

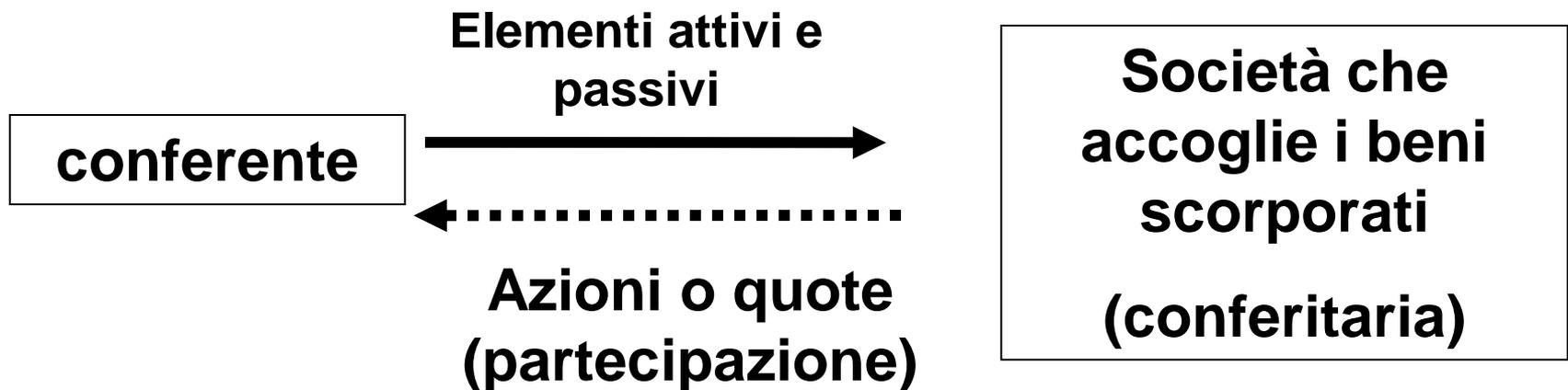
OPERAZIONI DI GESTIONE STRAORDINARIA
conferimento, fusione,
aumento di capitale

Il conferimento d'azienda

equilibri economici dell'operazione

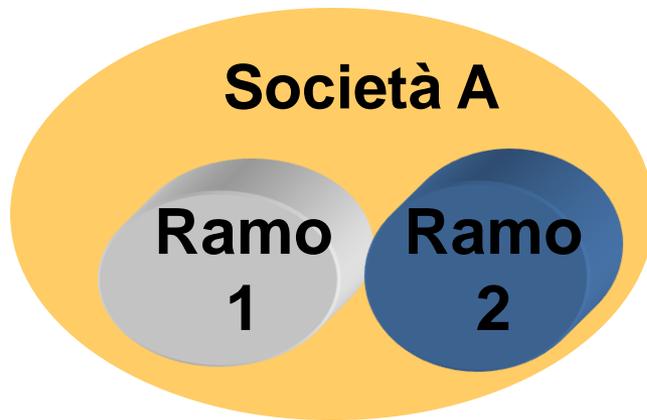
Introduzione

- Una società (scorporante/conferente) *conferisce* l'intero complesso aziendale, o una parte di esso, in una società già esistente o di nuova costituzione (conferitaria), ricevendo *in contropartita azioni o quote*.
- La conferente mantiene “*sostanzialmente*” il proprio patrimonio, che però muta la sua composizione (*anche il valore può subire variazioni*)

