Il Dottore Commercialista e le operazioni di riorganizzazione aziendale
Le problematiche nelle valutazioni per i conferimenti di azienda e rami d'azienda

Approfondimento su Perizie di conferimento - Quaderno SAF n. 85

IL CONFERIMENTO:
La prospettiva del valutatore

Lorenzo Pozza

10 marzo 2022

INDICE DEI TEMI

1) L'INQUADRAMENTO DELL'OPERAZIONE

2) I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTABILI EX ART 2343 C.C. E RELATIVE PROBLEMATICHE

3) LE VALUTAZIONI DELLA CONFERITARIA EX ART. 2441 C.C.

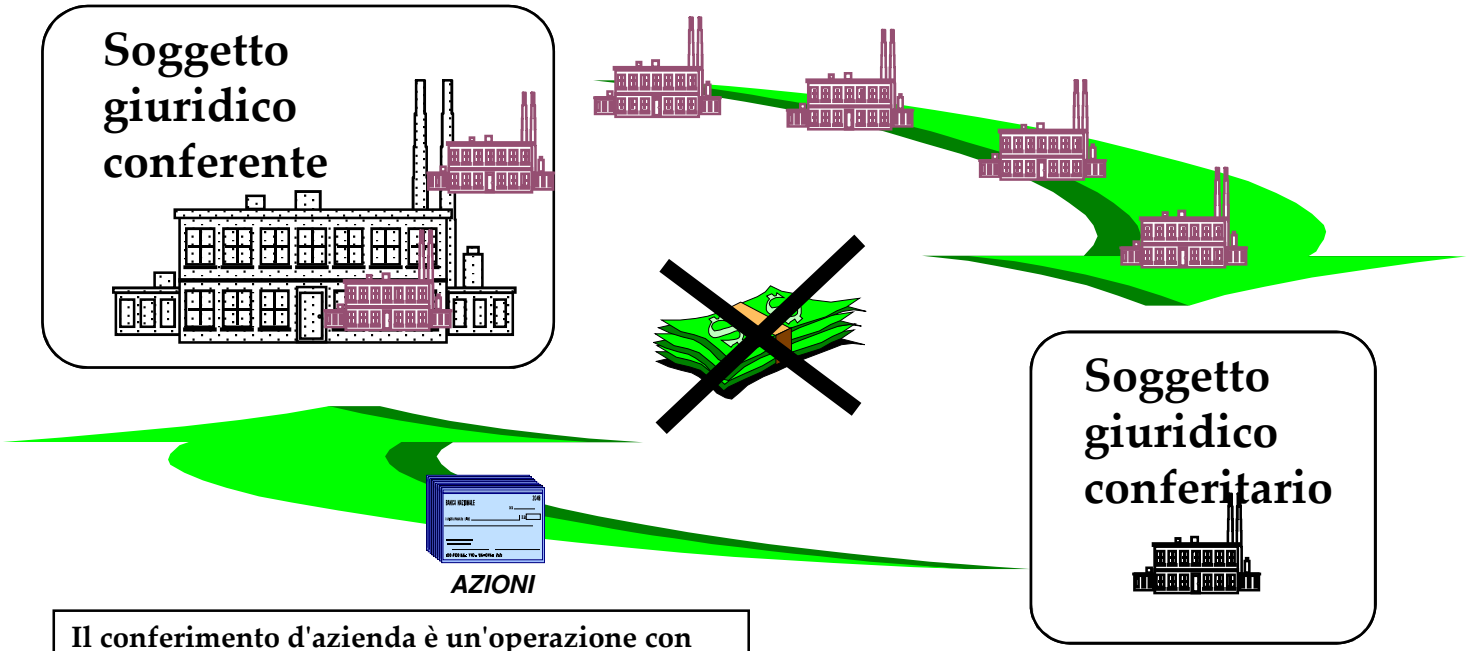
4) CONCLUSIONI

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

FONDAZIONE COMMERCIALISTI ODCEC di MILANO

L'INQUADRAMENTO DELL' OPERAZIONE

L'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO D'AZIENDA

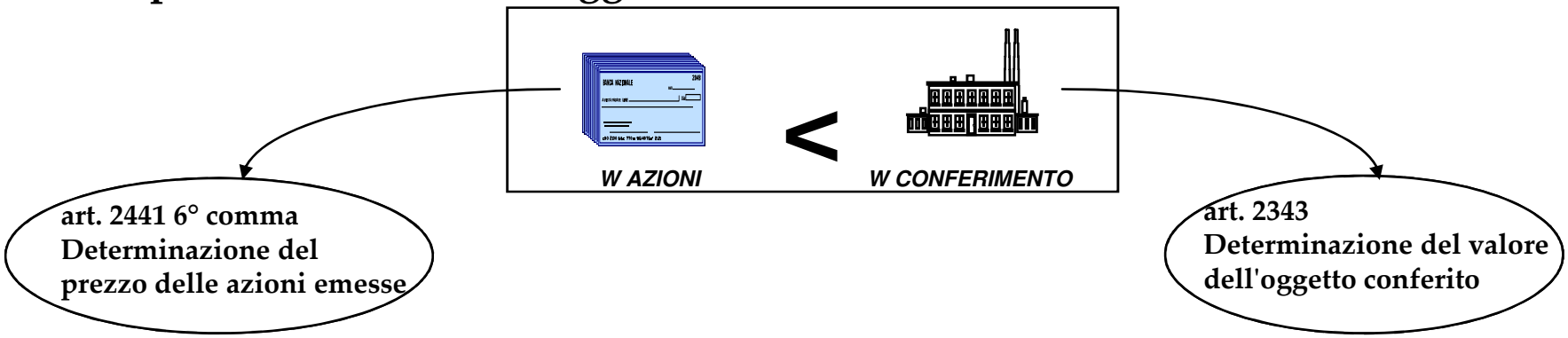


Il conferimento d'azienda è un'operazione con cui il conferente trasferisce un complesso organizzato di beni (azienda o ramo d'azienda) ad un soggetto giuridico terzo (conferitario) il quale, come corrispettivo, consegna proprie quote o azioni

L'INQUADRAMENTO DELL' OPERAZIONE

FINALITA' DELLA STIMA

Obiettivo: garantire che l'aumento di patrimonio della conferitaria non sia superiore al valore dell'oggetto conferito



