

REVIDERE

16
febbraio
2017

PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE

*Uno strumento
all'avanguardia
per economisti e giuristi*



Agenda



Introduzione ai PIV



Configurazioni di valore



Valutazioni di acquisizione e cessione



Valutazioni legali

Agenda



Introduzione ai PIV



Configurazioni di valore



Valutazioni di acquisizione e cessione



Valutazioni legali

La valutazione

LA VALUTAZIONE E' UN GIUDIZIO
RAGIONATO E MOTIVATO
CHE SI FONDA SU STIME

Fonte: PIVI.1.1 e I.1.2



- Non è il risultato di un mero calcolo matematico
- Non esiste un valore «vero»
- Il giudizio deve essere obiettivo, più che prudente (salvo casi si tutela legale)
- La valutazione è per sua natura prospettica, per cui l'evidenza ex post che le previsioni non si sono realizzate non è di per sé indice di cattiva qualità della valutazione

Esempio di dispersione dei valori DELISTING PARMALAT



Lactalis detiene l'87,74%



OPA 2,8
€/azione

2,8 €/azione esprime un EV/EBITDA di 11,4x > 8,7x dell'OPA 2011. +11% su media prezzi ultimo mese e +18% su ultimi 12

Amber Capital (socio <) detiene il 3% e stima un valore pari a

4 €/azione



La dispersione dei valori



Richiesta maggior sicurezza dai committenti

Per rispondere alle esigenze degli azionisti, regolatori, investitori, committenti, utilizzatori finali (in generale: il mercato) nel 2012 nasce la **Fondazione OIV**



OBIETTIVI BASE DELL'OIV

- migliorare la qualità media delle valutazioni
- superare la frammentazione dei diversi ambiti di specializzazione
- dare agli esperti di valutazione una piattaforma comune
- condividere e sviluppare strumenti in grado di accrescere la professionalità

Principi Italiani di Valutazione



OIV
Organismo Italiano di Valutazione

Egea

- Adesione ai PIV facoltativa dal 01.01.16, comporta anche
- Adesione al Codice Etico dell'IVSC
- Dichiarazione di competenza rispetto a oggetto e scopo

Al fine di dar corso agli obiettivi, l'OIV ha pubblicato nel 2015 i Principi Italiani di Valutazione (PIV)

I PIV forniscono un METODO DI LAVORO per ridurre gli errori/differenze di valore e aumentare la **FIDUCIA** dell'utilizzatore finale

affinché l'opinione di stima sia **trasparente** (PIV I.1.4) e a **tutela dell'utilizzatore finale**

La relazione di stima e la relativa opinione deve essere:

- **RAZIONALE:** schema logico e rigoroso
- **VERIFICABILE:** processo valutativo ripercorribile, fonti attendibili, ipotesi ragionevoli, correttezza dei calcoli
- **COERENTE:** più ampia corrispondenza tra base informativa, obiettivi e risultati della stima
- **AFFIDABILE:** minor discrezionalità possibile

La struttura dei PIV

Conceptual framework

Valutazione

Base informativa

Tipi di incarico

Unità di valutazione

Configurazione di valore

Data riferimento valutazione

Metodiche di valutazione

Tassi e flussi

L'attività dell'esperto

La condotta professionale

L'incarico

Lo svolgimento dell'incarico

La relazione di stima

Le carte di lavoro

Principi per specifiche attività

Aziende e rami

Interessenze

Premi e sconti

Beni intangibili

Impianti e macchinari

Immobili

Strumenti finanziari

Passività

Principi per applicazioni particolari

Acquisizioni/ cessioni/ fusioni

Valutazioni legali

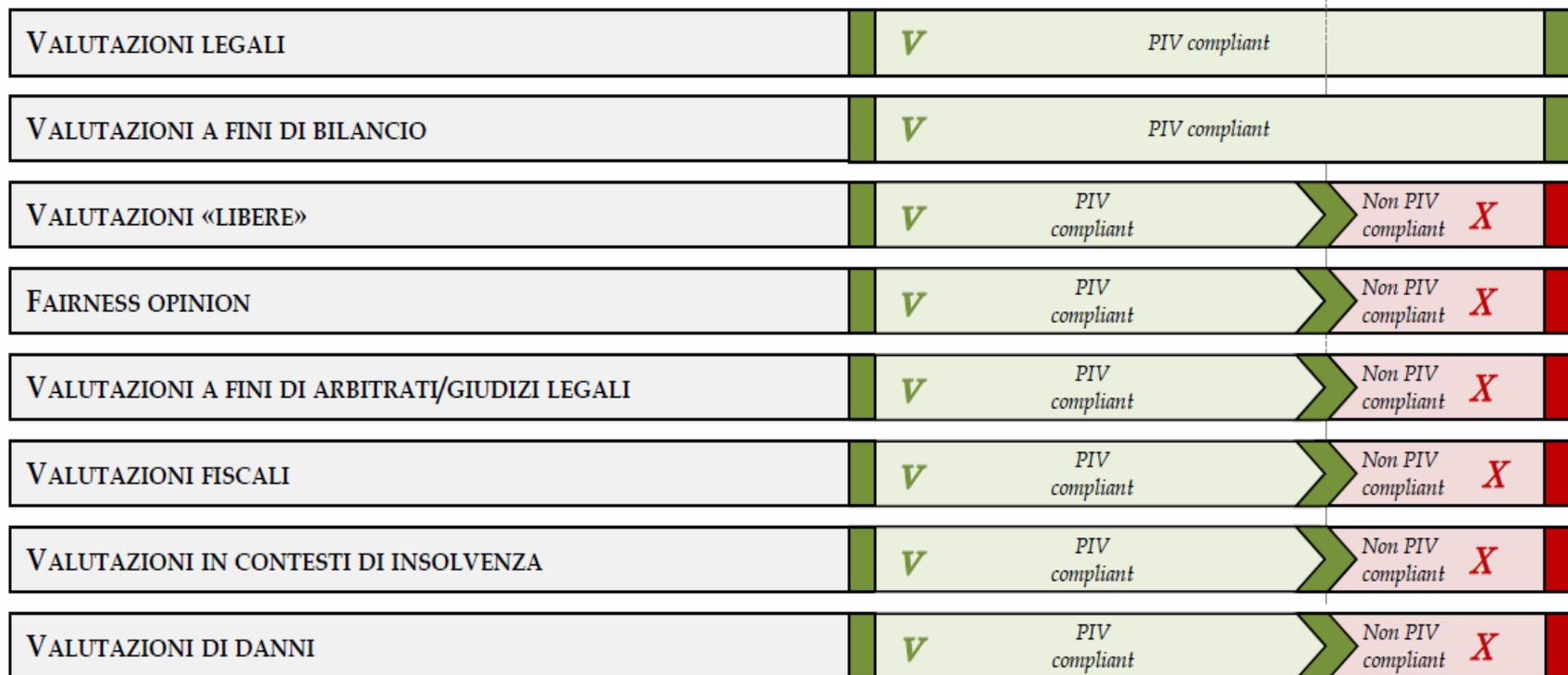
Valutazioni a fini di bilancio

Adozione dei PIV

Obiettivo OIV nei prossimi 3 anni (2019)

Percentuale di adesione ai PIV attesa

0% 80% 100%



ATTRAVERSO:

- PRINCIPI PER LE VALUTAZIONI FISCALI
- PRINCIPI PER LE VALUTAZIONI IN CONTESTI DI INSOLVENZA
- PRINCIPI PER LE VALUTAZIONI A FINI DI PRIVATIZZAZIONE
- PRINCIPI PER LA VALUTAZIONI DI DANNI;
- ESEMPI ILLUSTRATIVI;
- MATERIALE DIDATTICO;
- CASE STUDIES.

Agenda



Introduzione ai PIV



Configurazioni di valore



Valutazioni di acquisizione e cessione



Valutazioni legali

Finalità della stima e Configurazioni di valore

Finalità della stima: ad es. (1) **valutazioni interne** (valutazione partecipazioni, avviamento, marchi, effetti sul valore di un piano di investimento o di ristrutturazione); (2) **esterne** (possibili acquisizioni o aggregazioni); (3) **operazioni straordinarie** (conferimento, aumento di capitale, fusioni/scissioni, recesso); (4) **contenzioso** giudiziale o stragiudiziale

A monte si deve tener conto che la **finalità** di una stima può riguardare:

- 1) La stima di **Benefici economici** offerti (**Valore**)
- 2) La stima di un **Prezzo** fattibile