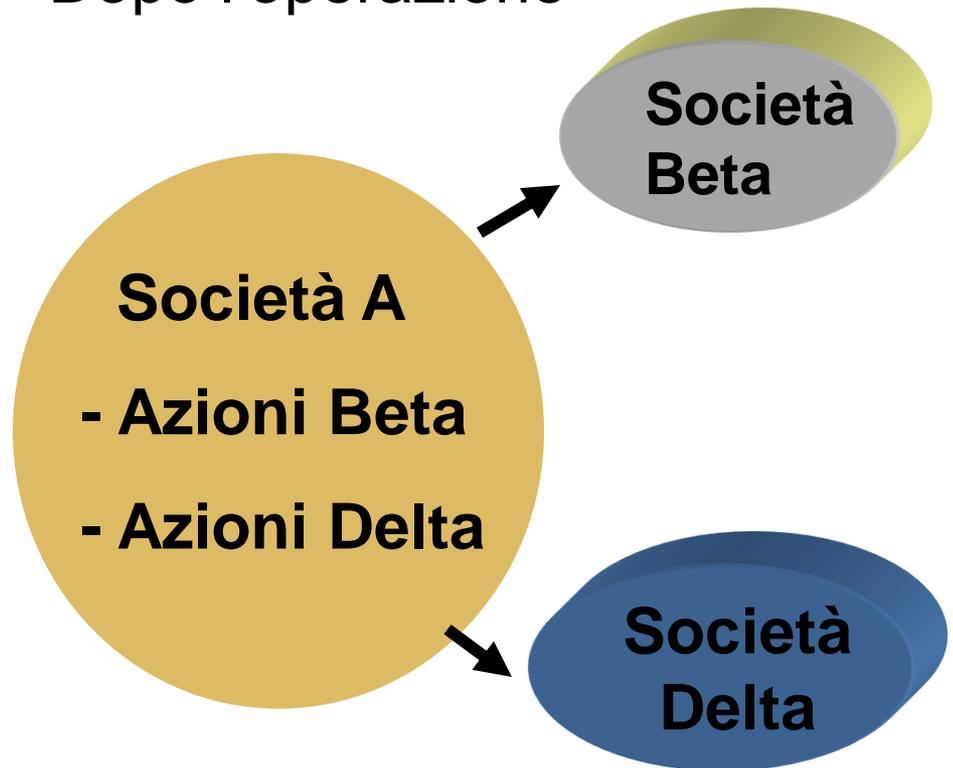


Introduzione

Prima
dell'operazione



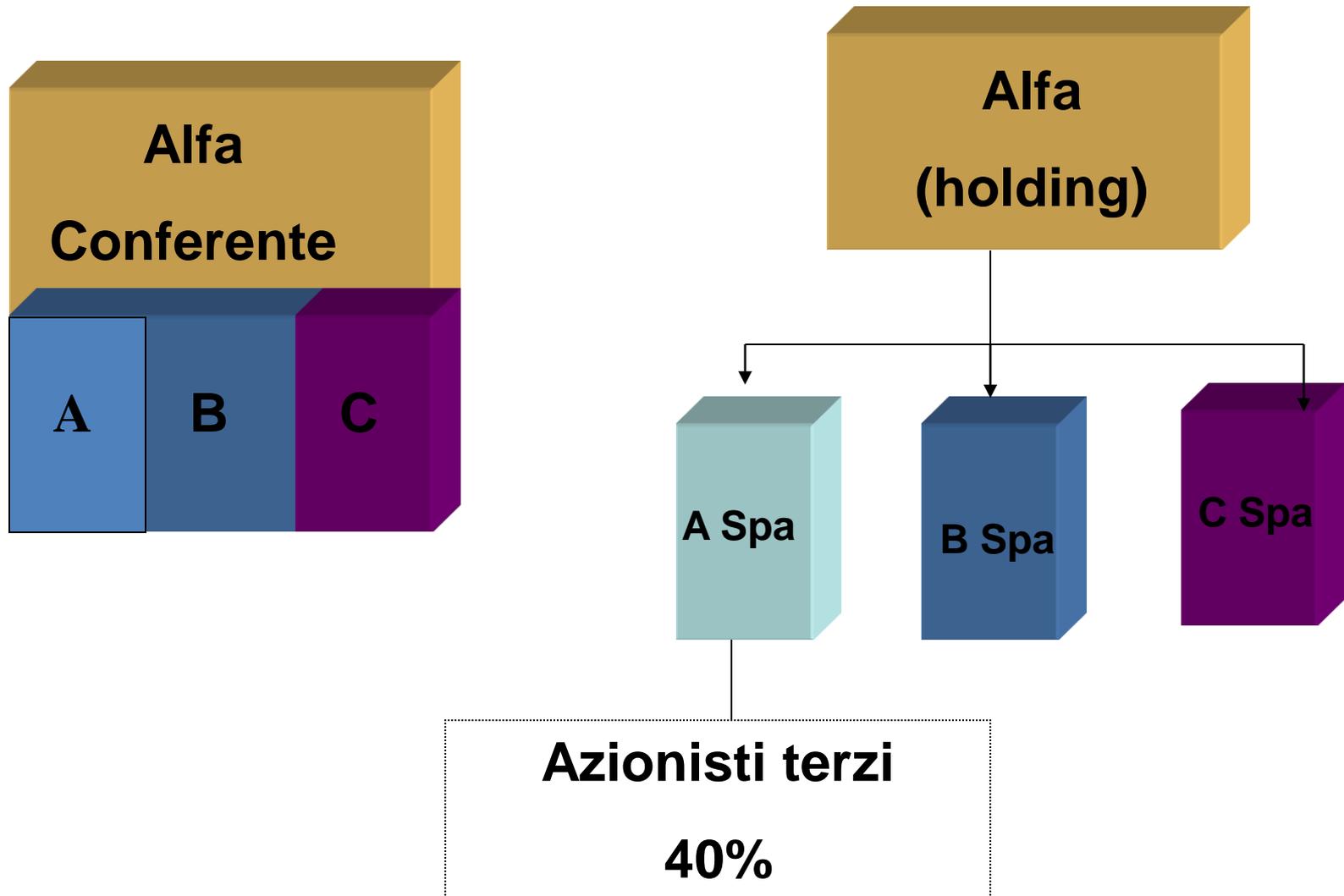
Dopo l'operazione



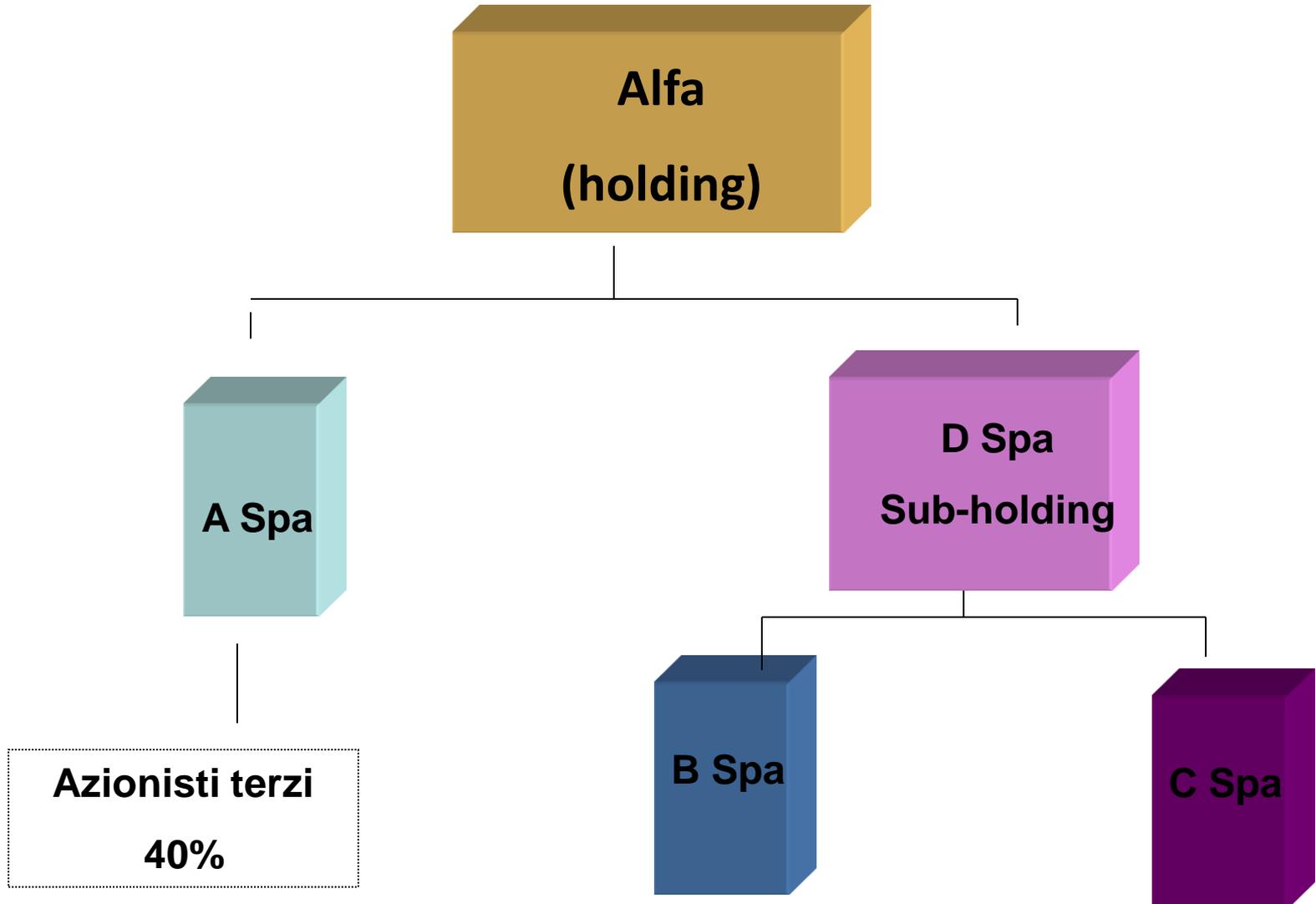
Obiettivi dell'operazione

1. Scambio di *assets* (partecipazioni contro attività/passività)
2. Separazione della gestione operativa da quella finanziaria: le partecipazioni ottenute in cambio dei conferimenti/scorpori vengono concentrate nella conferente che diviene *holding* pura o mista
3. Crescita esterna tramite creazione di gruppi di imprese senza impiego di nuove risorse finanziarie (conferimento in aziende già esistenti)

