



UNIVERSITÀ
di VERONA

Dipartimento
di SCIENZE GIURIDICHE



Ordine dei
Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili
Verona

Verona, 16 novembre 2018



Le valutazioni nelle operazioni straordinarie: profili legali e principi di riferimento

Aspetti particolari di alcune operazioni straordinarie

Martino Zamboni



Martino Zamboni



zamboni@valebo.it



dottore commercialista – revisore legale

dottore di ricerca in diritto ed economia dell'impresa
facoltà di Giurisprudenza - Università di Verona

professore a contratto
dipartimento di Economia aziendale - Università di Verona

Consigliere di gestione dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV)



Agenda

Le valutazioni nelle operazioni straordinarie



Valutazioni legali nei PIV

I Principi Italiani di Valutazione introducono la categoria delle cd. **VALUTAZIONI LEGALI**



disciplinate dal
Codice Civile

in certa misura anche
VALORI
CONVENZIONALI

con finalità di
GARANZIA e TUTELA
degli interessi di soggetti estranei
al controllo della società

Aumenti di capitale
PIV IV.3

Fusioni e Scissioni
PIV IV.4

**Principi
generali**
PIV IV.2

Conferimenti e
trasformazioni
PIV IV.5

Recesso
PIV IV.6

Il **Legislatore** ed i **Tribunali** possono fare riferimento ai PIV
un esempio: 2343-ter C.C.?

b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente





Per garantire l'**EQUITÀ** dell'operazione nella prospettiva dei soci di minoranza (e altri *stakeholder*) devono essere:

01 COMPLETE

- ✓ devono essere «**valutazioni piene**» e NON pareri valutativi (PIV IV.2.4)
RAGIONEVOLEZZA DEL PIANO AZIENDALE
- ✓ l'esperto deve identificare la **sostanza economica** e conoscere la **disciplina giuridica** dell'operazione (PIV IV.2.1) **AMBIENTAZIONE DELL'OPERAZIONE STRAORDINARIA**
- ✓ va considerata tutta l'informazione rilevante per l'espletamento dell'incarico (PIV IV.2.7)
- ✓ opportuno che l'esperto (nel rispetto delle norme) adotti più metodiche di valutazione (PIV IV.2.9)

02 NEUTRALI e OBIETTIVE

- ✓ gli organi amministrativi aziendali e i terzi devono essere in grado di seguire tutti gli sviluppi del processo valutativo e riprodurre i calcoli (PIV IV.2.5)
- ✓ si devono **escludere ipotesi speciali** che un partecipante al mercato non formulerebbe (PIV IV.2.6)
- ✓ deve assegnare **maggiore peso all'informazione di fonte esterna ed indipendente** e le ipotesi a base della valutazione devono essere ragionevolmente obiettive (PIV IV.2.7)