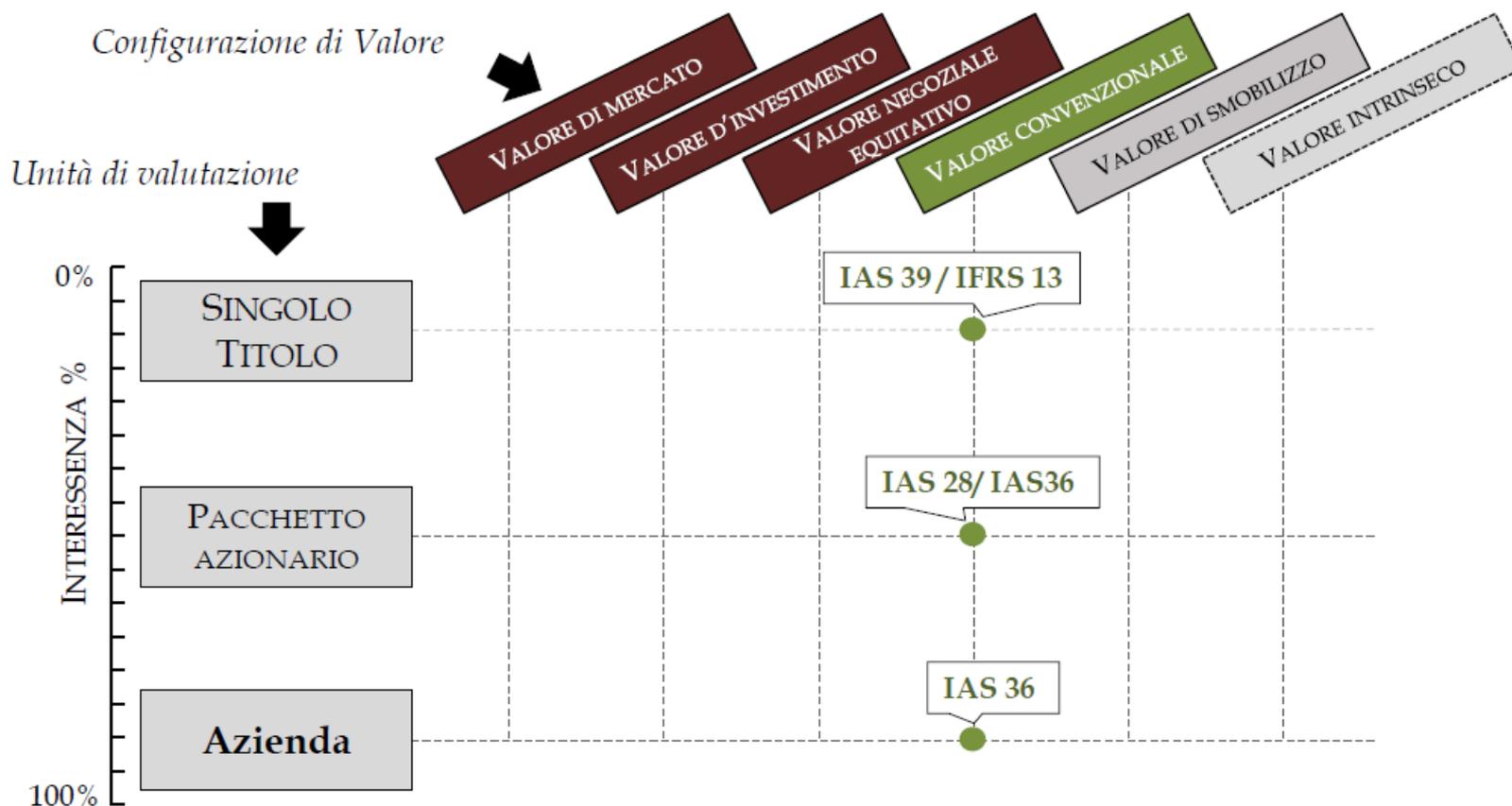
Valore
per chi?

In funzione della **finalità** della stima i PIV identificano sei **configurazioni di valore**

PIV I.6.2	Prezzo	Valore	Prezzo
Valore di mercato	●		grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività
Valore intrinseco		●	
Valore d'investimento		●	
Valore negoziale equitativo	●		
Valore convenzionale	●	●	
Valore di smobilizzo	●		Valore grandezza <u>non</u> empirica e risultato di un apprezzamento

La matrice dei possibili valori

Oltre alla configurazione di valore, nell'eseguire una stima si deve tener conto anche della **UNITA' DI VALUTAZIONE**, ossia l'aggregato di riferimento da cui derivare il valore dell'attività oggetto di valutazione: (i) azienda (ii) interessenza partecipativa (iii) singolo titolo



Valore di Mercato

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) (PIV I.6.3)

Prezzo

Grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono su domanda e offerta

Valore oggettivo

Prospettiva: valore rilevante per generici partecipanti al mercato (riflette il valore della attività in sé)

Soggetti coinvolti



Val. in atto o potenziale

Esclude (o considera) ogni ipotesi speciale e/o condizione ipotetica e i relativi benefici

Sinergie universali

realizzabili dai partecipanti al mercato in grado di garantire il miglior uso dell'attività (operative, legali, finanziarie, fiscali)

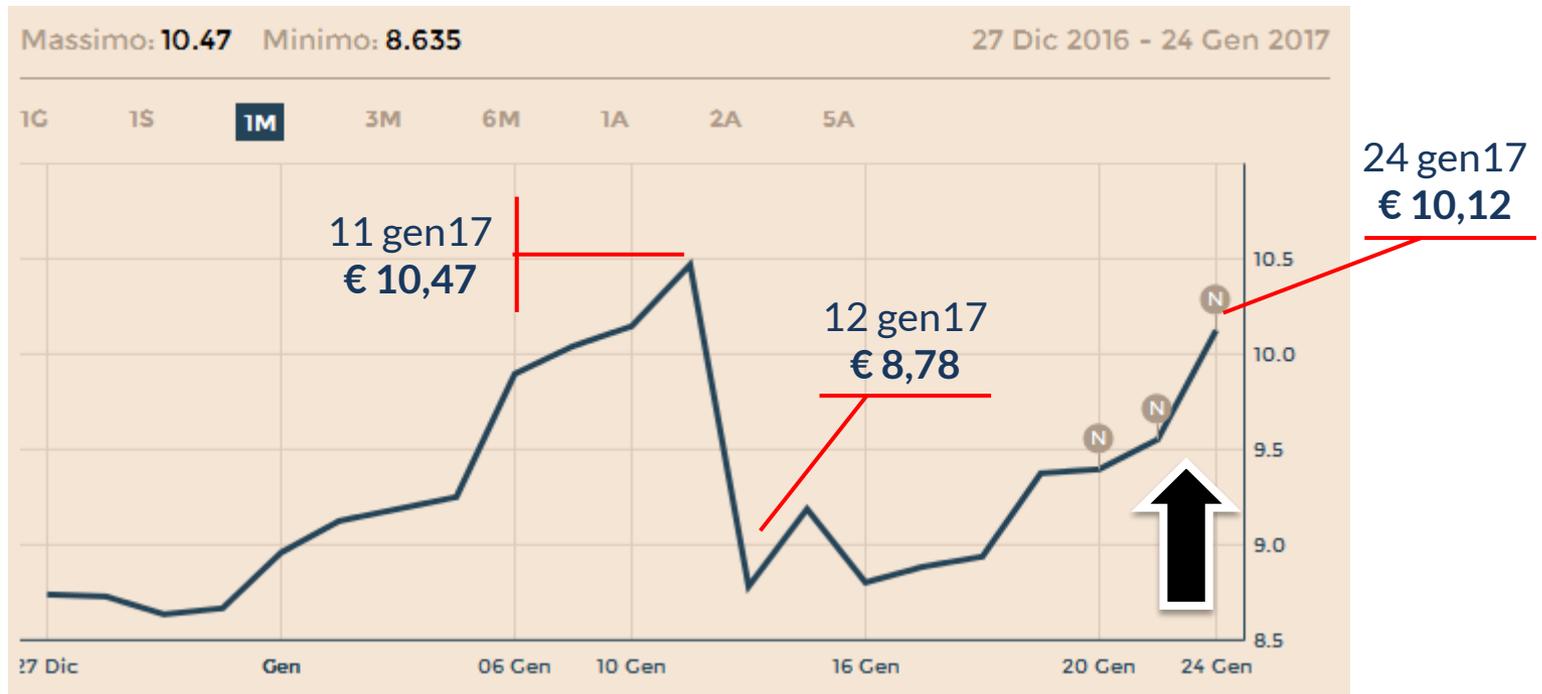
Esprime il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore e il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile dall'acquirente

Valore di Mercato: Fiat Chrysler Automobiles

Il valore di Mercato è un valore «alla data di riferimento» (point in time) e risente quindi delle inefficienze del mercato.

Il calo del titolo FCA registrato il 12 gennaio 2017 (-16%) a seguito della presunta frode sui software di alcune linee di prodotto vendute ne è un esempio.

I fondamentali dell'azienda (ricavi, costi, margini, debito finanziario) **non sono infatti variati da un giorno all'altro**, tanto che nelle settimane seguenti il titolo ha ripreso gran parte del valore.