Schema di un'operazione di conferimento



Creazione di sub-holding attraverso conferimento di partecipazioni



La relazione degli esperti

art. 2343 c.c.

In caso di conferimento di beni in natura è necessario presentare la relazione giurata di un esperto nominato dal Tribunale.

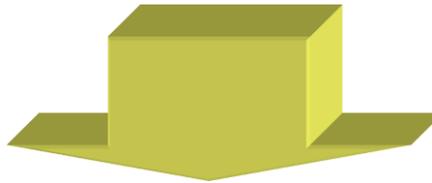
La relazione deve contenere:

- descrizione dei beni conferiti
- valore a ciascuno di essi attribuito
- criteri di valutazione seguiti
- attestazione che il valore attribuito non è inferiore al valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, delle azioni emesse a fronte del conferimento

Stime dell'esperto indipendente: obiettivi

Primo obiettivo

impedire aumenti di capitale da parte della conferitaria non “coperti” dall'acquisizione di beni “in natura” di valore almeno pari all'aumento di capitale stesso



Tutela dell'integrità del capitale della conferitaria, nell'interesse dei terzi e del mercato in generale

Stime dell'esperto indipendente: obiettivi

Secondo obiettivo

in via subordinata, tutela del soggetto conferente e dei soci della conferitaria

stima dell'apporto come punto di riferimento per "pesare" l'ingresso del nuovo socio (conferente) nella compagine sociale della conferitaria, in relazione al valore del capitale economico di quest'ultima



→ fine di stabilire il numero delle nuove azioni da emettere e da assegnare al soggetto conferente

Valutazione conferitaria

Stime dell'esperto indipendente: obiettivi

in linea di principio, deve essere

$$\text{NAN/NAV} = A_{\text{conf}}/W_{\text{conf}}$$

A_{conf} = valore dell'azienda o del ramo oggetto di conferimento

W_{conf} = valore del capitale economico della conferitaria

NAN e NAV = numero azioni "nuove" e "vecchie"

Se: $W_{\text{conf}} = 10$ euro/mln.; NAV = 4 milioni di azioni;

$$A_{\text{conf}} = 2 \text{ euro/mln.}$$

$$\rightarrow \text{NAN} = 2/10 \times 4 \text{ mln.} = 800.000 \text{ azioni}$$

*RISULTATO VINCOLANTE PER L'EQUILIBRIO DEGLI
INTERESSI !!!!!*

Stime dell'esperto indipendente: obiettivi

l'esperto nominato dal Tribunale accerta il rispetto del vincolo:

$$A_{\text{conf}} \geq \text{NAN} \times \text{PAN}$$

PAN (“Prezzo Azione Nuova”) = prezzo di emissione delle nuove azioni, al nominale o eventualmente con sovrapprezzo

In realtà, “dichiara” che dovrà essere $A_{\text{conf}} \geq \text{NAN} \times \text{PAN}$

Stime dell'esperto indipendente: obiettivi

Se VN = 1 euro

→ aumento di capitale minimo (**solo capitale sociale**, NO sovrapprezzo)

