

## Le valutazioni finanziarie in merito alla determinazione del rapporto di cambio nelle fusioni e nelle scissioni

di Massimo Buongiorno – docente di Finanza Aziendale, Università Bocconi di Milano e Università Ca' Foscari di Venezia

*Il presente lavoro, premesso un breve riepilogo in merito alla disciplina delle fusioni e delle scissioni, approfondisce le modalità di determinazione del rapporto di cambio nelle fusioni con riferimento principale al caso della fusione per incorporazione distinguendo il caso di assenza di precedente rapporto partecipativo dalla fusione di una partecipata.*

*Nel caso della scissione si evidenziano, invece, le modalità di determinazione del rapporto di assegnazione in ipotesi di scissioni non proporzionali.*

*Conclude il lavoro una rassegna delle principali attenzioni e criticità nel processo valutativo.*

### Inquadramento generale

Le fusioni e le scissioni sono operazioni straordinarie disciplinate dal Legislatore ai sensi degli art.2501 e ss. cod.civ. per le fusioni e 2506 e ss. cod.civ. per le scissioni.

Pur in presenza di obiettivi di natura societaria, industriale e finanziaria completamente diversi, la fusione e la scissione presentano numerose analogie sia per quanto attiene agli aspetti procedurali (la disciplina della scissione rimanda spesso a quella della fusione) sia in merito alla gestione dei rapporti tra i soci.

Andrà infatti preliminarmente notato che le due operazioni non impattano solamente sulle società, ma anche in maniera significativa sui soci, in questo differenziandosi da altre operazioni straordinarie quali la cessione o il conferimento d'azienda che impattano esclusivamente sulla società cedente/conferente e cessionaria/conferitaria.

In particolare nella fusione per incorporazione o per concentrazione si ha l'estinzione di una o più società partecipanti comportando l'annullamento delle azioni o quote.

In tutti i casi di fusione per incorporazione, nei quali la società incorporante non detiene l'intero patrimonio dell'incorporata, si genera la necessità di compensare i soci dell'incorporata con azioni o quote di nuova emissione della società incorporante, in numero da tale da preservare l'integrità del valore della partecipazione del socio.

Nelle fusioni per concentrazione, le azioni o quote rappresentanti il capitale della società risultante verranno attribuite ai soci delle società che si estinguono

in ragione del valore di mercato delle partecipazioni detenute prima della fusione.

Il rapporto numerico che indica il numero di nuove azioni/quote da emettere per ogni azione/quota annullata si definisce rapporto di cambio ed è oggetto di specifica tutela da parte del legislatore.

Il rapporto di cambio è già indicato nel progetto di fusione (art.2501-ter cod.civ. punto 3) e, ai sensi dell'art.2501-quinquies co.2 cod.civ., la relazione degli amministratori deve indicare "i criteri di determinazione del rapporto di cambio" e "devono essere segnalate le eventuali difficoltà nella valutazione".

È inoltre previsto all'art.2501-sexies cod.civ., l'obbligo di depositare una relazione redatta da un esperto, dotato dei requisiti previsti dall'art.2409-bis cod.civ. (un revisore legale).

La relazione dell'esperto deve contenere (comma 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;
- le eventuali difficoltà di valutazione. Inoltre (co.2) l'esperto dovrà rendere un parere sull'adeguatezza del metodo/metodi seguiti e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

La scissione prevede, invece, come noto, la possibilità di trasferire da una società ad un'altra, di nuova costituzione o già esistente, attività e passività e la relativa "porzione" di patrimonio netto.

Il meccanismo operativo è tecnicamente analogo a quello della fusione, poiché a fronte dell'annullamento delle azioni/quote della scissa, si ha un au-