Valore Intrinseco (o fondamentale)

È una configurazione di valore prevista per le sole aziende, azioni, beni immateriali

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** (PIV I.6.8)

Valore

Grandezza **non empirica**, è il risultato di una stima

Valore oggettivo

Prospettiva: valore rilevante per generici partecipanti al mercato (riflette il valore della attività in sé)

Soggetti coinvolti



Valore in atto

esclude ogni ipotesi speciale e/o condizione ipotetica

Nessuna sinergia

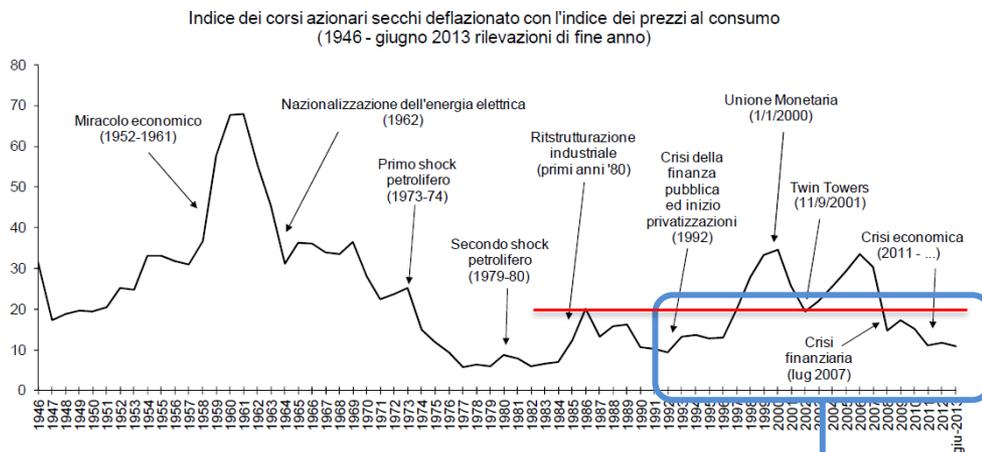


Esprime un valore frutto di analisi fondamentale poiché richiede la stima dei benefici economici e la quantificazione del rischio ad essi associato

- Riflette la realtà operativa nelle sue condizioni correnti (esprime un valore in atto [«as is»])
- Non include premi o sconti perché esprime il valore recuperabile per un ipotetico investitore attraverso i flussi di risultato prospettici (valore recuperabile attraverso l'uso dell'attività, non attraverso la sua cessione)

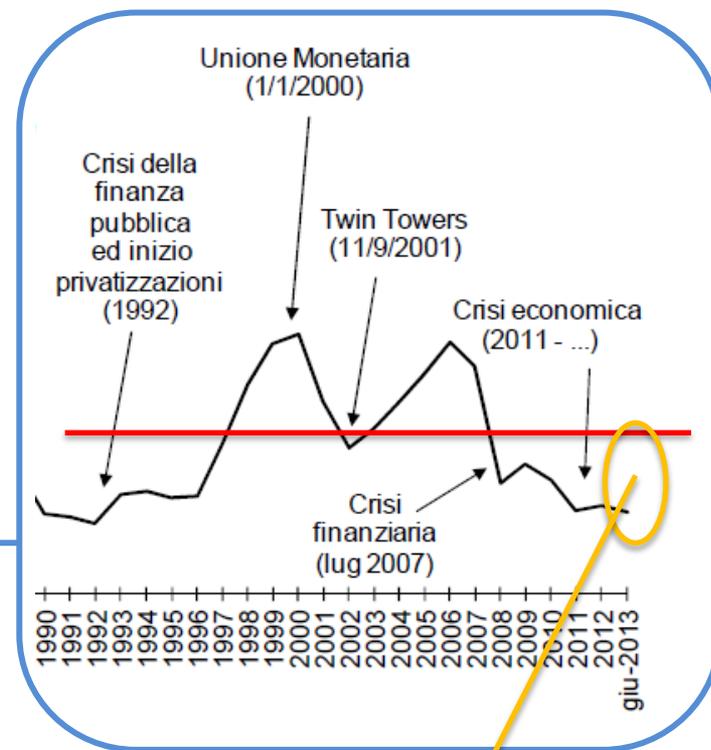
Valore Intrinseco (o fondamentale)

In un mercato razionale operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa, i prezzi (valore) di mercato dovrebbero riflettere il valore intrinseco



fonte: centro studi Mediobanca

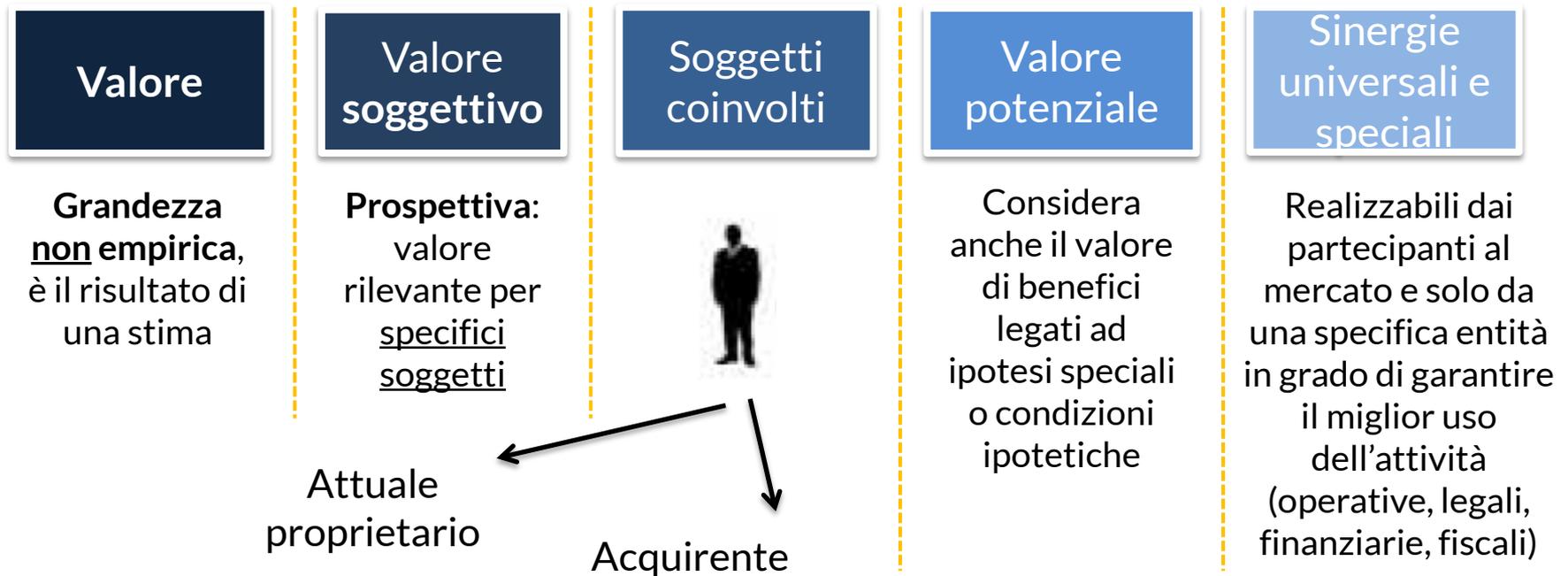
Nel lungo termine il valore dei titoli tende al valore intrinseco, sebbene vi siano periodi in cui il mercato prezza i titoli in modo anche molto diverso



Il mercato oggi prezza meno del valore intrinseco

Valore di Investimento

Il valore di Investimento esprime i **benefici** offerti da un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) al soggetto che la detiene o che potrà detenerla in futuro (PIV I.6.4)



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

Valore di Investimento – Esempio Mediaset Vivendi



Valore d'investimento
>
Valore di mercato (stock price)

Vivendi ha il 25% di Telecom: strategie sull'asse Mediaset (contenuti) – Telecom (infrastrutture)?

Valore di Smobilizzo

Il valore di Smobilizzo è un **prezzo** fattibile in condizioni **non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento**. Il valore cauzionale è un particolare valore di smobilizzo definito ex ante. Il valore di liquidazione (ordinaria o forzata) è un particolare valore di smobilizzo (PIV I.6.7)

Prezzo

Grandezza empirica,
influenzata da
tutte le variabili
che incidono su
domanda e
offerta

Valore sogg/ogg

- Prospettiva:**
- valore rilevante per specifici soggetti (**liquidazione forzata**)
 - valore rilevante per generici partecipanti al mercato (**liquidazione ordinaria**)

Soggetti coinvolti



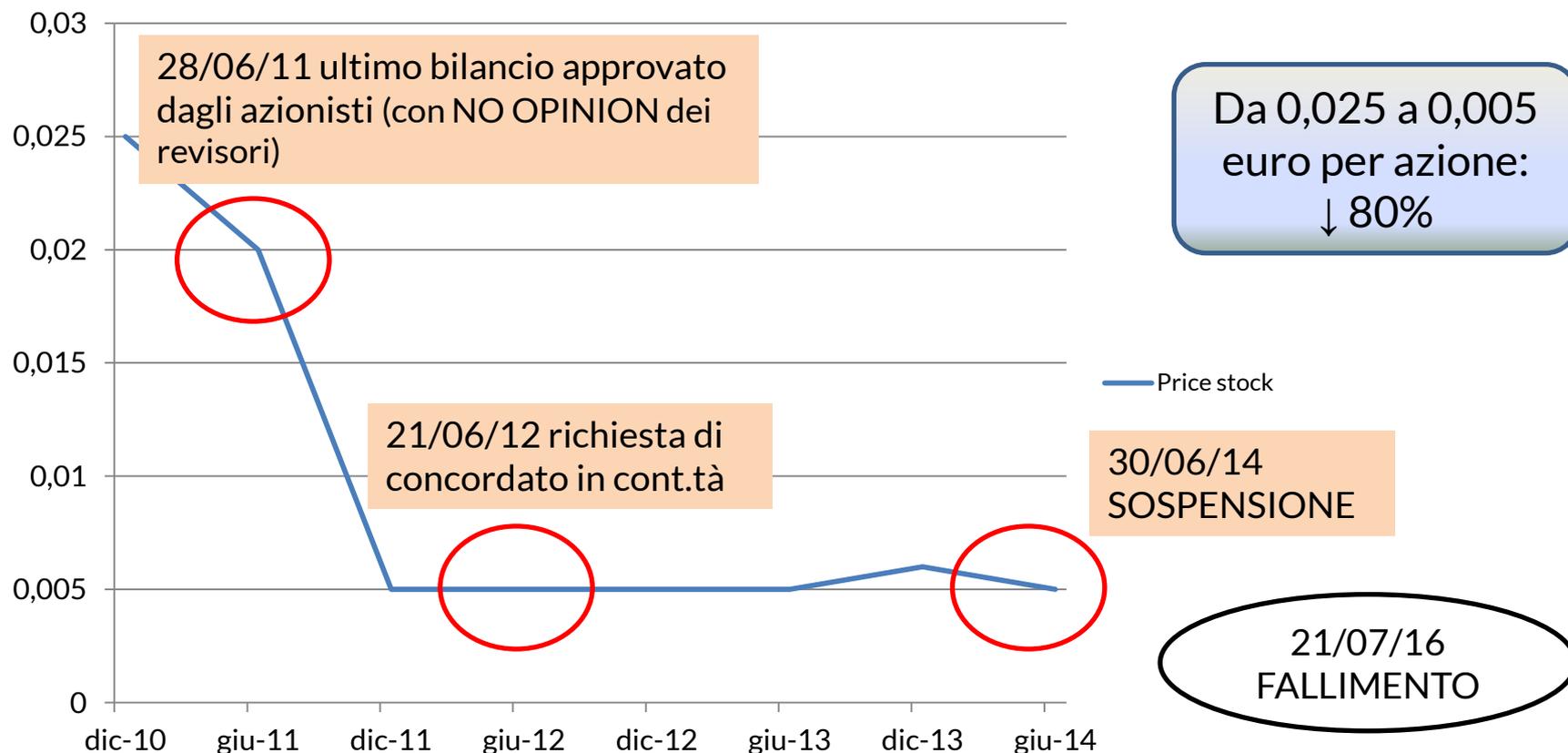
Esclude ogni tipo di sinergia o efficientamenti che un terzo soggetto sarebbe in grado di realizzare e, quindi, potrebbe riconoscere nel prezzo d'acquisto