= 800.000 azioni x 1 euro = 800.000 euro

→ aumento di capitale massimo

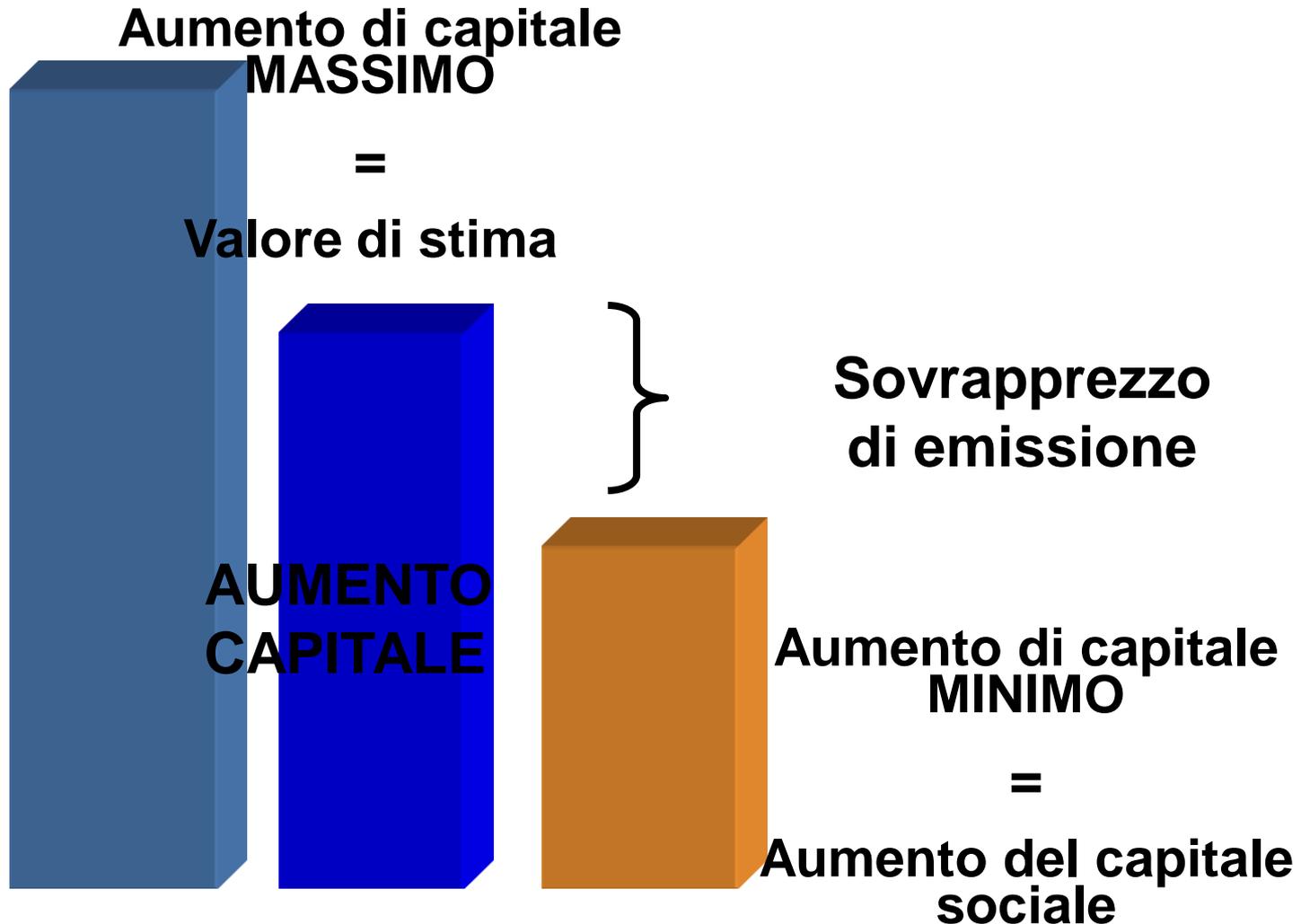
= 2.000.000 euro (quindi, PAN* = 2,5 euro, ed il **sovrapprezzo massimo** ammonta a 1,5 euro)

Le azioni delle società conferitaria

prima del conferimento valevano: $10.000.000/4.000.000 = 2,5$

dopo il conferimento valgono $12.000.000/4.800.000 = 2,5$

Stime dell'esperto indipendente: obiettivi



Art. 2441 Diritto di opzione.

Le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma del presente articolo, 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.**

La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al **valore del patrimonio netto**, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

Aumento di capitale della conferitaria

Se la norma fosse applicata rigidamente ...

se: $W_{\text{conf}} = 10$ euro/mln.; NAV = 4 milioni di azioni

→ $W_{\text{conf}}/\text{NAV} = 2,5$ euro \equiv valore massimo per PAN

...impossibili emissioni a valori inferiori ???

Nota: è una disposizione scritta (e confermata dalla “riforma”) avendo in mente aumenti di capitale in denaro

(→ il prezzo di emissione non deve danneggiare i vecchi azionisti).