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

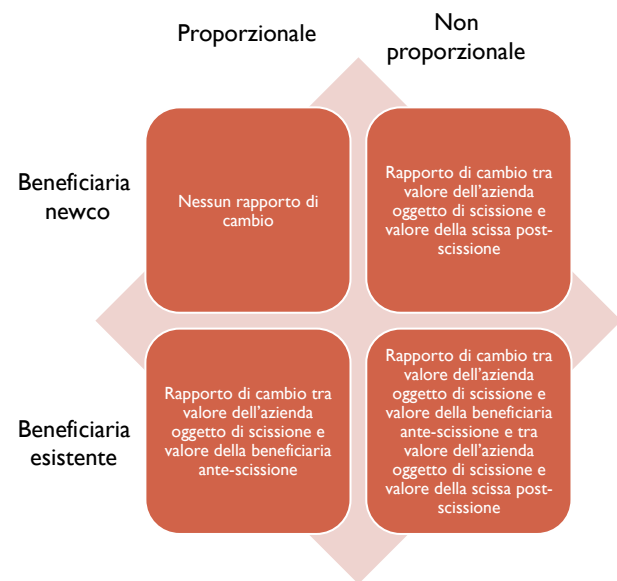
mento di capitale a servizio della scissione nella beneficiaria.

Il rapporto di cambio si rende necessario in tutte le fattispecie di scissione diverse da quelle proporzionali a favore di beneficiaria di nuova costituzione.

Infatti nelle scissioni non proporzionali a favore di una *newCo*, la necessità di determinare un rapporto di cambio (o meglio di assegnazione) nasce per compensare i soci che non partecipano al capitale della beneficiaria con maggiori azioni o quote della scissa in modo da mantenere inalterato il valore *ante* e *post* scissione.

Ove la scissione avesse luogo con beneficiaria già esistente e in forma non proporzionale si avrebbe un doppio rapporto di cambio: il primo riguarda il numero di azioni o quote da emettere in capo alla beneficiaria ed è sostanzialmente analogo al caso di fusione, il secondo attiene ai rapporti tra i soci della scissa ed è riconducibile al caso precedente.

La tabella sottostante sintetizza le diverse fattispecie.



## Le modalità di calcolo

### La fusione

Il rapporto di cambio nella fusione tutela il valore del patrimonio dei soci di entrambe le compagini delle società partecipanti.

Nella fusione per incorporazione i soci delle società che si estinguono devono ricevere una partecipazione di uguale valore rispetto a quella detenuta in precedenza a tutela propria, ma anche dei soci della società che residua, in quanto potrebbero essere danneggiati da una eccessiva diluizione della propria partecipazione. Considerazioni analoghe riguardano la fusione per concentrazione, ma in quel caso la co-

stituzione di una nuova società pone tutte le compagini in una situazione omogenea.

Dovendosi tutelare i valori correnti ne deriva che, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, il valore contabile del patrimonio netto non ha rilevanza. Sarà, invece, necessario stimare il valore di tutte le società.

Le criticità del processo valutativo verranno analizzate nel prossimo paragrafo. Si analizzano, invece, di seguito le peculiarità della determinazione del rapporto di cambio.

Si consideri il seguente esempio.

## Esempio

La società Alfa Spa intende incorporare la società Beta Spa con la quale non esiste alcun rapporto di partecipazione.

La situazione patrimoniale ante-fusione di Alfa è riassunta di seguito (migliaia di euro):

ALFA SpA - SP		
	<i>DEBITO</i>	2.400
	<i>FN</i>	4.100
	Capitale sociale	3.000
	Riserve	900
	Utile netto	200
<i>CIN</i>	6.500	<i>TOTALE</i> 6.500

La situazione di Beta è invece la seguente (migliaia di euro):

BETA SpA - SP		
	<i>DEBITO</i>	1.200
	<i>FN</i>	2.800
	Capitale sociale	1.400
	Riserve	1.000
	Utile netto	400
<i>CIN</i>	4.000	<i>TOTALE</i> 4.000

Gli amministratori di entrambe le società hanno proceduto alla stima del valore del patrimonio di Alfa e Beta che risulta pari a (valori in migliaia di euro):

Alfa:	
Valore dell'azienda:	8.400
Debito:	2.400
Valore del patrimonio:	6.000

Beta:	
Valore dell'azienda:	7.000
Debito:	1.200
Valore del patrimonio:	5.800

Sono in circolazione n. 3.000 azioni di Alfa per un valore nominale pari a uno, mentre le azioni in circola-

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

zione di Beta sono n. 1.400 analogamente di valore nominale unitario.