Valore di Smobilizzo - Delisting

Arena Agroindustria Alimentari Spa

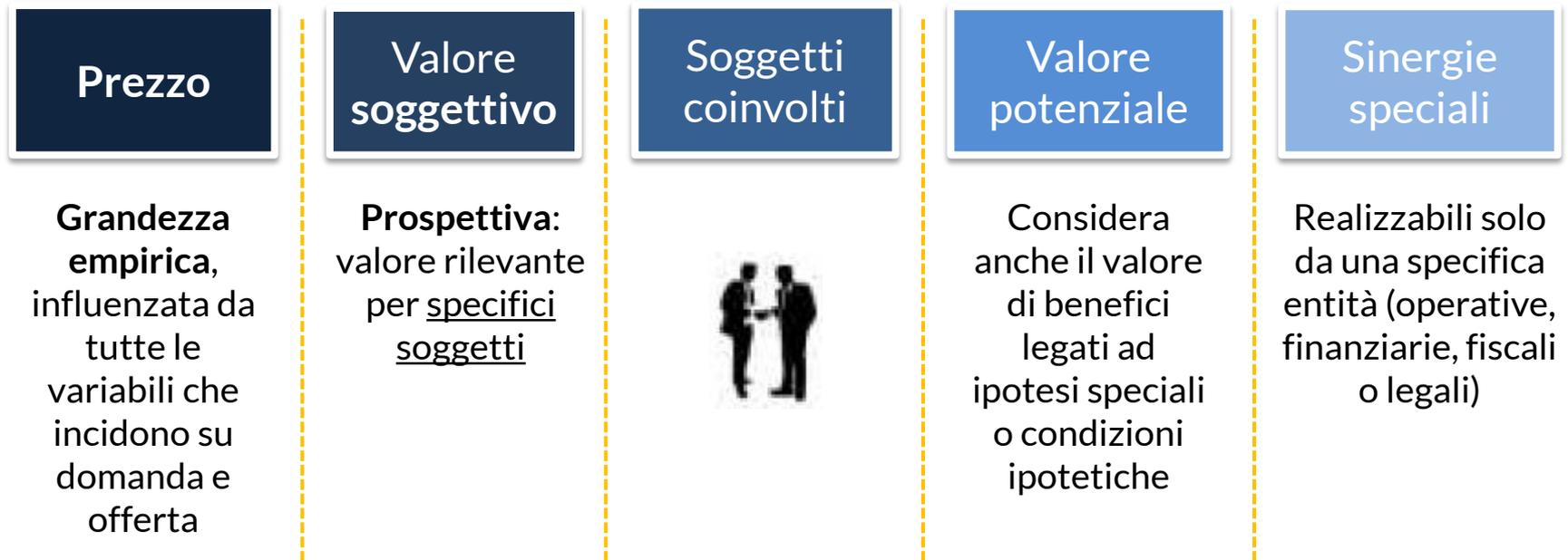


Uscita il 14/04/16 per decisione di Borsa Italiana. Da luglio 2014 erano sospese da Piazza Affari a causa del concordato preventivo omologato il 20/02/13, e la mancata presentazione degli ultimi due bilanci. Fallita il 21/07/16.



Valore Negoziale Equitativo

Il valore Negoziale Equitativo di un'attività finanziaria o reale (o di una entità aziendale) esprime il **prezzo** al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più specifici soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi (PIV I.6.5)



Esprime un valore equo fra due o più soggetti specificamente identificati

È diverso dal valore di mercato perché considera gli specifici benefici delle parti

Valore Convenzionale

Un valore Convenzionale discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti (PIV I.6.6)

La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione di detti criteri (PIV I.6.6)

- 1 valori di bilancio, derivanti dall'applicazione di certi principi contabili (valore recuperabile, *fair value*, valore d'uso)
- 2 valori risultanti dall'applicazione dei criteri previsti dalla legge per particolari operazioni straordinarie (oggetto delle valutazioni legali)
- 3 valori risultanti da norme tributarie
- 4 valori risultanti dai criteri fissati dagli enti regolatori
- 5 valori risultanti da particolari pattuizioni contrattuali

Riconciliazione delle configurazioni di valore

Le differenze di valore trovano spiegazione principalmente sulla base di \neq flussi di risultato prospettici

La componente di maggior peso che differenzia le configurazioni di valore è rappresentata dalle **SINERGIE**.
Queste possono essere **Universali** (realizzabili da un generico «partecipante al mercato») o **Speciali** (realizzabili da chi detiene il controllo, in aggiunta a quelle universali), ovvero **Divisibili / Indivisibili**



Agenda



Introduzione ai PIV



Configurazioni di valore



Valutazioni di acquisizione e cessione



Valutazioni legali

Merger & Acquisition

Acquisizioni

Configurazione
di valore:

**VALORE DI
INVESTIMENTO**

Il valore di acquisizione individua il **prezzo più elevato rispetto** al valore **STAND ALONE** della target (PIV IV.1.6)

Le valutazioni finalizzate ad operazioni di acquisizione richiedono **stime dei benefici (misurati dalle sinergie)** per **l'acquirente specifico** derivanti dalla gestione unitaria delle attività dell'acquirente stesso e dall'impresa oggetto di acquisizione (PIV IV.1.1).

Tale valore di acquisizione è formato dal:

- Valore **AS IS** della target company
- Valore delle **efficienze gestionali**
- Valore delle **sinergie divisibili**
- Valore dei **benefici privati (sinergie indivisibili)** (PIV IV.1.2)

**SCAMBIO
NEGOZIATO**

Cessioni

Il valore di cessione corrisponde al **prezzo minimo che compensa l'utilità perduta dal venditore** ed è costituito da:

- Valore **STAND ALONE** dell'azienda
- Valore degli eventuali **benefici privati** in capo al venditore (PIV IV.1.7)

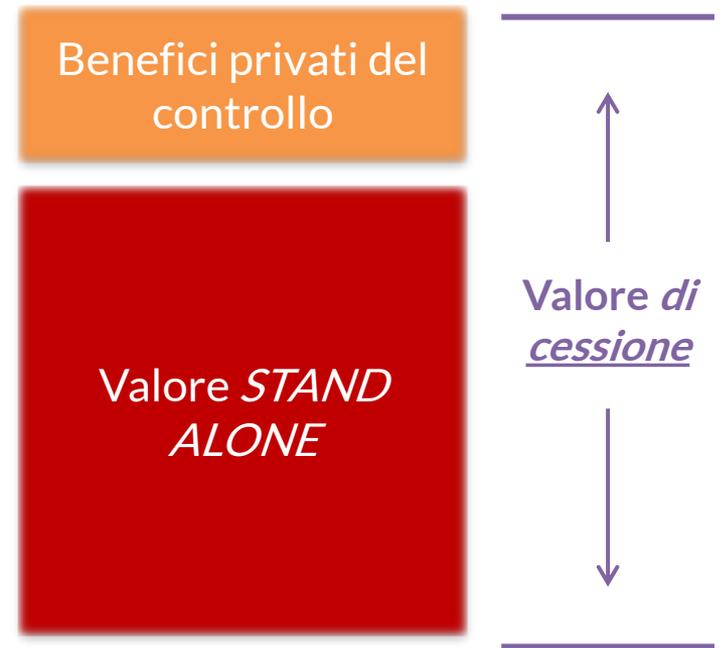
Le componenti di valore nell'M&A

Configurazione di valore:
VALORE DI INVESTIMENTO



Acquisizione

Configurazione di valore:
**VALORE DI INVESTIMENTO (-) le
sinergie divisibili**



Cessione

Acquisizione



Il 14.10.15 SAB Miller ha accettato la (quarta) offerta di acquisto presentata da AB InBev a £44, pari a circa il 50% in più rispetto al prezzo ante uscita della notizia sui media