....ma ...nei conferimenti in natura, ciò che rileva è invece il rapporto NAN/NAV

La fusione

equilibri economici dell'operazione

La fusione

Obiettivi:

- Crescita esterna dei gruppi di imprese (se posta in essere tra aziende appartenenti al gruppo e realtà ad esso esterne)

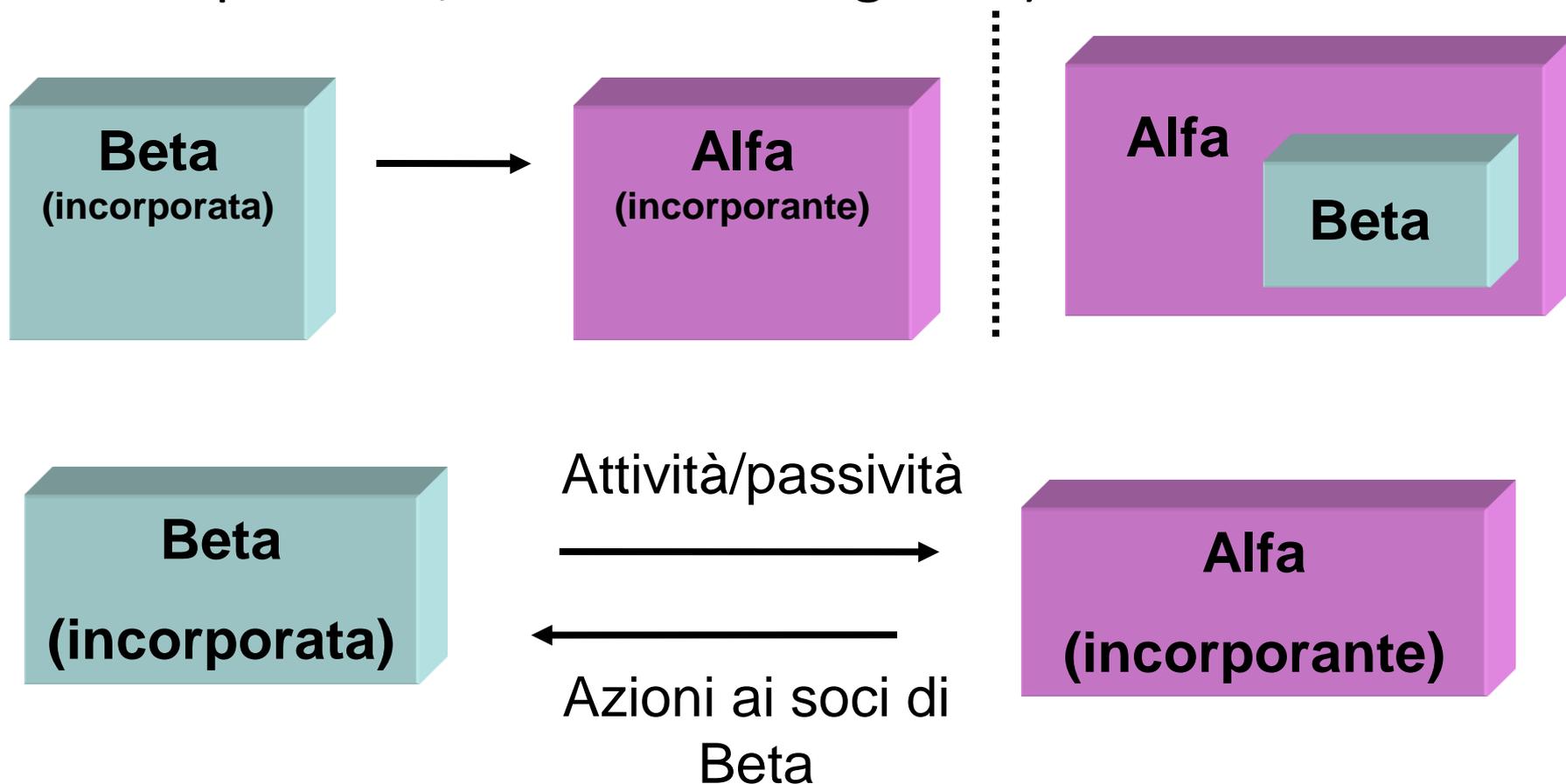
- Benefici diversi derivanti dall'aggregazione di realtà di gruppo prima separate (economie di scala, riduzione dei costi delle strutture centrali, aumento del peso commerciale della società risultante dalla fusione)