- Il valore dell'oggetto conferito è determinato da un perito nominato dal Presidente del Tribunale, quindi da un esperto autonomo rispetto alle parti (art. **2343** c.c.). Ciò intende garantire, in particolare, la conferitaria ed i suoi soci, nonché i terzi creditori della conferitaria in merito alla correttezza del valore di quanto conferito
- Analogamente, le disposizioni dettate dall'art. **2441** 6° comma sono volte a garantire in merito al valore delle azioni emesse i seguenti soggetti:
  - i terzi creditori della conferitaria
  - i vecchi soci della conferitaria

L'INQUADRAMENTO DELL' OPERAZIONE

GLI INTERESSI DEI DIVERSI SOGGETTI INTERESSATI ALL'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO

- Soci della conferente
  - Ottenere una congrua valutazione del bene conferito (il conferimento è associabile alla cessione e il primo riferimento per valutare la congruità del valore di cessione è rappresentato dal valore assegnato dal perito)
- Soci della conferitaria
  - Ottenere una congrua valutazione del proprio patrimonio, che sia soprattutto omogenea e coerente con la valutazione dell'oggetto conferito
  - Quanto sopra al fine di evitare una indebita diluizione della partecipazione detenuta ante conferimento
- Terzi creditori della conferitaria
  - Integrità e copertura del capitale

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

FONDAZIONE COMMERCIALISTI ODCEC di MILANO

L'INQUADRAMENTO DELL' OPERAZIONE

LA PERIZIA EX ART. 2343 C.C.

Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal presidente del tribunale, 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 sovrapprezzo, e i criteri di valutazione seguiti...
(art. 2343 comma 1)

Passi cruciali del 2343 comma 1

- **Il perito deve essere nominato su istanza del socio conferente**
- **La relazione di stima deve contenere:**
    - **la descrizione dei beni oggetto di conferimento;**
    - **la descrizione dei criteri di stima adottati**
    - **l'attestazione che il valore conferito è almeno pari al nominale, eventualmente aumentato del sovrapprezzo, del capitale della conferitaria**

L'INQUADRAMENTO DELL' OPERAZIONE

LA PERIZIA EX ART. 2343 C.C.

(segue)

Alcuni temi meritevoli di riflessione:

- il perito può adottare esclusivamente metodi che prescindono in via assoluta dal valore patrimoniale dei beni che compongono il patrimonio della società?
- il perito deve indicare il valore dei singoli beni che compongono il patrimonio dell'azienda conferita? (problema della composizione del bilancio della conferitaria)
- Quali categorie di valori immateriali possono essere iscritte in bilancio?

LA RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI AMMINISTRATORI DELLA CONFERITARIA ED IL PARERE DI CONGRUITA' DEL COLLEGIO SINDACALE

(ex. art. 2441 comma 6)

"... Le proposte di aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ..., devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. ..... il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. .... La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre"

Passi cruciali del 2441 comma 6

- **Gli amministratori devono illustrare le motivazioni dell'operazione**
- **Si deve rendere conto dei criteri utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni**
- **Il collegio sindacale deve esprimere un parere di congruità "sintetico" sul prezzo al quale vengono emesse le azioni**
- **Si deve "tener conto" dell'andamento delle quotazioni di borsa dell'ultimo semestre**

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

FONDAZIONE COMMERCIALISTI ODCEC di MILANO

L'INQUADRAMENTO DELL' OPERAZIONE

LA RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI AMMINISTRATORI DELLA CONFERITARIA ED IL PARERE DI CONGRUITA' DEL COLLEGIO SINDACALE

(ex. art. 2441 comma 6)

(segue)

I criteri di determinazione del prezzo di emissione devono essere coerenti ed omogenei con quelli adottati dal perito ex art. 2343

La norma è volta a garantire la congruità del prezzo di emissione della azioni della conferitaria onde evitare, in particolare, la "diluizione" delle quote dei vecchi soci della conferitaria medesima

I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTABILI EX ART. 2343 C.C. E RELATIVE PROBLEMATICHE

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO

- Tutti i criteri della dottrina e della prassi (pregi e difetti):
  - Finanziario
  - Reddituale
  - Misto
  - Patrimoniale
  - Multipli
- L'utilizzo di parametri prudenti e dimostrabili
  - Piani *versus* consuntivi
  - La stima del valore terminale (fattore g)
  - Tassi di interesse
  - Analisi dei *comparables*

I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTABILI EX ART. 2343 C.C. E RELATIVE PROBLEMATICHE

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO

- Alcune questioni valutative:
  - La prospettiva da assumere nella stima:
    - La "destinazione" che il complesso aziendale ha nell'ambito della conferente;
    - La "destinazione" che avrà nella conferitaria;
  - Il regime fiscale dell'operazione: le imposte differite sulle differenze tra valore iscritto dalla conferitaria e il corrispondente valore fiscale

I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTABILI EX ART. 2343 C.C. E RELATIVE PROBLEMATICHE

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO: UN CASO

Metodo DCF Unlevered	
Enterprise Value (NPV of discounted cash flow 200x-200x+3)	14.199.696
Unlevered cash flow 200x+4	5.825.557
Growth rate (g)	2,00%
WACC 2011 (in nominal terms)	10,43%
Net present value of terminal value	50.094.117
EV	**64.293.813**
Excess cash (9/30/200x)	3.548.790
W of unlevered DCF, excluding surplus assets	**67.842.603**
+ Surplus assets (book value of participations in other companies not included in the consolidation perimeter)	354.454
W of unlevered DCF, including surplus assets	**68.197.057**