Newco at a Glance

(\$ in billions)



AB InBev acquisisce SAB Miller



Synergy Opportunities

Estimated incremental recurring run-rate pre-tax cost synergies of at least \$ 1.4 billion per annum

Procurement & Engineering (20%)	Brewery & Distribution Efficiencies (25%)	Best Practice Sharing (20%)	Corporate HQ/Overlapping Regional HQs (35%)
<ul style="list-style-type: none">• Combined sourcing of raw materials and packaging• Reengineering of associated processes	<ul style="list-style-type: none">• Alignment of brewery, bottling and shipping productivity• Optimization of other brewery and distribution processes across geographies	<ul style="list-style-type: none">• Cost management, efficiency improvements and productivity enhancements across the group's administrative operations	<ul style="list-style-type: none">• Realignment of overlapping administrative costs across the group

\$mld 0,28

Sinergie speciali
e/o indivisibili

\$mld 0,35

Sinergie speciali
e/o indivisibili

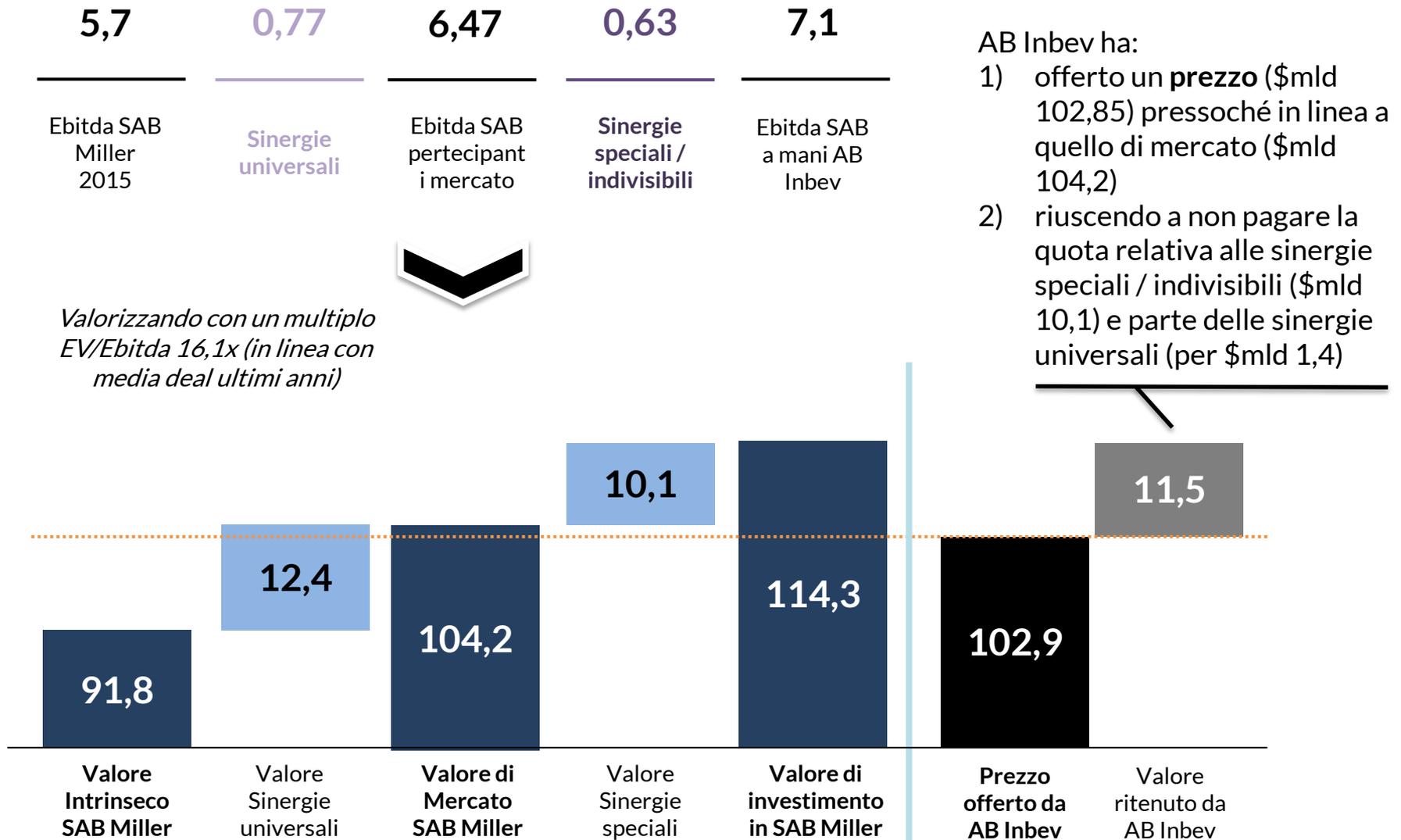
\$mld 0,28

Efficientamenti /
Sinergie universali
divisibili

\$mld 0,49

Efficientamenti /
Sinergie universali
divisibili

AB InBev acquisisce SAB Miller



Cessione

La Provincia di Verona, socio al 50% di ATV assieme a AMT, che detiene l'altro 50%, ha messo **all'asta** la propria partecipazione in ATV. Per determinare il valore base d'asta è stata effettuata una perizia di stima.

50% ATV (in €/mln)	Perizia di stima	Offerta FNM
	11,6	21 (+81%)
Configurazione di valore	Valore capitale economico (= valore intrinseco)	Valore di investimento (<i>da ricercare</i>)
Unità di valutazione	50% partecipazione	50% partecipazione
Approccio	Costo	Mercato (<i>nostra ipotesi</i>)
Criterio valutazione	Patrimoniale semplice (prudenza, assenza piano prosp.)	Multipli di comparabili (<i>nostra ipotesi</i>)

Dati ATV (€/mln)

Ricavi '15	60,6
Ebitda '15 (margin 9,7%)	5,9
Ebitda medio 13-15	6,9
PN	22,1
PFN '15 (+)	12,1

Se FNM ha stimato un valore di investimento > del prezzo offerto (che sembra in linea con l'ipotetico valore di mercato), ha trattenuto parte delle sinergie, non pagando oggi i > flussi che potrà realizzare in futuro

Hp stima FNM (€/mln)

Ebitda medio 13-15	5,9
Multiplo EV/Ebitda	5,44 (*)
EV (netto sconto 20%)	30,1
PFN	12,1
Valore 100% ATV	42,3
Valore 50% ATV	21,1

(*) media multipli società comparabili indicate in relazione stima

Agenda



Introduzione ai PIV



Configurazioni di valore



Valutazioni di acquisizione e cessione



Valutazioni legali

Valutazioni legali

Sono le valutazioni disposte dal codice civile per le operazioni straordinarie

I PIV prendono in esame le seguenti
(ma non anche l'affitto / cessione d'azienda)

Obiettivo

Fusioni e scissioni

Art. 2501, 2501 bis, 2501 ter,
2501 sexies, 2506 ter c.c.

Evitare trasferimento di
ricchezza a garanzia delle
minoranze

Recesso

Art. 2437 ter c.c.

Evitare trasferimento di
ricchezza tra soci

Aumenti di capitale

Art. 2441 c.c.

Garantire equità tra vecchi e
nuovi soci entranti

Conferimento e trasformazione

Art. 2343,
2343 ter, 2465 c.c.

Garantire equità tra vecchi e
nuovi soci entranti

L'esperto è chiamato a garantire correttezza ed equità,
in particolare ai soci di minoranza e agli stakeholders

Valutazioni legali

L'esperto è chiamato a garantire correttezza ed equità, in particolare ai soci di minoranza e agli stakeholders

A tal fine, per una valutazione legale è necessario (PIV IV.2):

- 1 Identificare la **sostanza economica dell'operazione** e rilevarla attraverso le modalità di generazione del valore aggiunto, il nuovo assetto societario, ecc.
- 2 Essere in possesso delle competenze e dell'esperienza necessaria
- 3 Predisporre una **valutazione piena** e non solo pareri valutativi
- 4 Fornire tutte le informazioni necessarie a seguire tutti gli sviluppi del processo valutativo e di riprodurre i calcoli effettuati nelle stime
- 5 Adottare criteri che si rifanno ad una pluralità di metodiche di valutazione, motivando poi perché si è giunti ad un determinato risultato
- 6 Prestare **particolare attenzione ai fattori di rischio** e indicare le difficoltà riscontrate

Fusioni e scissioni

La fattispecie presa in esame dai PIV (IV.4) è quella delle **fusioni** di cui agli art. 2501, 2501-bis, 2501-ter, 2501-sexies c.c., nonché delle **scissioni**, stante il rinvio dell'art. 2506-ter ai suddetti

Fusione/Scissione fra soggetti

INDIPENDENTI

Equivale ad una acquisizione «per carta», quindi si valutano i **benefici** (sinergie divisibili) per l'acquirente specifico (PIV IV.1)

Concambio negoziato
prezzo

NON INDIPENDENTI

Evitare il trasferimento di ricchezza a garanzia delle minoranze delle società coinvolte

Concambio teorico
valore intrinseco

Cassazione
n. 15025/2016

Non esiste un concambio esatto, dovendo esso essere determinato all'interno di una «ragionevole banda di oscillazione»

Se esiste un intervallo di congruità allora dovrebbero esistere spazi di negoziazione