Gli obiettivi di crescita dell'impresa

- Integrazione verticale
- Integrazione orizzontale
- Diversificazione

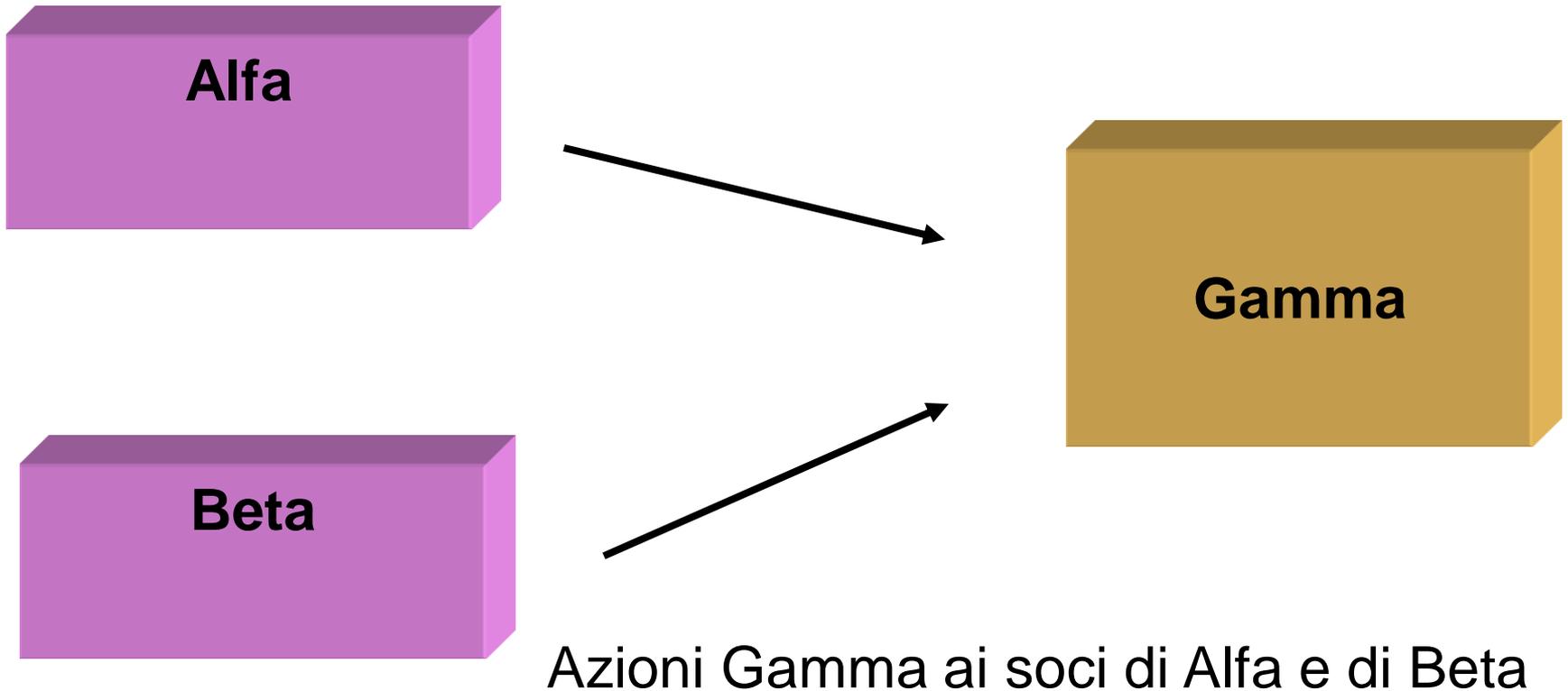
Forme di fusione

1. Fusione per incorporazione (un'azienda sopravvive, le altre si estinguono)



Forme di fusione

2. **Fusione per unione** (tutte le partecipanti – Alfa e Beta - si estinguono e nasce una nuova società-Gamma)



Il rapporto di cambio delle azioni o quote nelle fusioni per incorporazione

- **Il rapporto di cambio** rappresenta la quantità delle azioni della incorporante, o della società risultante dalla fusione, da assegnare ai soci delle incorporate, o delle società partecipanti alla fusione, in cambio delle azioni da loro precedentemente possedute

Rapporto di cambio

I principali elementi che influiscono nella determinazione del rapporto di concambio sono:

✓ il valore economico delle società partecipanti alla fusione, determinato con metodologie di valutazione analitiche e/o di mercato;

E' inevitabilmente influenzato dai rapporti di forza/potere fra i soggetti economici delle società interessate

Il rapporto di cambio (ovviamente) non si basa quindi sui valori contabili del bilancio d'esercizio

La fusione per incorporazione

Gli effetti della fusione sulla società incorporante dipendono dalla situazione in essere prima della fusione