I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTABILI EX ART. 2343 C.C. E RELATIVE PROBLEMATICHE

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO: UN CASO

Discounted earnings method	
Net present value of 200x-200x+3 earnings	14.433.158
Normalised expected earning 200x+4	6.080.450
Growth rate (g)	2,00%
Ke 200x+4 (in nominal terms)	11,54%
Net present value of earnings, after 2000x+3	44.696.404
W of discounted earnings, excluding surplus assets	**59.129.563**
+ Surplus asset (book value of participations in other companies not included in the consolidation perimeter)	354.454
W of discounted earnings, including surplus assets	**59.484.017**

I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTABILI EX ART. 2343 C.C. E RELATIVE PROBLEMATICHE

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO: UN CASO

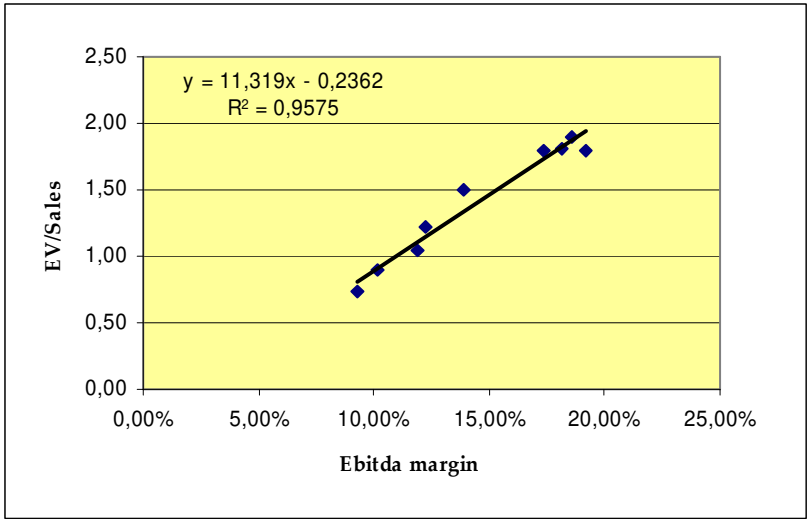
EV / Sales related to EBITDA margin	*200x-1*	*200x*
Gross sales	44.498.644	47.906.671
EBITDA margin	16,94%	18,64%
Implicit EV / Sales multiple	1,68	1,56
EV (gross sales * EV / Sales multiple)	**74.796.065**	**74.691.457**
Lack of marketability discount	20%	20%
EV including lack of marketability discount	**59.836.852**	**59.753.166**
Excess cash *09/30/200x*	3.548.790	3.548.790
W of EV/Sales related to EBITDA margin, excluding surplus assets	**63.385.642**	**63.301.955**
+ Surplus assets (book value of participations in companies not included in the consolidation perimeter)	354.454	354.454
W of EV/Sales related to EBITDA margin, including surplus assets	**63.740.096**	**63.656.409**

Median EV / EBITDA	*200x-1*	*200x*
Gross EBITDA	7.536.553	8.927.516
Median EV / EBITDA	9,88	8,92
EV (median EBITDA * gross EBITDA)	**74.477.218**	**79.620.071**
Lack of marketability discount	20%	20%
EV including lack of marketability discount	**59.581.774**	**63.696.057**
Excess cash (9 *09/30/200x*	3.548.790	3.548.790
W of EV/EBITDA, excluding surplus assets	**63.130.564**	**67.244.846**
+ Surplus assets (book value of participations in companies not included in the consolidation perimeter)	354.454	354.454
W of EV/EBITDA, including surplus assets	**63.485.018**	**67.599.300**