Fusione

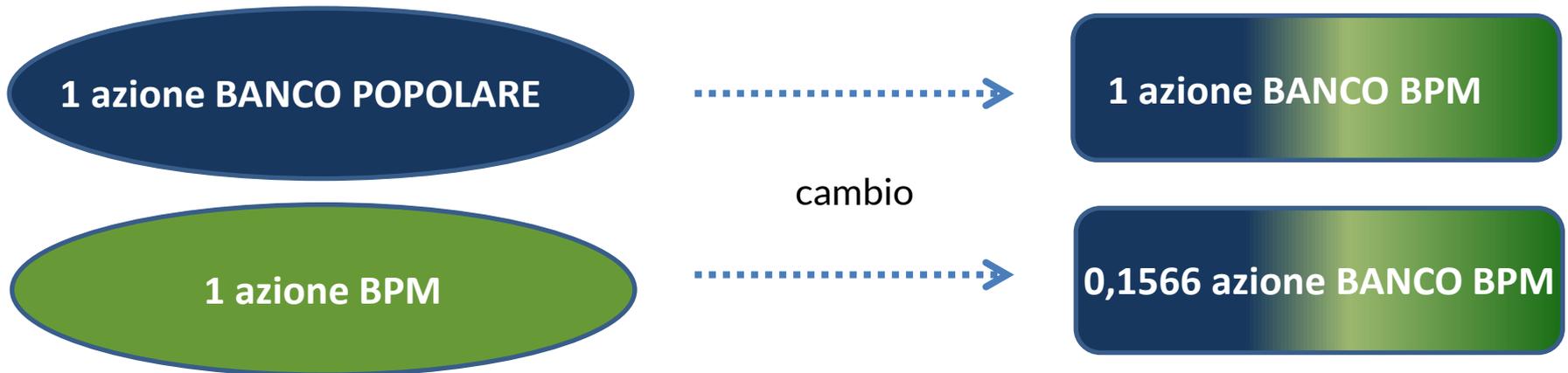


Le società sono **SOGGETTI INDIPENDENTI** e la valutazione è stata svolta **non** considerando le **SINERGIE** (le società sono state valutate in ottica *stand alone*)

Ciò ha determinato questi valori delle azioni:

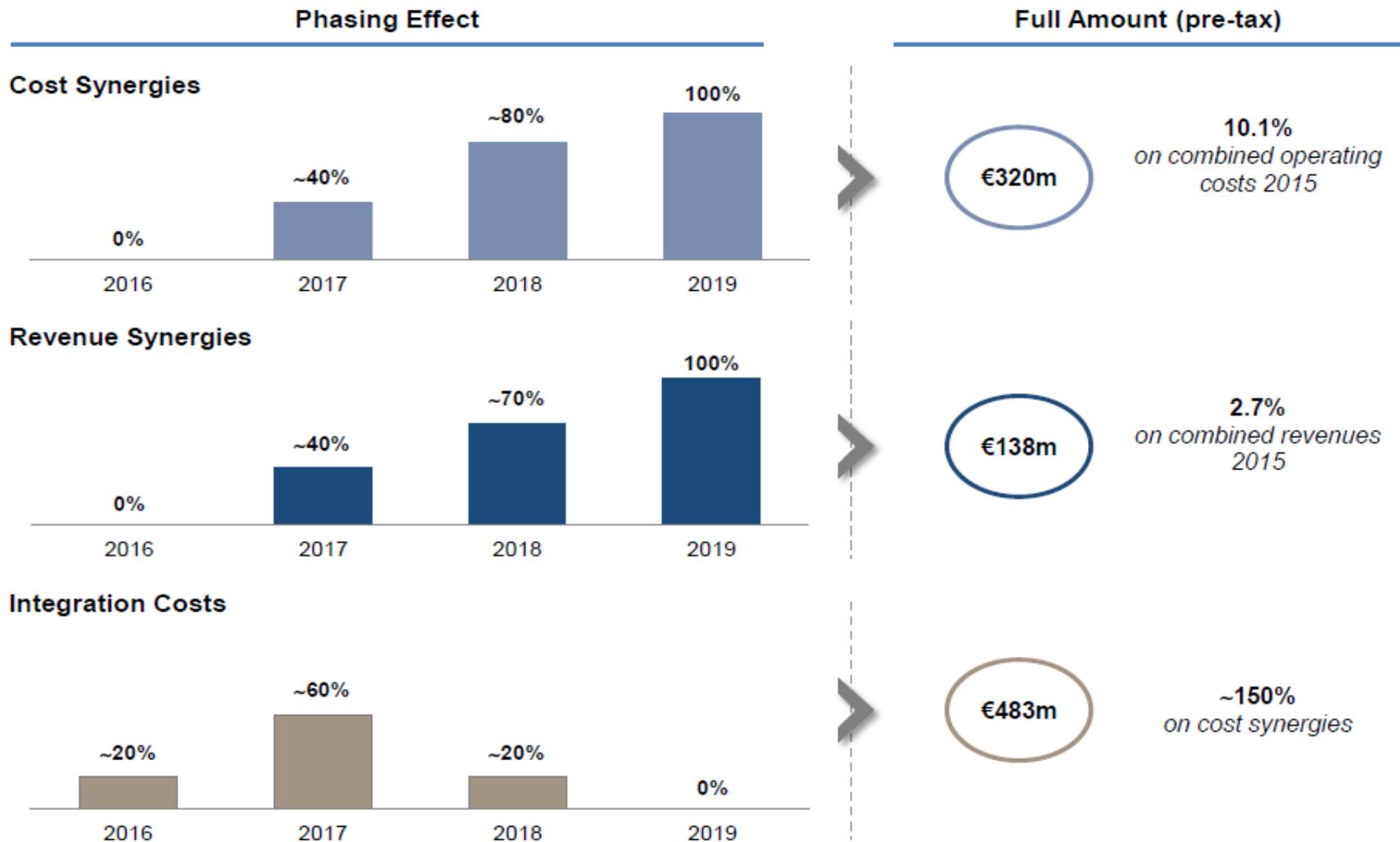
<u>BANCO POPOLARE</u>	6,386	euro/azione	(valore 5,28 €/mld)
<u>BPM</u>	1	euro/azione	(valore 4,39 €/mld)
<u>BANCO BPM</u>	6,386	euro/azione	

In cui il rapporto di cambio risulta:



Fusione

Sinergie risultanti dal documento di presentazione agli investitori del 16.05.16



E se nel calcolo del concambio si considerassero le SINERGIE?

Fusione

Disclaimer: l'esempio che segue è frutto di nostre ipotesi ai soli fini didattici finalizzati al presente incontro formativo e non rappresenta pertanto alcun giudizio sui valori determinati dagli amministratori delle società.

Il totale delle sinergie nette imposte attualizzate è pari a circa **2,5 miliardi di euro** (1,9 mld nel documento precedente presentato dalle banche in data 24.03.16)

VALORE AZIONI (ricalcolato attualizzando le sinergie con il modello DDM)



Hp 1) Distribuzione sinergie: 70% al BANCO POPOLARE e 30% a BPM

SENZA SINERGIE	CON SINERGIE
6,386 euro	8,472 euro

+ 33%

SENZA SINERGIE	CON SINERGIE
1 euro	1,169 euro

+ 17%

Hp 2) Distribuzione sinergie: 30% al BANCO POPOLARE e 70% a BPM

SENZA SINERGIE	CON SINERGIE
6,386 euro	7,280 euro

+ 14%

SENZA SINERGIE	CON SINERGIE
1 euro	1,394 euro

+ 39%

Fusione

Disclaimer: l'esempio che segue è frutto di nostre ipotesi ai soli fini didattici finalizzati al presente incontro formativo e non rappresenta pertanto alcun giudizio sui valori determinati dagli amministratori delle società.

RAPPORTI DI CAMBIO

Hp 1) Distribuzione sinergie: 70% al BANCO POPOLARE e 30% a BPM

SENZA SINERGIE	CON SINERGIE	SENZA SINERGIE	CON SINERGIE
1 azione BANCO POPOLARE = 1 azione BANCO BPM	1 azione BANCO POPOLARE = 1,057 azioni BANCO BPM	1 azione BPM = 0,1566 azione BANCO BPM	1 azione BPM = 0,1458 azione BANCO BPM
+ 6%		- 7%	

Hp 2) Distribuzione sinergie: 30% al BANCO POPOLARE e 70% a BPM

SENZA SINERGIE	CON SINERGIE	SENZA SINERGIE	CON SINERGIE
1 azione BANCO POPOLARE = 1 azione BANCO BPM	1 azione BANCO POPOLARE = 0,9083 azione BANCO BPM	1 azione BPM = 0,1566 azione BANCO BPM	1 azione BPM = 0,1739 azione BANCO BPM
- 9%		+ 11%	

Recesso

La fattispecie presa in esame dai PIV (IV.6) è quella di cui all'art. 2347-ter c. 2 c.c.:

«Il valore di liquidazione delle azioni è determinato .. tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni»

Obiettivo: evitare il trasferimento di ricchezza tra soci

**Configurazione di valore
VALORE INTRINSECO**

Esprime ciò cui rinuncia l'azionista che recede e si riferisce all'impresa «as is», senza considerare gli effetti derivanti dall'operazione che da diritto al recesso.