03 PRUDENTI

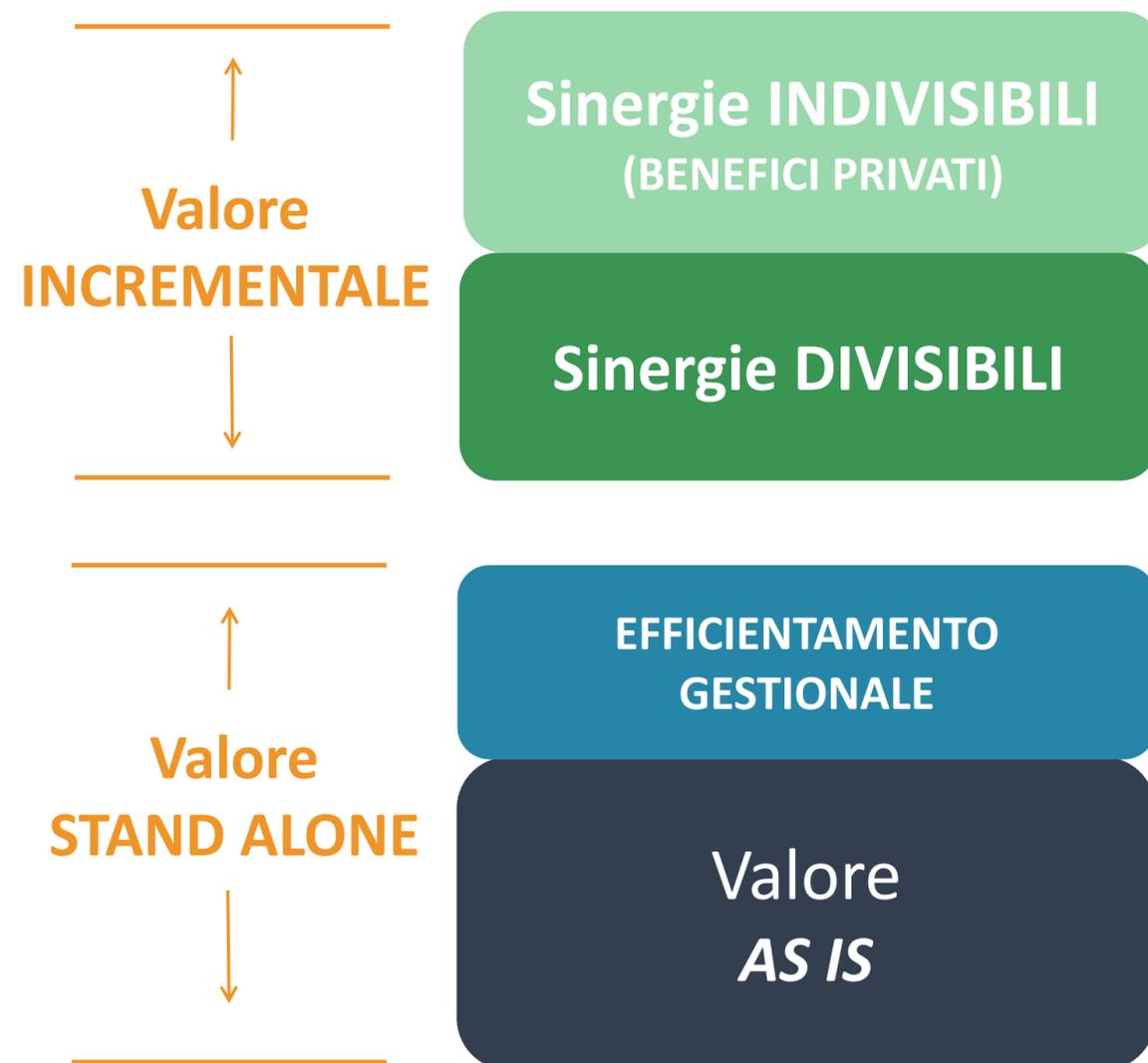
l'esperto valutatore deve:

- ✓ **comprendere le ragioni delle differenze di risultato** ottenute attribuendo ad essi diversa rilevanza in funzione dell'affidabilità degli input della base informativa e della configurazione di valore ricercata (PIV IV.2.9)
- ✓ indicare sempre le **difficoltà incontrate nella stima** (PIV IV.2.8)
- ✓ dedicare particolare **attenzione ai fattori di rischio** (PIV IV.2.11)
- ✓ se ha utilizzato più criteri di stima, **motivare perché è giunto ad un specifico risultato** pur avendo ottenuto valori diversi dall'applicazione di metodiche diverse (PIV IV.2.10)



Impianto valutativo

Il VALORE DI ACQUISIZIONE nell'M&A



Valore che l'acquirente si attende di ottenere attraverso lo sfruttamento dei **FATTORI DI SINERGIA** (divisibili e indivisibili) derivanti dalla gestione unitaria della sua società con la *target*

Sinergie universali

Sinergie speciali

Valore dell'impresa *target* ottimizzata, considerata singolarmente





Il **VALORE DI ACQUISIZIONE** individua il **prezzo massimo** che eguaglia il valore attuale dei flussi attesi

se il prezzo effettivamente pagato è pari al valore di acquisizione, il Net Present Value dell'operazione si annulla

Gli acquirenti – soprattutto quelli di natura finanziaria - ragionano anche in termini di **IRR target**:

- identificano il **rendimento obiettivo** del loro investimento in capitale di rischio
- determinano l'*Equity Value* della *target* considerato tale rendimento obiettivo sul **capitale proprio investito** nell'acquisizione
- stimano il **livello massimo di indebitamento sostenibile** dalla *target* *somma dell'indebitamento preesistente e dell'indebitamento funzionale all'acquisizione*
- ricostruiscono l'*Enterprise Value* associato alla *target* sommando all'*Equity Value* l'ammontare massimo di debito sostenibile dalla *target*





Occorre impostare coerentemente l'**IMPIANTO VALUTATIVO** della stima con l'identificazione tra l'altro di:

CONFIGURAZIONE DI VALORE

1. VALORE DI MERCATO
2. VALORE D'INVESTIMENTO
3. VALORE NEGOZIALE EQUITATIVO
4. VALORE CONVENZIONALE
5. VALORE DI SMOBILIZZO
- + 1. VALORE INTRINSECO per aziende e partecipazioni

