



Lettera di commento alla bozza del DP 02/2017 - Le informazioni di natura valutativa nei prospetti relativi alle operazioni di IPO, di OPV e di aumento di capitale da parte di società con titoli non scambiati in mercati regolamentati

REVIDERE

Società di Revisione Srl

VIA DOMINUTTI, 2
37135 VERONA

TEL. 0458069236
FAX 0458038525
WWW.REVIDERE.IT

AUDIT &
BUSINESS VALUATION

Verona, 10/01/18

Spett.le

Fondazione Organismo Italiano di Valutazione

Via Sarfatti 25

20136 Milano (MI)

Egregi,

nel complimentarci per l'eccellente lavoro svolto dal Gruppo di lavoro OIV finalizzato alla predisposizione del DP "Le informazioni di natura valutativa nei prospetti relativi alle operazioni di IPO, di OPV e di aumento di capitale da parte di società con titoli non scambiati in mercati regolamentati", con la presente inviamo la lettera di commento alla bozza per la pubblica consultazione.

Cordialmente,

Revidere Società di Revisione Srl

Michele Zampieri

Socio

Federico Rossin

COMMENTI

Il riferimento al Documento oggetto di commento è nel seguito riportato anche con la sigla DP (Discussion Paper).

**1) Paragrafo 3.1.1 Motivazioni alla base dell'utilizzo di tale metodo di valutazione (ed i suoi limiti)
Righe 437 e 445**

Alle righe 437 e 445 viene utilizzata la dizione “multipli prospettici rettificati” in luogo di multipli prospettici. La parola “rettificati”, utilizzata in riferimento ai “multipli storici rettificati”, sembrerebbe un refuso da eliminare.

**2) Paragrafo 3.2.5 Prospettive di crescita interna e le prospettive di crescita oltre il periodo di previsione esplicita
Righe 1262 – 1270**

Il paragrafo di cui alle righe 1262-1270 riporta sostanzialmente il medesimo contenuto di cui alle righe 1242-1251, relative, queste ultime, alla valutazione basata su un piano industriale o business plan. Le righe 1262-1270 fanno seguito all'ipotesi di valutazione tramite la capitalizzazione del risultato storico medio-normalizzato distribuibile in assenza di piano, pertanto il loro riferimento all'orizzonte di previsione esplicita e al tasso di crescita utilizzato per il calcolo del valore terminale appare incoerente con quanto riportato nelle righe 1252-1261, a meno che non facciano implicitamente riferimento all'ipotesi di elaborazione del piano da parte del valutatore (come previsto a righe 1601-1604). In tal caso sembrerebbe opportuno un inciso.

**3) Paragrafo 4.1 Proposte relative al metodo dei multipli
Righe 1512-1532**

Il punto h) della sezione D) Selezione di società comparabili propone le informazioni relative all'uso dei multipli quale criterio di valutazione in caso di OPV/Aucap.

Considerato che negli aumenti di capitale il metodo principale di determinazione del prezzo è rappresentato normalmente da uno o più metodi indiretti, come riportato alle righe 994-996, da cui l'utilizzo dei multipli quale *sanity check*, sembra opportuno che la sezione D) del paragrafo 4.1 venga integrata con le informazioni da riportare nel Prospetto nel caso in cui i multipli siano utilizzati quale metodo di controllo (sempre nel caso di OPV/Aucap), quali ad esempio:

- i criteri oggettivi su cui sono state selezionate le società *solo parzialmente comparabili*(riferimento righe 784-792);
- la gerarchia dei multipli, evidenziando quelli a minor dispersione (riferimento righe 962-965);
- l'utilizzo di *value mapper* per estrarre il paradigma valutativo di mercato finanziario.

**4) APPENDICE 2. Il processo di valutazione ai fini di AUCAP con esclusione del diritto di opzione da parte di soggetti non quotati
Righe 1981 – 1983**

Il DP prevede che *il prezzo di offerta non possa che allinearsi al cosiddetto valore intrinseco dei titoli che vengono offerti. Se questa regola viene rispettata si evita infatti che abbiano luogo trasferimenti di valore tra vecchi e nuovi azionisti.*

Appare opportuno coordinare quanto sopra con il principio PIV IV.3.2 secondo cui *la stima del prezzo di offerta deve assumere come configurazione di valore di riferimento il valore normale di mercato. Il prezzo di emissione di cui all'art. 2441 c. 6 c.c. (nostro sottolineato), riferibile sia a società quotate che non, andrebbe stimato non solo sulla base del valore intrinseco del titolo ma anche, ad esempio, tenendo conto dei fattori che incidono sulle dinamiche di domanda/offerta, avendo quindi conto del valore di mercato dello stesso.*

Inoltre la finalità dovrebbe essere non solo l'evitare il trasferimento di ricchezza tra vecchi e nuovi azionisti ma anche quella di garantire un equilibrio negoziale fra:

- il valore delle nuove azioni emesse e il valore di conferimento, nella fattispecie di cui all'art. 2441 c. 4 c.c. (limitazione del diritto di opzione in caso di Aucap a servizio di conferimenti in natura);
- il prezzo di emissione e il numero di nuove azioni emesse a servizio dell'aumento, nel caso di limitazione del diritto di opzione di cui all'art. 2441 c. 5 c.c..