Sulla base delle valutazioni risulta che il valore corrente unitario dell'azione Alfa è pari a 2, così come risultante dal rapporto tra il valore corrente del patrimonio pari a 6.000 e il numero delle azioni (3.000).

Il valore unitario dell'azione Beta è invece pari a 4,14 (5.800 diviso per 1.400).

Il rapporto di cambio esprime la relazione tra i due valori unitari ponendo al numeratore il valore per azione della società incorporanda e al denominatore quello della incorporante.

Nel caso in esame, tale rapporto risulta così costruito:

$$\text{Rapporto di cambio} = \frac{\text{Valore unitario azione incorporanda}}{\text{Valore unitario azione incorporante}} = \frac{4,14}{2} = 2,0714$$

Dovranno quindi essere emesse 2,0714 nuove azioni di Alfa per ogni azione annullata di Beta. Date le azioni di Beta da annullare pari a 1.400 dovranno essere emesse azioni Alfa pari a tale numero per il rapporto di cambio, ovverosia 2.900 azioni. Ove non sia possibile ottenere un numero intero esso dovrà essere arrotondato all'intero più vicino. Tale calcolo dovrà essere chiaramente esplicitato nella relazione degli amministratori perché, pur se in misura minima, la scelta di arrotondamento si traduce comunque in un vantaggio per una delle compagini a sfavore dell'altra.

Nel bilancio di Alfa, il capitale sociale dovrà essere aumentato di euro 2.900.000 senza determinazione di riserva sovrapprezzo in modo che le nuove azioni godano degli stessi diritti amministrativi e patrimoniali di quelle esistenti.

Lo stato patrimoniale di Alfa post-fusione diviene il seguente:

CIN ALFA	6.500	DEBITO	3.600
CIN BETA	4.000	PN	7.000
		Capitale sociale	5.900
		Riserve	900
<b>Disavanzo da concambio</b>	<b>100</b>	Utile netto	200
CIN	10.600	TOTALE	10.600

Il disavanzo da concambio emerge a fronte dell'avviamento implicito nella valutazione di Beta. Si noti, infatti, che, a fronte di un valore contabile del patrimonio pari a 2.800.000 euro, l'incremento di capitale in Alfa è pari a euro 2.900.000 e quindi maggiore per 100.000 euro che equivale al disavanzo evidenziato. Si noti che l'ammontare del disavanzo da concambio è funzione:

1. del rapporto di cambio e quindi del valore relativo delle due azioni;
2. della differenza tra il valore corrente e il valore contabile del patrimonio di Beta.

Nella fusione per incorporazione di società parzialmente controllata il rapporto di cambio dovrà essere applicato solamente per la partecipazione che si riferisce a soggetti economici diversi.

A titolo esemplificativo si consideri una società Beta analoga al caso precedente ed una società Alfa Spa con il seguente stato patrimoniale ante fusione:

CIN	6.500	DEBITO	5.880
		PN	4.100
		Capitale sociale	3.000
		Riserve	900
Partecipazione 60% BETA	3.480	Utile netto	200
CIN	9.980	TOTALE	9.980

Siano i valori correnti identici a quelli riportati nell'esempio precedente e si ipotizzi che il valore della partecipazione di Alfa in Beta sia pari al 60% e che sia espresso a valori correnti (per cui valore patrimonio Beta euro 5.800.000 moltiplicato per il 60% risulta pari a euro 3.480.000).

Il rapporto di cambio è ancora 2,0714 ma ora le azioni da concambiare sono solamente 560, per cui Alfa dovrà emettere solamente 1.160 azioni ad un valore nominale unitario sicché il capitale aumenta a euro 4.160.000.

A fronte dell'estinzione di Beta dovrà essere annullata la partecipazione di Alfa e sostituita dalle attività e passività della stessa società. Si avrà quindi che a fronte dell'annullamento di una partecipazione per euro 3.480.000 milioni si acquisisce il 60% del valore del patrimonio netto di Beta, ovvero 1.680.000 euro. La differenza tra i due valori costituisce il disavanzo di annullamento per 1.800.000 euro.

Poiché questo caso è analogo al precedente, ma limitato al solo 40% delle quote, è logico aspettarsi che il disavanzo da concambio sia pari al 40% di quanto ottenuto in precedenza, ovvero 40.