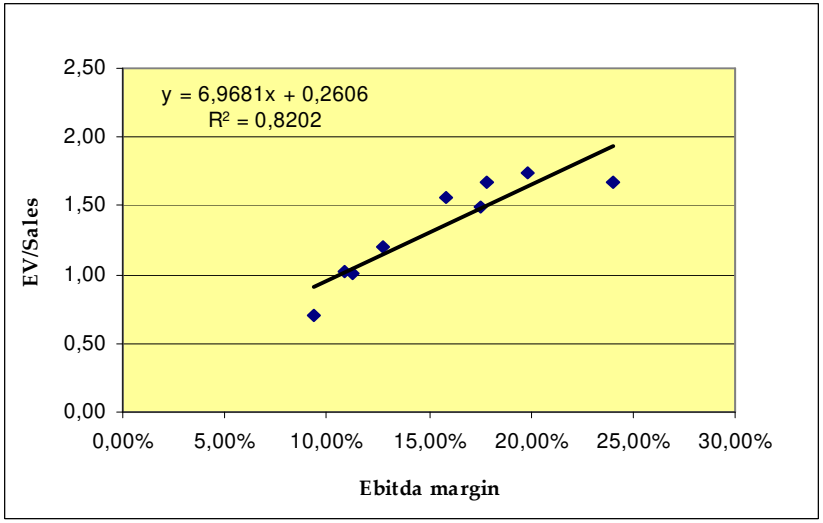
I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTABILI EX ART. 2343 C.C. E RELATIVE PROBLEMATICHE

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO: UN CASO

Relation between EV/Sales and EBITDA margin for 200x-1



Relation between EV/Sales and EBITDA margin for 200x



I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTABILI EX ART. 2343 C.C. E RELATIVE PROBLEMATICHE

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO: UN CASO

Valuation method	Fair market value of equity (W) (in € million)
Unlevered DCF	68,2
Discounted earnings	59,5
Market multiples	63,5-67,6

Valutazione finale: € 60-68 milioni

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI MILANO

FONDAZIONE COMMERCIALISTI ODCEC di MILANO

I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTABILI EX ART. 2343 C.C. E RELATIVE PROBLEMATICHE

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO: UN CASO

Metodo reddituale	
Reddito medio-normale atteso	**4.107.231**
Ke (espresso in termini reali)	9,45%
W complessivo, esclusi i *surplus asset*	**43.480.347**
+ *Surplus asset* (valore contabile delle partecipazioni in altre società)	356.712
W complessivo, inclusi i *surplus asset*	**43.837.059**

I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTABILI EX ART. 2343 C.C. E RELATIVE PROBLEMATICHE

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO: UN CASO

	200x-1	*200x*	*200x+1*
Reddito netto	**1.968.519**	**3.074.331**	**4.497.958**
Rettifiche di normalizzazione nette	1.281.127	1.075.054	460.498
Reddito normalizzato nominale	**3.249.646**	**4.149.385**	**4.958.456**
Coefficiente di correzione monetaria	1,0235	0,9984	0,9788
Reddito normalizzato reale	**3.325.933**	**4.142.544**	**4.853.216**
Coefficiente di ponderazione	1,00	1,00	1,00
Reddito medio-normale	**4.107.231**		

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO: UN CASO

Metodo misto-UEC	
Capitale netto rettificato al 30.11.200x (K)	**19.530.564**
Reddito medio-normale atteso (R)	4.107.231
Ke reale	9,45%
Risk-free rate reale	2,80%
Sovrareddito (R-Ke*K)	2.262.339
N	10
Valore dell'avviamento	**19.492.767**
W, esclusi i *surplus asset*	**39.023.331**
+ *Surplus asset* (valore contabile delle partecipazioni in altre società)	356.712
W, inclusi i *surplus asset*	**39.380.043**

LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO: UN CASO

Criterio di valutazione adottato nella precedente relazione	Valore di capitale economico (€)
Criterio *Discounted cash flow*	68.197.057
Criterio reddituale puntuale	59.484.017
Criterio dei multipli di mercato (media EV/Fatturato e EV/Ebitda)	64.620.206
Media	**64.100.427**

Criterio di valutazione utilizzato nella presente relazione	Valore di capitale economico (€)	Scostamento rispetto alla media dei valori della precedente relazione
Criterio reddituale	**43.837.059**	**-31,6%**
Criterio misto-UEC	**39.380.044**	**-38,6%**