Se nel recesso l'adozione del valore intrinseco quale configurazione di valore è funzionale ad evitare trasferimento di ricchezza tra soci, visto che il valore intrinseco esprime il valore che il socio recedente ha contribuito a formare e che si sarebbe atteso di guadagnare dall'investimento, nell'Aucap sembra opportuno considerare il fatto che è il nuovo socio/i a dover pagare un prezzo per il valore già realizzato dai vecchi azionisti (visto che il prezzo è ciò che si paga e il valore ciò che si ottiene). Ciò è più evidente nel caso in cui il nuovo azionista acquisisca, tramite la sottoscrizione dell'Aucap, il controllo della società; effettuare la stima facendo esclusivamente riferimento al valore intrinseco escluderebbe, ad esempio, la valorizzazione delle sinergie universali prezzate/pagate da un *market participant*, l'applicazione di premi/sconti normali di mercato, con conseguente rischio di trasferimento di ricchezza in capo al nuovo azionista/investitore.

Il DP, alle righe 1999-2000, 1553-1554 e 2027-2034, lascia opportunamente spazio alla scelta della più idonea configurazione di valore. Se si considera che, ad esempio, in caso di Aucap con limitazione del diritto di opzione per conferimenti in natura (azienda/rami) la configurazione di valore è rappresentata dal minore tra il valore intrinseco e il valore normale di mercato (PIV IV.5.2), le previsioni del DP di cui alle righe 986 e 1981 potrebbero far riferimento non solo al valore intrinseco ma anche al valore normale di mercato.

**5) APPENDICE 2. Il processo di valutazione ai fini di AUCAP con esclusione del diritto di opzione da parte di soggetti non quotati
Righe 2009 – 2012**

Nell'asserire che le valutazioni debbano essere effettuate in un'ottica *pre money*, il DP (alle righe 2009-2012) prevede che *questa regola di comportamento può mostrarsi di*

difficile applicazione qualora i piani aziendali utilizzati ai fini della valutazione incorporino i risultati riferibili agli investimenti ...omissis... effettuati grazie all'apporto delle nuove risorse finanziarie. In tal caso si renderebbero necessarie rettifiche, talvolta assai complesse, con l'obiettivo di sterilizzare i flussi di risultati attesi e i benefici riferibili all'apporto di nuove risorse.

Per come scritto, l'inciso di cui sopra potrebbe lasciare il dubbio se la valutazione possa essere effettuata in una prospettiva *post money*. Il rischio sarebbe quello di dare adito a stime basate su piani che già incorporano i risultati derivanti dall'utilizzo di nuove risorse, quando in realtà non sussistono ragioni economiche per poterli accogliere (salvo casi specifici in cui siano previsti, ad esempio, meccanismi di *liquidation preference*; v. premessa al PIV IV.3).

Sembra quindi opportuna una specificazione sul punto che chiarisca maggiormente che una valutazione effettuata in una prospettiva *post money* non possa essere considerata condivisibile per il solo fatto che il piano è stato predisposto in tale ottica, dato che le rettifiche che il valutatore sarebbe costretto ad effettuare, spesso assai complesse, aumenterebbero significativamente la soggettività della stima (salvo, ad esempio, specifici casi di ristrutturazione, tanto che la frase di cui alle righe 2014-2016 è logicamente da spostare nel contesto del *bullet* di cui alle righe 2018-2025, così da rendere più distinti i casi di *turnarounds* non).

Se da un lato è responsabilità degli amministratori fissare il prezzo di emissione, anche con il supporto di un *advisor*, dall'altro non si può non tener conto del fatto che l'Aucap possa generare l'obbligo di una valutazione legale (in caso di aumento a servizio di un conferimento in natura, quali ad esempio azioni, quote, aziende, rami) e il controllo preventivo sulla congruità del prezzo di emissione da parte del collegio sindacale (società di revisione per le quotate).

Di conseguenza l'esperto valutatore può trovarsi nella situazione in cui, nella forma, il valore di conferimento è almeno pari a quello attribuito ai beni ai fini dell'Aucap, ma nella sostanza il rapporto di cambio non risulta congruo in quanto il numero delle nuove azioni emesse a servizio dell'Aucap ($n^{\circ} \text{ nuove azioni} = n^{\circ} \text{ azioni esistenti} \times (W_{\text{conferimento}}/W_{\text{emittente}})$) finisce per attribuire un minor peso partecipativo ai nuovi azionisti in quanto il valore dell'emittente è, ad esempio, sovrastimato (perché valorizzato in prospettiva *post money*, col venire meno quindi della tutela, anche negoziale, delle parti).

A tal proposito i PIV (IV.3.4) prevedono che *il prezzo di emissione non è indipendente dal numero di azioni di nuova emissione rispetto al numero di azioni esistente, specie quando il numero di azioni di nuova emissione è in grado di trasferire il controllo. In quanto stima di un prezzo di offerta, quest'ultimo è - entro certi limiti - funzione anche della quantità di titoli emessi e che (PIV IV.3.5) Nel caso di aumenti di capitale a seguito di conferimenti in natura il prezzo di offerta determina il numero di nuove azioni da assegnare ai nuovi soci e quindi anche la partecipazione relativa dei vecchi e dei nuovi soci.*