

L'ESPERTO VALUTATORE E LE VALUTAZIONI PER AUMENTO DI CAPITALE E DI CONFERIMENTO

PIV e Discussione Paper 01/2018 della Fondazione OIV

AUMENTI DI CAPITALE

a cura di

Dott. LUCA GUAZZO CRESCINI

Verona, 6 dicembre 2018



DISCIPLINA CIVILISTICA





DIRITTO DI OPZIONE

IL DIRITTO DI OPZIONE SI SOSTANZIA NELL'OBLIGO PER LA SOCIETÀ CHE DELIBERA UN AUMENTO DI CAPITALE A PAGAMENTO DI PRIVILEGIARE I SOCI NELLA SOTTOSCRIZIONE DELLO STESSO; CIÒ AL FINE DI CONSENTIRE LORO DI CONSERVARE INALTERATA LA QUOTA DI PARTECIPAZIONE AL CAPITALE SOCIALE.

**Società a
responsabilità limitata
SRL**

**Articolo 2481 bis co 1
del Codice Civile**



**Società per azioni
SPA**

**Articolo 2441 del
Codice Civile**



ASPETTI VALUTATIVI

IN TUTTE LE OPERAZIONI DI AUMENTO DI CAPITALE, LE PRINCIPALI PROBLEMATICHE CHE SI REALIZZANO IN OTTICA VALUTATIVA SONO:

La scelta della prospettiva della valutazione, **pre o post money**

La scelta della **configurazione di valore** più idonea in considerazione delle caratteristiche e del contesto delle operazioni realizzate

PROSPETTIVA PRE MONEY

PIV IV.3.1 □ «La stima del prezzo di offerta di titoli azionari di nuova emissione nei casi di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione deve rispondere ad un giudizio di equità, cioè di corretto bilanciamento fra le posizioni dei vecchi soci e dei nuovi entranti»

PRE MONEY

L'esperto valutatore dovrebbe realizzare una valutazione «as is» □ escludendo dalla propria stima il valore creato attraverso l'aumento del capitale

Così facendo si evita che i vecchi azionisti possano trarre beneficio dagli apporti dei nuovi soci

Qualora i piani aziendali utilizzati incorporino i risultati riferibili agli interventi di ristrutturazione □ devo procedere con la sterilizzazione di quest'ultimi □ valore *pre money* molto inferiore rispetto a quello *post money* □ i nuovi soci potrebbero utilizzare dei meccanismi di *liquidation preference*

Gli interventi di sterilizzazione risultano particolarmente complicati/non necessari di fronte a interventi pervasivi di ristrutturazione □ *turnaround*



PROSPETTIVA POST MONEY

**Valutazione post
money**

**Patologia/crisi
aziendale**

≠

**Valutazione
AS IS**

In assenza di immissione di nuove risorse il valore dell'azienda potrebbe risultare molto basso o addirittura negativo (PN negativo). Nei casi di specie assume più importanza una valutazione *post money* □ l'investitore potrà confrontare il prezzo di acquisto dei titoli/quote con il valore degli stessi assumendo differenti ipotesi di successo degli investimenti previsti dal piano.



ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE

SI PUÒ LIMITARE O ESCLUDERE IL DIRITTO D'OPZIONE QUANDO:

- ☐ È PREVISTO CHE IL CONFERIMENTO AVVENGA IN NATURA;
- ☐ LE ESIGENZE DELLA SOCIETÀ LO RICHIEDANO;
- ☐ LE AZIONI VENGANO ASSEGNATE AI DIPENDENTI.

≠

Nel caso di società quotata, nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni.



ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE

Le operazioni di aumento di capitale hanno luogo nella forma che prevede l'esclusione del diritto di opzione



Le operazioni di aumento del capitale i cui titoli/quote non sono quotati in mercati regolamentati, effettuate con l'esclusione del diritto di opzione, il prezzo di offerta non può che allinearsi al cosiddetto **valore intrinseco**.



PIV 1.6.8 □ «Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale e operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informative dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesime e dei relativi rischi»



PIV IV.3.2 □ «La stime del prezzo di offerta deve assumere come configurazione di valore di riferimento il valore normale di mercato del titolo. L'unità di valutazione è costituita dal patrimonio netto nella sua interezza (prospettiva pre-money). Il prezzo per azione è ricavato sulla base del valore del patrimonio pro-quota»

Si evitano trasferimenti di valore tra vecchi e nuovi azionisti



CON DIRITTO DI OPZIONE

Nelle operazioni di aumento di capitale, con società non quotate, non può che configurarsi la fattispecie dell'esclusione del diritto di opzione



Nel momento in cui il diritto di opzione non viene escluso, non si pone il tema della determinazione del valore delle azioni/quote.



I trasferimenti di valore sarebbero evitati nella misura in cui i vecchi azionisti riuscissero a compensare la diluizione dei valori dei propri titoli cedendo i propri diritti sul mercato, e assumendo inoltre che il valore negoziato degli stessi diritti risulti molto prossimo al loro valore teorico.



CONFIGURAZIONE DI VALORE

LA DEFINIZIONE (PIV I.6.8)

“IL VALORE INTRINSECO ESPRIME L'APPREZZAMENTO CHE UN QUALSIASI SOGGETTO RAZIONALE OPERANTE SUL MERCATO SENZA VINCOLI E IN CONDIZIONI DI TRASPARENZA INFORMATIVA DOVREBBE ESPRIMERE ALLA DATA DI RIFERIMENTO, IN FUNZIONE DEI BENEFICI ECONOMICI OFFERTI DALL'ATTIVITÀ MEDESIMA E DEI RELATIVI RISCHI”

COSA ESPRIME

ESPRIME UN VALORE FRUTTO DI ANALISI FONDAMENTALE, POICHÉ, PUR TENENDO PRESENTI GLI INDICATORI DI MERCATO PER LA QUANTIFICAZIONE DEGLI *INPUT* (IN PARTICOLARE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE), RICHIEDE LA STIMA DEI BENEFICI ECONOMICI E LA QUANTIFICAZIONE DEL RISCHIO AD ESSI ASSOCIATO

Attualizzazione flussi di cassa

Metodologie basate sui multipli

LA DEFINIZIONE (PIV I.6.3)

“IL VALORE DI MERCATO DI UN'ATTIVITÀ REALE O FINANZIARIA (O DI UN'ENTITÀ AZIENDALE) O DI UNA PASSIVITÀ È IL PREZZO AL QUALE VEROSIMILMENTE LA MEDESIMA POTREBBE ESSERE NEGOZIATA, ALLA DATA DI RIFERIMENTO DOPO UN APPROPRIATO PERIODO DI COMMERCIALIZZAZIONE, FRA SOGGETTI INDIPENDENTI E MOTIVATI CHE OPERANO IN MODO INFORMATO, PRUDENTE, SENZA ESSERE ESPOSTI A PARTICOLARI PRESSIONI (OBBLIGHI A COMPRARE O A VENDERE)”

COSA ESPRIME

ESPRIME IL MIGLIOR PREZZO RAGIONEVOLMENTE REALIZZABILE DAL VENDITORE ED IL PREZZO PIÙ VANTAGGIOSO RAGIONEVOLMENTE REALIZZABILE PER L'ACQUIRENTE



Ordine dei
Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili
Verona

GRAZIE PER L'ATTENZIONE

luca.guazzo@belluzzo.net