CONFERIMENTO DI PARTECIPAZIONI: PREMIO DI MAGGIORANZA E SCONTO DI MINORANZA

Valore dell'intero pacchetto (100%)	32.000		
Pacchetti oggetto di conferimento:			
pacchetto X: 67%			
pacchetto Y: 33%			
Premio di maggioranza:	25%		
Calcolo del valore dei singoli pacchetti:			
Valore del premio di maggioranza	8.000		
W partecipazione escluso il premio	24.000		
	% W senza premio	Valore del premio	Valore tot. Pacchetto
Valore pacchetto X (67%):	16.080	8.000	24.080
Valore pacchetto Y (33%):	7.920		7.920
Totale			32.000

LE VALUTAZIONE DELLA CONFERITARIA EX ART. 2441 C.C.

SOVRAPPREZZO DI EMISSIONE E RISCHIO DI DILUIZIONE DEL CAPITALE DI PERTINENZA DEI VECCHI SOCI DELLA CONFERITARIA

DATI		
Valore del conferimento ex 2343 cc.	200	
C.S. conferitaria (a)	30	= 6 azioni da 5 nominali
Riserve conferitaria (b)	30	
PN contabile (a+b)	60	
Avviamento conferitaria non iscritto in bilancio	40	
W della conferitaria	100	
Ipotesi 1 - prezzo di emissione delle azioni = valore nominale azioni (no sovrapprezzo)		
Numero azioni da emettere =	= valore conferimento / valore nominale azioni conferente	
Numero azioni da emettere =	40	200/5
W conferitaria post conferimento	300	
Quota di pertinenza vecchi soci	6 : 46 =	13%
W di pertinenza vecchi soci =	39	Diluizione per 61

SOVRAPPREZZO DI EMISSIONE E RISCHIO DI DILUIZIONE DEL CAPITALE DI PERTINENZA DEI VECCHI SOCI DELLA CONFERITARIA

(segue)

DATI		
Valore del conferimento ex 2343 cc.	200	
C.S. conferitaria	30	= 6 azioni da 5 nominali
Riserve conferitaria	30	
PN contabile	60	Valore contabile unitario azioni = 60/6 = 10
Avviamento conferitaria	40	
W della conferitaria	100	
Ipotesi 2 - prezzo di emissione = al valore netto contabile delle azioni della conferitaria		
Numero azioni da emettere =	= valore conferimento / valore netto contabile azioni conferente	
Numero azioni da emettere =	20	200/10
W conferitaria post conferimento	300	
Quota di pertinenza vecchi soci	6 : 26 =	23%
W di pertinenza vecchi soci =	69	Diluizione per 31

LE VALUTAZIONE DELLA CONFERITARIA EX ART. 2441 C.C.

SOVRAPPREZZO DI EMISSIONE E RISCHIO DI DILUIZIONE DEL CAPITALE DI PERTINENZA DEI VECCHI SOCI DELLA CONFERITARIA

(segue)

DATI		
Valore del conferimento ex 2343 cc.	200	
C.S. confeitaria	30	= 6 azioni da 5 nominali
Riserve conferitaria	30	
PN contabile	60	Valore contabile unitario azioni = 60/6 = 10
Avviamento conferitaria	40	
W della conferitaria	100	Valore economico unitario = 100/6 = 16,66666
Ipotesi 3 - prezzo di emissione = valore netto economico unitario delle azioni conferitaria		
Numero azioni da emettere =	= valore conferimento / valore economico azioni conferente	
Numero azioni da emettere =	12	= 200 / 16,66666
W conferitaria post conferimento	300	
Quota di pertinenza vecchi soci	6 : 18 =	33%
W di pertinenza vecchi soci =	100	Nessuna diluizione

CONCLUSIONI

- La valutazione di conferimento: rilevanza assoluta e relativa
- Le stime del perito ex art. 2343 c.c.: equilibrio tra congruità e prudenza
- Le valutazioni della società conferitaria (ex art. 2441 c.c.): il principio di omogeneità e analogie con le valutazioni di fusione

Riferimenti

Lorenzo Pozza

Professore Associato
Dipartimento di Accounting
lorenzo.pozza@unibocconi.it