UNITÀ DI VALUTAZIONE

aggregato di riferimento della valutazione

- 01 SINGOLO TITOLO
- 02 PARTECIPAZIONE
- 03 AZIENDA

OGGETTO DI VALUTAZIONE

in caso di aziende occorre definire puntualmente il PERIMETRO DI STIMA





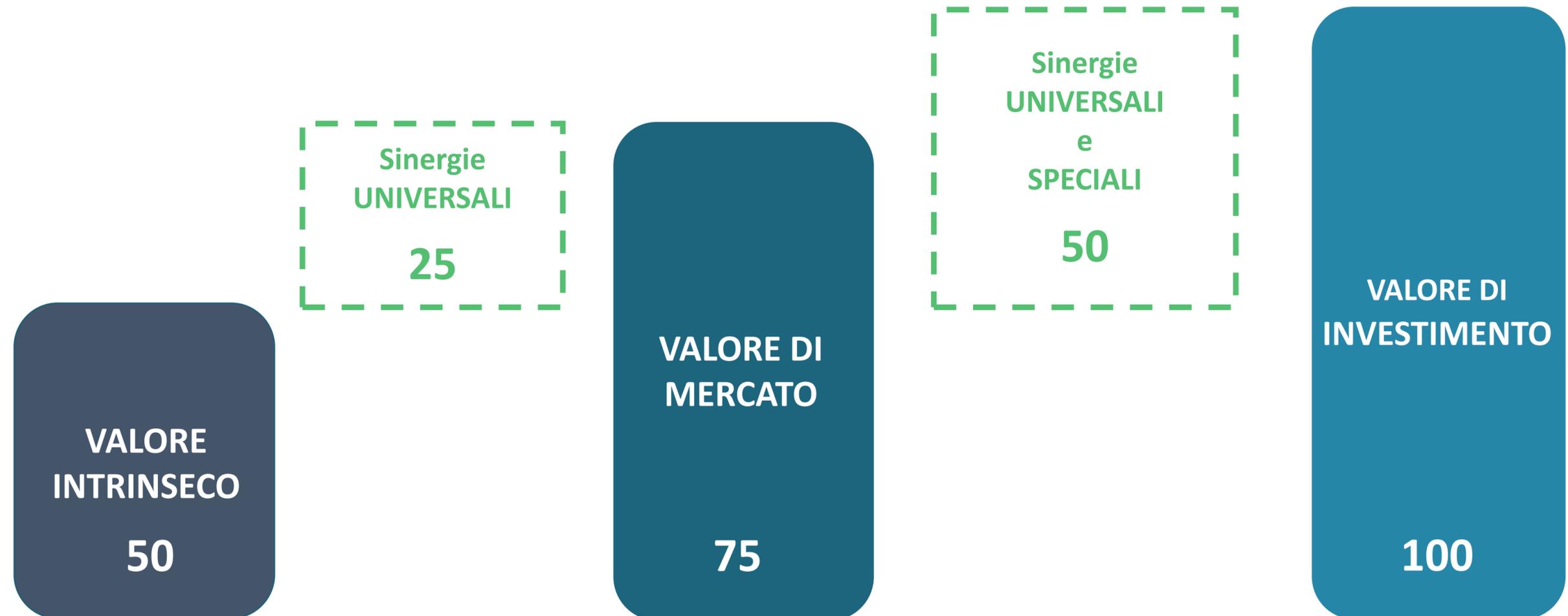
ESEMPIO ILLUSTRATIVO – Recesso

S.p.A. quotate - 2437-ter, comma 3, C.C.



media aritmetica semplice prezzo di chiusura	2.959	VARIAZIONE
media aritmetica semplice prezzo di apertura	2.956	-0,12%
media aritmetica ponderata prezzo di chiusura	3.373	+ 13,99%
media aritmetica ponderata prezzo di apertura	3.319	+ 12,17%





AS IS – WHERE IS

Investitore industriale

NON ESISTE A PRIORI UNA GERARCHIA DI VALORI

non è sempre verificato che i partecipanti al mercato e/o uno specifico acquirente siano in grado di aggiungere valore rispetto all'attuale proprietario

Le **SINERGIE** generabili da uno specifico acquirente non sempre sono divisibili tra tutti i soci

- I **soci di maggioranza** beneficiano di tutte le sinergie (DIVISIBILI e INDIVISIBILI)
- I **soci di minoranza** beneficiano solo delle sinergie DIVISIBILI





Esempio di diverse unità di valutazione

- BETA è interessata ad acquistare il 60% di ALFA
- La stima del valore *as is* di ALFA - con precedenti soci di controllo - è di **100** (n. 100 azioni).
- BETA ritiene di poter estrarre da ALFA le seguenti **sinergie**:
 - ✓ **Riduzione di costi** amministrativi e commerciali in ALFA per 40 (**sinergie DIVISIBILI**)
 - ✓ **Incremento del fatturato** in BETA per 30 (**sinergie INDIVISIBILI**)