Lo stato patrimoniale post-fusione mostra la correttezza delle considerazioni sviluppate.

CIN ALFA	6.500	DEBITO	7.080
CIN BETA	4.000	PN	5.260
		Capitale sociale	4.160
		Riserve	900
<b>Disavanzo da concambio</b>	<b>40</b>	Utile netto	200
<b>Disavanzo da annullamento</b>	<b>1.800</b>	TOTALE	12.340
CIN	12.340		12.340

Analogamente si procede con riferimento alla fusione per concentrazione, ma in questo caso la determinazione è assai più semplice poiché si dovrà solamente verificare che la società risultante distribuisca alle diverse compagini un numero di azioni o quote

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

proporzionale al contributo di ciascuna alla formazione del valore complessivo.

Il valore della società risultante non può che essere la somma del valore corrente del patrimonio di ciascuna società partecipante.

## La scissione

Le valutazioni del rapporto di assegnazione nelle scissioni non differiscono nella sostanza da quanto sviluppato per le fusioni, ma presentano talune peculiarità peculiari.

Di seguito viene esaminata in dettaglio la scissione non proporzionale in favore di una beneficiaria di nuova costituzione.

Con questa operazione - si trasferiscono alcune attività e passività della scissa alla beneficiaria che viene appositamente costituita, ma con una composizione della compagine societaria diversa da quella della scissa.

Anche in questo caso un esempio applicativo aiuta a focalizzare gli aspetti rilevanti.

Si ipotizzi che Alfa Spa sia la società scindenda con la seguente situazione patrimoniale ante scissione:

	ALFA SpA - SP	
	DEBITO	1.200
	PN	2.800
	Capitale sociale	1.400
	Riserve	1.000
	Utile netto	400
CIN	4.000	TOTALE 4.000

I soci sono azionista uno e azionista due. Uno possiede il 75% delle azioni mentre due possiede il restante 25%. Il bilancio di scissione afferente il patrimonio netto espunto dalla scissa si compone come di seguito:

	DEBITO	500
	PN	1.000
	Capitale sociale	600
	Riserve	400
	Utile netto	-
CIN	1.500	TOTALE 1.500

Ipotizzando che l'intero patrimonio venga attribuito a capitale si ha la situazione patrimoniale di apertura della beneficiaria Beta come segue.

	DEBITO	500
	PN	1.000
	Capitale sociale	1.000
	Riserve	-
	Utile netto	-
CIN	1.500	TOTALE 1.500

Se la scissione fosse proporzionale non si avrebbe necessità di ulteriori valutazioni, ma se - a titolo esemplificativo - in Beta l'azionista uno e il due partecipassero entrambi al 50% si avrebbe necessità di determinare il numero di azioni della scissa che dovranno essere assegnate in compensazione all'azionista uno.

I valori correnti risultano pari ai seguenti (valori in migliaia di euro):

Alfa:	
Valore dell'azienda:	8.400
Debito:	1.200
Valore del patrimonio:	7.200

Beta:	
Valore dell'azienda scissa:	2.300
Debito:	500
Valore del patrimonio:	1.800

Le azioni di Alfa in circolazione sono 1.400 di valore nominale unitario. Corrispondentemente le azioni annullate sono 600 a fronte dell'emissione di 1.000 azioni da parte di Beta. Ogni azione di Beta vale euro 1,8 pari al rapporto tra il valore dell'azienda scissa (pari a euro 1.800.000) e il numero di azioni emesse. Il valore corrente unitario delle azioni della scissa post scissione è invece pari a 6,75 euro che risulta dal rapporto tra il valore residuo in Alfa dopo la scissione pari a 5,4 euro milioni diviso per 800 azioni (1.400 - 600 azioni annullate).

Ne deriva che il rapporto di assegnazione è il seguente:

$$\text{Rapporto di assegnazione} = \frac{\text{Valore unitario azione beneficiaria}}{\text{Valore unitario azione scissa}} = \frac{1,8}{6,75} = 0,2667$$

In ragione della distribuzione delle azioni nella beneficiaria, ne deriva che sono state attribuite all'azionista due 250 azioni che sarebbero spettate all'azionista uno ove fosse stata mantenuta la proporzionalità. Sulla base del rapporto di assegnazione, ne deriva che spettano all'azionista uno 66,667 azioni della società scissa. Sommate alle 600 che già deteneva si ottiene un totale pari a 667 che corrisponde all'83% del capitale.

