

OPERAZIONI STRAORDINARIE

Differenze di fusione: l'approccio alternativo dei PIV

di Enrico Ferra

Nell'ambito delle **operazioni di fusione** merita un particolare approfondimento la disposizione contenuta nell'[**articolo 2501-sexies cod. civ.**](#), che stabilisce la necessità di ottenere, da uno o più esperti designati, una relazione sulla **congruità del rapporto di cambio** delle azioni o delle quote delle società partecipanti alla fusione.

Tale relazione deve indicare:

- il **metodo** o i metodi seguiti per la **determinazione del rapporto di cambio** proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;
- le eventuali **difficoltà di valutazione**.

Il tema del “corretto” **metodo di valutazione** da utilizzare nell’ambito delle **operazioni di fusione** non è stato mai trattato formalmente. Lo stesso **principio contabile OIC 4** - non ancora interessato dalla revisione generalizzata dei principi contabili - detta solo alcuni “brevi cenni” sulle caratteristiche del bilancio da predisporre per la determinazione di tale rapporto, laddove sia redatto. Al riguardo, viene chiarito che i soggetti coinvolti possono redigere un **bilancio specifico** oppure avvalersi di altri metodi per la determinazione dei valori economici, quali ad esempio il metodo dell’attualizzazione dei **flussi di cassa attesi**, dei **multipli di mercato**, delle **quotazioni di mercato**, ecc. Il bilancio è pertanto inquadrato nella categoria dei bilanci di tipo “straordinario” in modo da esporre il **valore effettivo del patrimonio** delle società e quindi utilizzando i criteri propri della determinazione del “**capitale economico**” in **ipotesi di cessione di azienda in funzionamento**.

In questo senso, in base al **principio OIC 4**, i **criteri di valutazione** applicabili agli elementi del patrimonio sono orientati alla determinazione del **valore corrente** di ciascun **elemento patrimoniale**, tenendo conto dei principi generali di **veridicità, correttezza e chiarezza**, di **continuazione** dell’attività aziendale e di **prudenza**. Tutto ciò con l’intento di individuare, quale risultato finale, un **patrimonio netto “di fusione”** - diverso dal patrimonio netto contabile delle società partecipanti alla fusione – da utilizzare per la determinazione del rapporto di cambio.

In relazione alle **differenze di fusione**, il principio contabile ricorda come sia la disciplina civilistica sia quella fiscale non richiedano una precisa distinzione della loro natura; di conseguenza, le differenze da **concambio** (nel caso di operazione realizzate tra parti indipendenti) e le differenze da **annullamento** (in ipotesi di fusione tra soggetti legati da legami di partecipazione) seguono la medesima disciplina, in quanto le **norme di riferimento** non operano alcuna distinzione fra i due tipi di differenze e, peraltro, contengono i necessari

margini di elasticità per la loro applicazione a differenze di fusione aventi diversa natura.

Del tutto diversa sembra essere l'impostazione seguita dai **nuovi principi italiani di valutazione (PIV)**, che non si occupano dell'esatta qualificazione delle differenze di fusione, ma propongono un'impostazione dicotomica immaginando due principali **categorie di fusione**:

- fusioni tra **soggetti indipendenti** (scambio negoziato);
- fusioni tra **soggetti non indipendenti** (scambio non negoziato).

Lo scopo dei PIV è chiaramente diverso rispetto a quello degli OIC, ma dall'attenta lettura del principio di riferimento emerge con chiarezza un concetto che nell'OIC 4 è solo accennato, ossia l'importante differenza tra le operazioni di fusione in ragione del **grado di indipendenza dei soggetti coinvolti**; aspetto questo di fondamentale importanza, nell'ottica dei PIV, per la corretta individuazione del metodo di valutazione e, di riflesso, per la "giusta" **qualificazione della natura del rapporto di concambio**.

Nel primo caso (**fusione tra soggetti indipendenti**), la fusione è assimilabile ad "*un'acquisizione per carta*", nell'ambito della quale il **rapporto di cambio negoziato equivale ad un prezzo**. In questo senso, conformemente a quanto previsto dall'OIC 4, il rapporto di cambio, determinato a seguito di un negoziato fra le parti, esprime effettivamente il **valore economico** relativo delle due società interessate e la **differenza da concambio** corrisponde, sul piano economico, ad una parte del "**costo di acquisizione**" dell'incorporata, giustificato da un effettivo **maggior valore della incorporata** rispetto al suo **attivo netto contabile**.

Tale accezione del rapporto di cambio comporta che, **dal punto di vista valutativo**, l'esperto si conformi ai **principi relativi alle acquisizioni e alle cessioni**, tenendo conto pertanto dell'esigenza di valutare i benefici "privati" in capo ad un acquirente specifico e le "sinergie indivisibili".

Nel secondo caso, se le **parti coinvolte** nell'operazione di fusione **non sono indipendenti**, il **rapporto di cambio** deve garantire alle minoranze di entrambe le entità che non ci sia **trasferimento di ricchezza**. La valutazione assolverà, conseguentemente, la funzione di "**garanzia societaria**": in questo senso, è possibile adottare un approccio semplificato e maggiormente dimostrabile, che consiste nel valutare le due entità *stand alone* senza considerare le sinergie che scaturiranno dalla fusione. E ciò sulla base del presupposto che alle sinergie parteciperanno i soci delle due entità sulla base del **valore** cui rinunciano.

In entrambi i casi, l'aspetto importante da evidenziare è che l'esperto, nel determinare il **congruo rapporto di concambio**, non può utilizzare criteri meramente comparativi (o relativi), ma deve giungere alla **valutazione (assoluta) separata delle due entità**.

Quanto ai valori ottenibili, il **principio di valutazione** ricorda come anche in questa circostanza – nel pieno rispetto dello spirito dei PIV - l'esperto debba evitare di giungere a *range* di valori assoluti, ma privilegiare il valore ritenuto più espressivo della **configurazione di valore**

ricercata. Allo stesso modo, la **media** semplice di **rapporti di concambio** desunti da criteri di valutazione che portano a risultati molto dispersi **non esprime una misura di concambio che garantisce l'equità del risultato finale.**

Master di specializzazione

LE PERIZIE DI STIMA E LA VALUTAZIONE D'AZIENDA NELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE

[Scopri le sedi in programmazione >](#)