**La configurazione non è
il valore di mercato**

**Unità di valutazione
AZIENDA NEL SUO COMPLESSO**

Una volta determinato il valore dell'azienda nel suo complesso, il valore della singola azione è calcolato pro quota

**Non si applicano premi di
maggioranza né sconti di minoranza**

Recesso

La scelta dei PIV di considerare il valore intrinseco può (forse) porre fine ad un dibattito se si debba o meno far riferimento al valore di mercato

Configurazione di valore VALORE INTRINSECO

- Non si applica premio di maggioranza / sconto di minoranza
- Non esprime il prezzo di cessione cui potrebbe essere venduta la partecipazione
- Anche se il valore intrinseco è $>$ del valore di mercato il socio recedente non si avvantaggia di un trasferimento di ricchezza ma solo della differenza tra prezzo (valore di mercato) e valore (intrinseco) che si sarebbe atteso di guadagnare dal proprio investimento

Configurazione di valore VALORE DI MERCATO

- Si applica premio di maggioranza / sconto di minoranza (parte della dottrina)
- Non si applicano premi e sconti (giurisprudenza): il che è incoerente con la configurazione di valore di mercato
- Usando un valore diverso da quello di mercato i soci che non recedono ne sarebbero svantaggiati

Il Valore di recesso

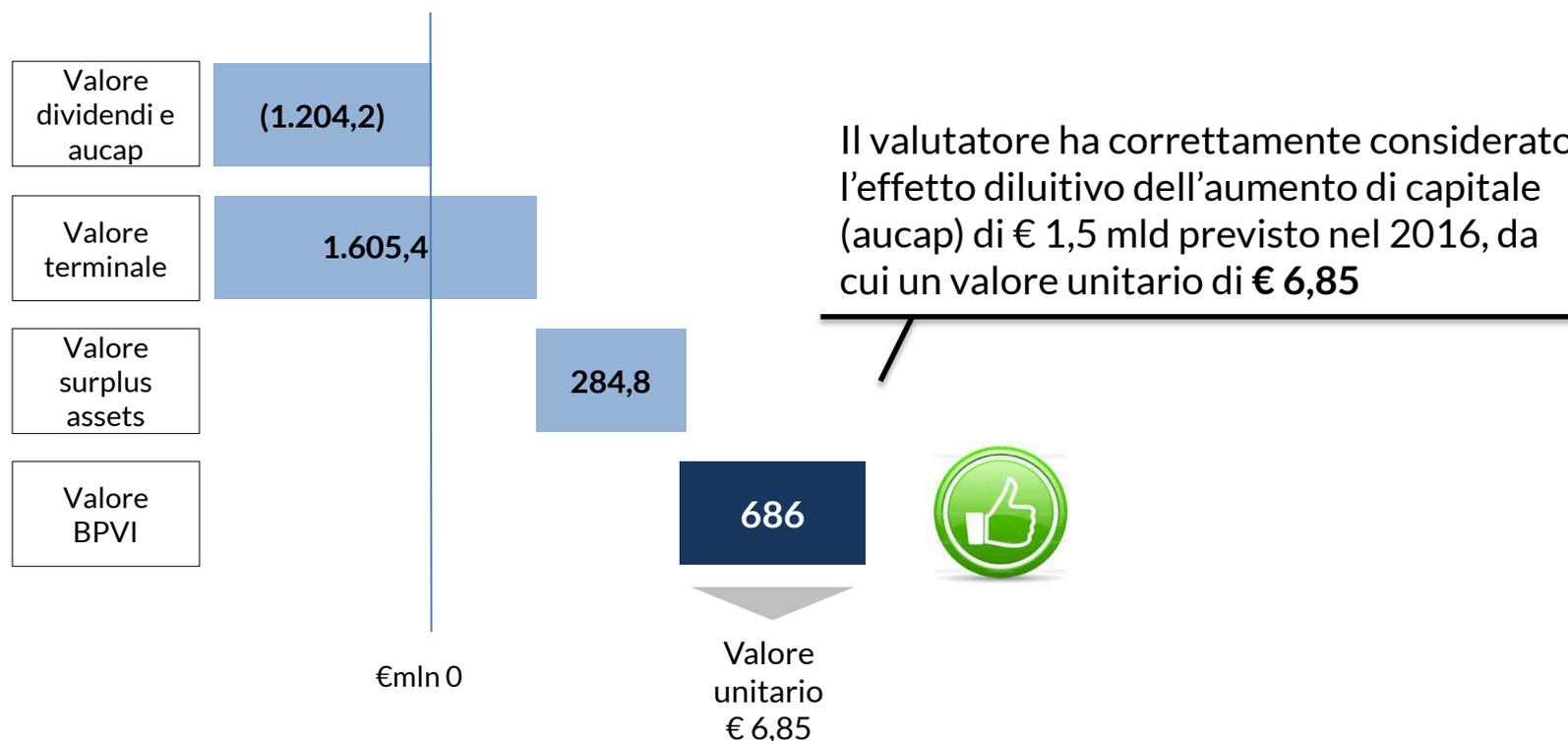


Relazione di stima ex art. 2437-ter c.c. di determinazione del valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso (per trasformazione in spa) alla data di riferimento del 31 dicembre 2015

Tabella 13: Valore economico del capitale azionario di BPV con il metodo DDM (importi in € mln)

Valore attuale dei dividendi e dell'aumento di capitale	-1.204,2
Valore terminale attualizzato	1.605,4
Valore attuale dei surplus assets	284,8
Valore economico del capitale azionario di BPV	686

Valore unitario azioni recesso BPVI € 6,85



Il Valore di recesso

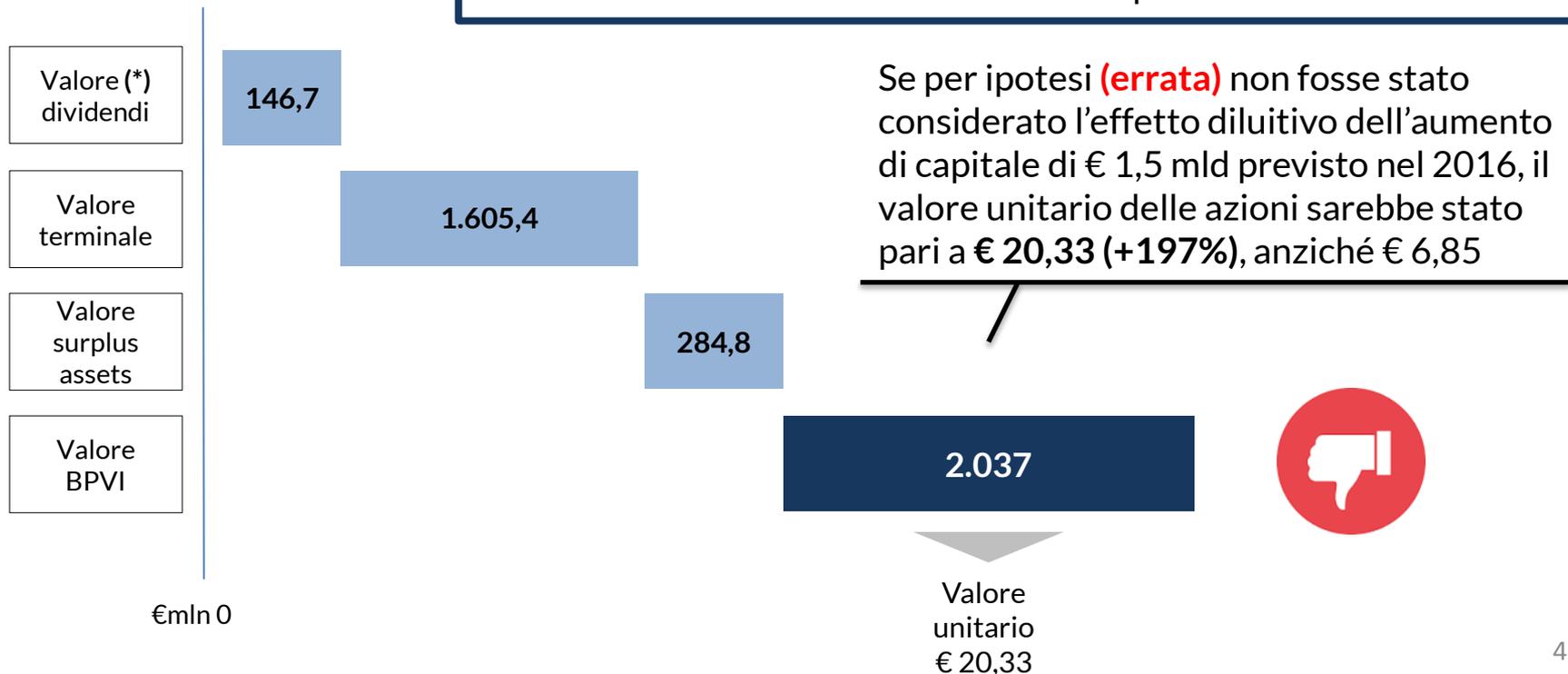


Rischio di
diluizione
del valore

Casistica: società che assorbono cassa, con esigenze significative di riequilibrio finanziario e che richiedono quindi l'intervento dei soci per sostenere l'attività (il valore fondamentale risulta quindi più contenuto)

La stima del **valore intrinseco deve essere *pre money*** (ante immissione nuovo capitale) pertanto si dovrà applicare uno **SCONTO** per compensare il **rischio di diluizione** del valore a causa della necessità di ricorrere in futuro a nuovo capitale esterno

(*) Al lordo del valore attuale dell'aumento di capitale 2016 di € 1,5 mld



Conferimenti e trasformazioni

La fattispecie presa in esame dai PIV (IV.5) è quella dei **conferimenti in natura** di cui agli art. 2343, 2343-ter e 2465 c.c., nonché delle **trasformazioni**, stante il rinvio dell'art. 2500-ter ai suddetti

«Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto ... contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo e i criteri di valutazione seguiti».