L'invarianza dei valori risulta dalla tabella seguente:

Azionista uno:	
Valore ante scissione	5.400.000 euro pari al 75% di 7.200.000 euro
Valore post scissione	Partecipazione in Beta 900.000 euro pari al 50% di 1.800.000 euro più partecipazione in Alfa pari a 4,5 euro milioni (83% di 5,4 milioni euro) per un totale di 5,4 milioni euro equivalente al valore antescissione.

La stessa invarianza di valori si riscontra ovviamente anche per l'azionista due.

Nel caso di scissione a beneficiaria esistente è necessario procedere in analogia con la fusione per

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

quanto riguarda il concambio tra le azioni annullate e le azioni di nuova emissione della beneficiaria al servizio della scissione. A differenza della fusione le azioni annullate sono solo parte del capitale.

Il rapporto di cambio sarà quindi:

$$\text{Rapporto di cambio} = \frac{\text{Valore unitario azione annullata}}{\text{Valore unitario azione beneficiaria}}$$

Il valore unitario di ogni azione annullata sarà pari al rapporto tra il valore corrente del patrimonio scisso e il numero di azioni annullate.

Successivamente ove la scissione fosse non proporzionale si dovrà procedere in analogia al caso precedente, assegnando azioni della scissa ai soci che risultano penalizzati da una distribuzione delle azioni emesse dalla beneficiaria secondo proporzioni diverse dai rapporti tra i soci esistenti nella scissa ante scissione.

## Le peculiarità valutative

Il rapporto di cambio tutela i diritti patrimoniali dei soci pertanto deve essere costruito in modo da non generare un arricchimento/impovertimento indebito a seguito della fusione per nessuna delle due compagini. Dal punto di vista strettamente tecnico, non si tratta di valutazioni assolute, cioè finalizzate ad esprimere un valore generale ed astratto ma di valutazioni relative delle società partecipanti: diviene quindi di fondamentale importanza l'applicazione di molteplici funzioni di valore analoghe per tutte le società partecipanti.

Quest'ultimo aspetto è di facile applicazione quando le società partecipanti svolgono attività simili, lo è molto meno quando le attività sono eterogenee (ad esempio fusione tra una società industriale e una immobiliare o una *holding*).

Poiché gli esperti dovranno esprimersi in merito, la relazione degli amministratori dovrebbe ripercorrere in dettaglio tutte le fasi del processo valutativo con particolare riferimento alle scelte metodologiche.

È di fondamentale importanza, infine, che sia razionale e chiaramente motivato il passaggio tra i possibili rapporti di cambio che emergono dalle funzioni di valore utilizzate e il rapporto di cambio che si presceglie. Venendo alle principali criticità si considerino i seguenti aspetti:

1. le azioni proprie non rientrano nel numero delle azioni rilevanti per la stima del valore per azione;
2. deve essere considerato l'effetto sul patrimonio di eventuali dividendi straordinari;
3. per le società con più categorie di azioni, normalmente si procede prima alla conversione in azioni ordinarie e poi si procede alla determinazione del rapporto di cambio;
4. i benefici derivanti dalla fusione non sono oggetto di valutazione poiché il rapporto di cambio tutela il valore dei diritti patrimoniali al momento della fusione, non quelli potenziali che potrebbero derivare in futuro ai soci.

 **Euroconference**  
Centro Studi Tributari

**Seminari di specializzazione**

*Seminario di specializzazione di 2 giornate*

## TRANSFER PRICE

**Inquadramento pratico normativo, predisposizione degli oneri documentali, strategia difensiva in caso di verifica**

**Bologna** 05 e 06 febbraio

**Milano** 15 e 16 dicembre

### QUOTE DI PARTECIPAZIONE

**€ 450,00 + IVA**

Cumulabili con sconto Privilege Card  -25 %  -20 %  -15 %

[ACCEDI AL SITO](#)