delle azioni non dovrebbe considerare le azioni proprie detenute da ciascuna società partecipante poiché in questo caso non si hanno azionisti da tutelare. Gli amministratori dovranno quindi indicare il numero totale delle azioni in circolazione e rettificarlo in diminuzione per un valore pari al numero di azioni proprie detenute.

Andranno, invece, considerate le obbligazioni convertibili (e con *warrant*) in azioni ordinarie, ma solamente nell'ipotesi in cui al momento della valutazione, la conversione, ancorchè non possibile, sia conveniente².

La valutazione dovrà tenere conto anche delle scelte indicate nel progetto di fusione in merito alla data di godimento delle azioni di nuova emissione e, in particolare, quanto esse partecipano agli utili dell'ultimo esercizio.

Un aspetto inusuale, ma sovente presente prima di una fusione e che deve essere considerato, riguarda la distribuzione di dividendi straordinari. Il rapporto di cambio non determina solamente la ripartizione dei valori ma incide anche sul controllo della società e quindi impatti i diritti amministrativi dei soci.

In particolare, nei casi in cui la *governance* dovrà esercitarsi in modo congiunto o siano state prefissate le quote da attribuire alle diverse compagini, si pone un problema se i "numeri" non supportano tali decisioni. In tali casi, fermo restando che il valore di una società non può aumentare, è invece possibile ridurlo, tipicamente distribuendo dividendi straordinari, ove le riserve di utili siano sufficientemente capienti. I dividendi riducono il valore del capitale o attraverso minore liquidità o con maggior debito.

² Considerazioni analoghe valgono per i piani di *stock option*.

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

La relazione degli amministratori dovrà quindi indicare la distribuzione di tali dividendi dettagliando le modalità operative di attuazione.

Un'ulteriore criticità riguarda il grado di *disclosure* sulla quale il Legislatore ha posto l'accento richiedendo l'evidenziazione delle maggiori difficoltà valutative. Si richiede quindi agli amministratori la descrizione del processo che ha condotto ai risultati, ripercorrendo in dettaglio tutte le fasi con particolare riferimento alle scelte metodologiche.

In merito a questi aspetti il giudizio di congruità dovrà considerare i passaggi più critici, valutando anche l'impatto sul valore di eventuali soluzioni alternative per testarne la robustezza.

La scelta di utilizzare più metodi per la stima del rapporto di cambio è assolutamente condivisibile, tuttavia deve essere chiaramente esplicitata la funzione di valore che racchiude i diversi metodi e porta al risultato finale. In altri termini, la scelta di più metodi non deve tradursi nella definizione di un intervallo di valori all'interno del quale qualunque rapporto di cambio è accettabile, ma deve condurre ad un valore che sia espressivo di tutti i metodi. Ove si scelga di mediare i valori, gli amministratori devono evidenziare i pesi attribuiti a ciascun risultato e commentare la scelta effettuata.

Infine, rimane da esaminare un ultimo aspetto ine-

rente alla nozione stessa di valore, se quest'ultimo debba essere considerato un valore *stand-alone* al momento della fusione o un valore potenziale che include anche i benefici derivanti dall'integrazione *post-fusione*.

La dottrina sul punto non è concorde venendosi a contrapporre due posizioni, la prima delle quali ritiene che le valutazioni di fusione debbano tutelare i diritti patrimoniali esistenti al momento della fusione e non futuri e realizzabili solo se la fusione sarà in grado di realizzare i benefici previsti.

La seconda posizione ritiene invece che anche i benefici potenziali siano parte dei diritti patrimoniali da tutelare poiché se ne prevede la realizzazione e dovranno quindi essere attribuiti proporzionalmente ai soci già in sede di determinazione del rapporto di cambio.

La prima posizione è sicuramente maggioritaria; tuttavia, a parere dello scrivente, la natura dei benefici attesi non gioca un ruolo marginale. Se, infatti, i benefici attesi consistono prevalentemente di sinergie di costo è ragionevole ipotizzare che possano essere relativamente facili da conseguire e quindi possono essere inclusi nella funzione del valore; al contrario se i benefici sono prevalentemente legati a sinergie di ricavo la loro inclusione nel rapporto di cambio appare assai più problematica.

 **Euroconference**
Centro Studi Tributari

4 giornate intere

LABORATORIO PROFESSIONALE DI RIORGANIZZAZIONI E RISTRUTTURAZIONI SOCIETARIE

Come supportare i propri clienti nella riorganizzazione e ristrutturazione dell'attività imprenditoriale creando nuove opportunità professionali

Milano inizio 27 marzo 2015

Master di specializzazione

[ACCEDI AL SITO](#)