Obiettivo:

1. Garantire i creditori e i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria
2. In caso di conferitaria già esistente: garantire anche l'equilibrio tra il valore conferito e il valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento (equilibrio tra vecchi e nuovi soci entranti)

Configurazione di valore

Si assume il **minore** tra il valore intrinseco e il valore normale di mercato

Per finalità di garanzia si assume il **valore recuperabile più certo** dell'azienda (ramo) conferita

Conferimento in concordato - 186 bis LF

Art. 186-bis. Concordato con continuità aziendale

*Quando il piano di concordato di cui all'articolo 161, secondo comma, lettera e) **prevede la prosecuzione dell'attività di impresa da parte del debitore, la cessione dell'azienda in esercizio ovvero il conferimento dell'azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione, si applicano le disposizioni del seguente articolo. Il piano può prevedere anche la liquidazione di beni non funzionali all'esercizio dell'impresa.***

Nei casi previsti dal presente articolo:

*a) **il piano** di cui all'articolo 161, secondo comma, lettera e), deve contenere anche un'analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività d'impresa prevista dal piano di concordato, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura;*

*b) **la relazione del professionista** di cui all'articolo 161, terzo comma, deve attestare che la prosecuzione dell'attività d'impresa prevista dal piano di concordato è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori;*

[...]

Conferimento in concordato - 186 bis LF

«Particolare attenzione è necessario riservare alle prospettive reddituali e patrimoniali delle aziende o rami di azienda scorporati da imprese o gruppi in difficoltà e conferite a beneficiarie di nuova costituzione sulla base di un disegno di risanamento e di rilancio in quanto ritenute ancora valide. In questi casi il valore di conferimento deve considerare attentamente i profili di rischio e l'eventuale durata di periodi di perdita o di redditività carente **al limite riducendo il valore di conferimento anche al di sotto del valore di liquidazione.**» (PIV IV.5)

VALUTATORE

- **Condivide l'attestazione** e valuta nell'ipotesi di continuità
- **Non la condivide** e valuta al valore di liquidazione

Esempio CDC Point Spa



Richiesta di concordato preventivo art. 186 bis LF
in data 08/04/13 con conferimento in Newco
nell'ipotesi di continuità.
Omologazione in data 08/01/14

Conferimento in concordato - 186 bis LF

Il valutatore ha condiviso l'attestazione del piano e ha effettuato una valutazione (il 21/02/14) **nell'ipotesi di continuità** sulla base del piano concordatario

Valore economico del ramo conferito **5.543 €/000**

1)		CDC Spa Partecipazione in Newco 5.543 €/000	Newco Patrimonio netto 5.543 €/000
2)	Holdco (parte correlata) Acquista partecipazione in Newco per 100 €/000*	CDC Spa (in liquidazione) Disponibilità liquide 100 €/000	Newco Patrimonio netto 5.543 €/000
3)	Holdco (parte correlata) Acquista partecipazione in Newco per 100 €/000	Cancellazione CDC Spa	Newco Patrimonio netto 5.543 €/000

*Vendita al < tra la Partecipazione in Newco e 100 €/000 che rappresentano gli oneri di liquidazione della CDC Spa (come previsto da concordato)

- **Svantaggio** per creditori, azionisti e terzi della CDC Spa.
- **Vantaggio** per Holdco che acquista a 100 €/000 ciò che vale 5.543 €/000 e controlla Newco con PN di 5.543 €/000.

Conferimento in concordato - 186 bis LF

E se fossero stati usati criteri liquidatori?

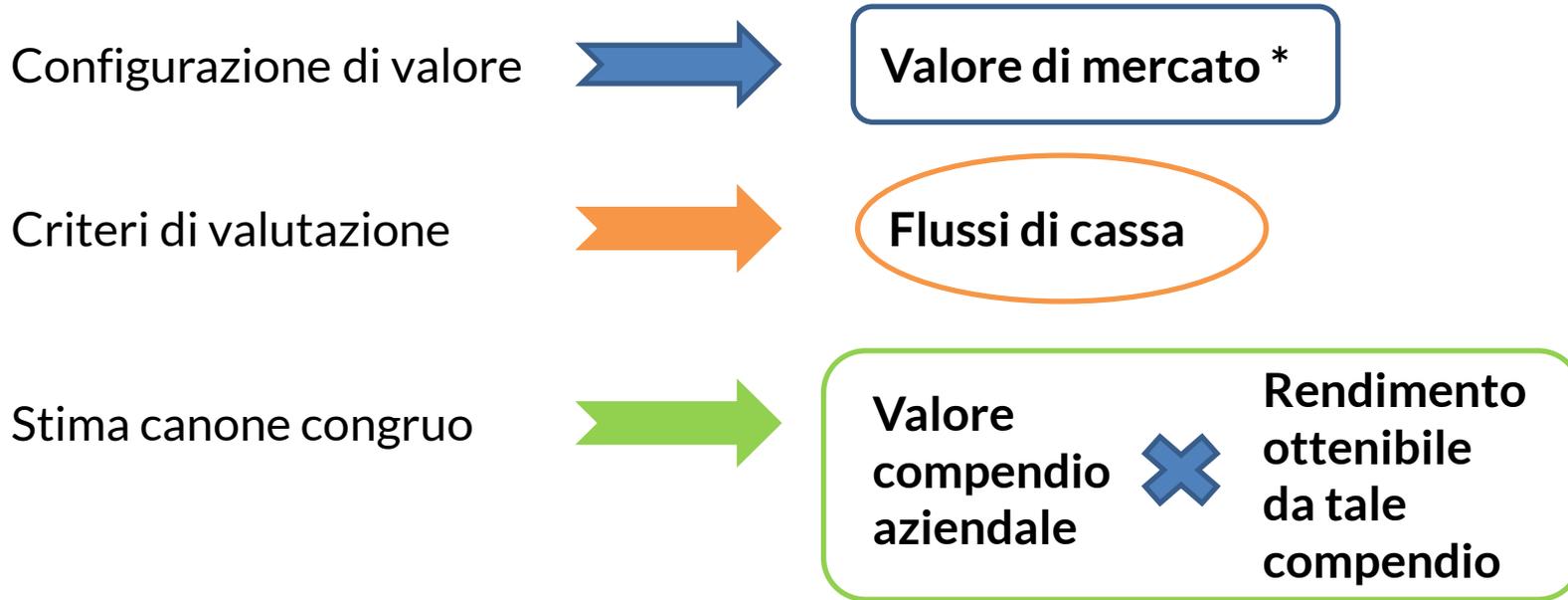
Il valore economico ottenuto sarebbe stato certamente inferiore a 5.543 €/000

1)		CDC Spa Partecipazione in Newco < 5.543 €/000	Newco Patrimonio netto < 5.543 €/000
2)	Holdco (parte correlata) Acquista partecipazione in Newco per 100 €/000	CDC Spa (in liquidazione) Disponibilità liquide 100 €/000	Newco Patrimonio netto < 5.543 €/000
3)	Holdco (parte correlata) Acquista partecipazione in Newco per 100 €/000	Cancellazione CDC Spa	Newco Patrimonio netto < 5.543 €/000

- **Svantaggio** per creditori, azionisti e terzi della CDC Spa.
- **Vantaggio inferiore (rispetto all'uso dei criteri in continuità)** per Holdco che controlla Newco con PN < 5.543 €/000
- **Vantaggio** per i terzi e i creditori della Newco poiché più tutelati sulla consistenza del PN della Newco stessa (il 15/09/15 è fallita)

Il valore di conferimento può essere il valore di liquidazione o < nel caso di impresa in crisi che conferisce a una newco sulla base di un piano di risanamento (PIV IV.5)

Affitto d'azienda



* Cfr. M. Buongiorno, LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DOPO L'INTRODUZIONE DEI PIV, pag. 315

Esempio stima ramo d'azienda e canone – art. 107 LF

*Art. 107. Modalità delle vendite Le vendite e gli altri atti di liquidazione posti in essere in esecuzione del programma di liquidazione sono effettuati dal curatore tramite procedure competitive anche avvalendosi di soggetti specializzati, sulla base di **stime effettuate**, salvo il caso di beni di modesto valore, da parte di operatori esperti[...]*



Affitto d'azienda

L'esperto deve considerare:

- CARATTERISTICHE DELL'AZIENDA
- CONFIGURAZIONE DI VALORE
- FINALITÀ STIMA
- BASE INFORMATIVA

PIV
III.1.16

Il valutatore, dato l'interessamento di numerosi soggetti a rilevare l'attività, ritiene di poter effettuare una valutazione nella **prospettiva della continuazione**, seppur con dei **correttivi**.

Configurazione di valore:
MERCATO

VS

Configurazione di valore:
LIQUIDAZIONE



Il valore del ramo sarà maggiore nella configurazione di mercato e quindi anche il canone per chi lo affitterà

Grazie per l'attenzione

michele.zampieri@revidere.it

federico.rossin@revidere.it

**PRINCIPI ITALIANI
DI VALUTAZIONE**

*Uno strumento all'avanguardia
per economisti e giuristi*