	AZIENDA Valore 100%	PARTECIPAZIONE Partecipazione	SINGOLO TITOLO Singola azione
Valore intrinseco "vecchi soci"	100		
<i>Sinergie divisibili</i>	40		
Valore investimento per azionisti minoranza	140	140 * 40% = 56	140 / 100 = 1,4
<i>Sinergie indivisibili</i>	30		
Valore investimento per azionisti maggioranza	170	140 * 60% + 30 = 114	140/100 + 30/60 = 1,9





CONFIGURAZIONE DI VALORE

UNITÀ DI VALUTAZIONE

Aumenti di capitale

VALORE DI MERCATO

Patrimonio aziendale
nella sua interezza

Conferimenti e trasformazioni

minore tra
VALORE INTRINSECO e DI MERCATO

Azienda o ramo d'azienda

VALORE DI MERCATO dei beni

Singoli beni

Fusioni e Scissioni

utilizzabili
PIU' CONFIGURAZIONI DI VALORE

Singoli titoli azionari
RAPPORTO DI CONCAMBIO



Contesti di crisi



Le valutazioni in **operazioni straordinarie** relative ad **aziende in stato di crisi** (o insolventi) sono richieste ad esempio per:

- ✓ stabilire il valore d'azienda nelle condizioni correnti
- ✓ stabilire il **valore d'azienda in continuità** grazie ad un piano di ricapitalizzazione/ ristrutturazione rispetto al **valore in liquidazione**
- ✓ definire il **valore di garanzia** di alcune attività
- ✓ effettuare l'**impairment test** di bilancio per verificare il rispetto dei minimi patrimoniali di legge / dei *covenants* / delle condizioni per la conversione in *equity* di strumenti subordinati di natura ibrida;
- ✓ valutare gli **strumenti partecipativi**/ i **titoli azionari** offerti ai creditori
- ✓ per stimare il valore delle **azioni di nuova emissione** in un piano di ristrutturazione con aumento di capitale con rinuncia al diritto di opzione

Le valutazioni scontano:

- **MAGGIORE COMPLESSITÀ**
 - ✓ utilizzabilità solo di alcuni metodi di valutazione
 - ✓ indisponibilità/minore qualità dei dati di *input* e/o delle *assumption*
- **MAGGIORE SOGGETTIVITÀ DI GIUDIZIO** nell'architettura dell'impianto valutativo
- **MAGGIORE INCERTEZZA VALUTATIVA**
 - ✓ i valori oggetto di stima possono presentare rilevante dispersione
 - ✓ range anche molto ampi





Nella **conduzione della stima**

- occorre considerare le **diverse possibili strutture finanziarie**
- può essere necessario fare riferimento ad **assumption ipotetiche** relative allo scenario di risanamento
- spesso **non esiste un mercato di riferimento**
il valore di mercato viene stimato senza disporre di prezzi di mercato
- **non intervengono configurazioni di valore diverse** da quelle dei PIV





Le valutazioni presentano **specificità**:

- **esistenza di fattori di rischio peculiari** da incorporare nella stima:
 - ✓ **rischio di aggressione del patrimonio** da parte dei creditori
 - ✓ **rischi operativi** nella forma di costi indiretti di dissesto/legati alla gestione precedente al dissesto
 - ✓ **rischi gestionali**, per indisponibilità di adeguati supporti informativi o competenze manageriali
 - ✓ rischi connessi ai **tempi ridotti di decisione**
 - ✓ rischi connessi alla **rapida evoluzione di contesto**

- **particolare natura equitativa della valutazione** in relazione agli interessi contrapposti dei soggetti coinvolti nella crisi (creditori, azionisti e *stakeholder* con interessi spesso confliggenti)
 - ✓ le soluzioni offerte dalla legge possono comportare sacrifici per alcuni creditori, per il perseguimento dell'interesse pubblico
rappresentato in genere dalla continuità aziendale
 - ✓ l'esperto deve comprendere le implicazioni del risultato della stima per i soggetti coinvolti e assicurare la massima obiettività nell'incarico

- la **soluzione dello stato di crisi** avviene di frequente **nell'ambito di negoziazione fra specifiche parti**, mentre le stime di valore di mercato o di liquidazione (ordinaria, accelerata o forzata) fanno comunque riferimento a generici partecipanti al mercato



contatti



Martino Zamboni



zamboni@valebo.it

Le slides proposte esprimono l'opinione dell'autore. Sebbene predisposte con massima attenzione ai loro contenuti, non si escludono errori o imperfezioni (che si invita cortesemente a segnalare all'indirizzo e-mail suindicato)

GRAZIE



a misura di Valore