Due casi base e un caso intermedio

1. L'incorporante non possiede partecipazioni nell'incorporata

2. L'incorporante detiene una partecipazione totalitaria nell'incorporata

3. L'incorporante detiene una partecipazione non totalitaria nell'incorporata

La fusione per incorporazione

1. L'incorporante non possiede partecipazioni nell'incorporata

L'incorporante emette proprie azioni da attribuire ai soci dell'incorporata (i quali vedono annullare le azioni di questa) secondo un **rapporto di cambio** determinato sulla base dei capitali economici dei complessi aziendali

La fusione per incorporazione: gli equilibri tecnici

Deve valere l'eguaglianza:

$$W_{\beta} / W_{\alpha} = NAN_{\alpha} / NAV_{\alpha}$$

W_{β} = valore del capitale economico dell'incorporata

W_{α} = valore del capitale economico dell'incorporante

NAN_{α} = numero azioni dell'incorporante di nuova emissione

NAV_{α} = numero azioni "vecchie" emesse
dall'incorporante

NAV_{β} = numero azioni "vecchie" emesse dall'incorporata
(annullate con l'operazione di incorporazione)

La fusione per incorporazione: gli equilibri tecnici

$W_{\beta} = 2$ euro/milioni

$W_{\alpha} = 10$ euro/milioni

$NAV_{\alpha} = 4$ milioni

$NAN_{\alpha} = 800.000$
vincolato

→ Aumento di capitale = $NAN_{\alpha} \times VN_{\alpha}$

(se $VN_{\alpha} = 1$ euro → aumento di capitale sociale = euro 800.000)

Se $NAV_{\beta} = 1$ milione → $RC = NAN_{\alpha} / NAV_{\beta} = 800.000 / 1.000.000 =$
= 8 azioni nuove per 10 azioni annullate dell'incorporata

Prova: azionisti società Beta

→ rinunciano a 1 milione di azioni dell'incorporata per un valore di euro 2.000.000

→ acquisiscono 800.000 azioni per un valore pari a:

$800.000 \times 12.000.000 \text{ euro} / 4.800.000^* = 2.000.000 \text{ euro}.$

Valore unitario 2.5 euro

L'aumento di capitale a pagamento

AUMENTI DI CAPITALE

- con **esclusione del diritto di opzione**
 - *Indispensabile una valutazione di capitale economico*
 - *Se il titolo è quotato, riferimento anche al mercato*
 - *Se il titolo non è quotato, “valutazione”*
-
- **con diritto di opzione**
 - *Non è necessaria alcuna valutazione di capitale economico. PAN “neutro”*
 - *Se il titolo non è quotato*,*

Ragioni degli aumenti di capitale

- Nuove opportunità di sviluppo
- Incorporazione società affini
- Remunerazione azionisti con azioni gratuite
- Conversione di debiti
- Sfruttamento di periodi di borsa al rialzo
- Quotazione in Borsa

Aumenti di capitale:

- con diritto di opzione
- con esclusione del diritto di opzione

A pagamento: diritto di opzione

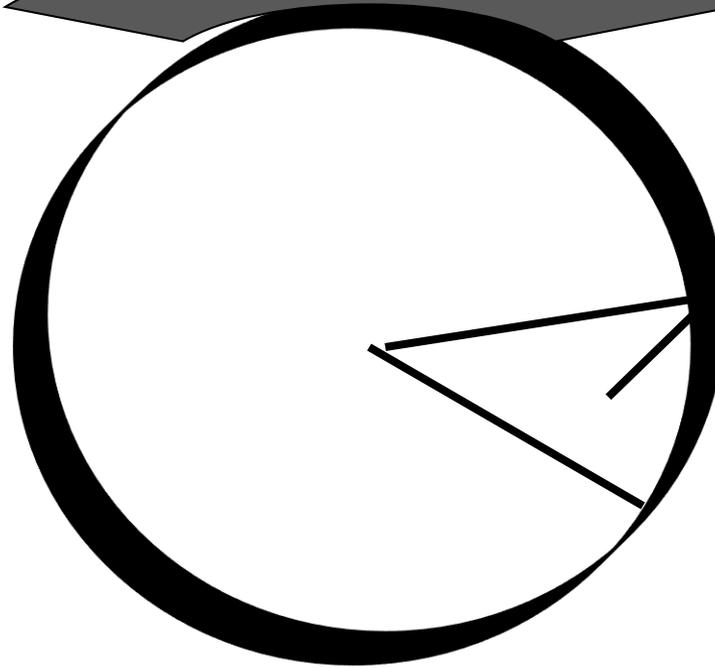
Gratuiti: diritto di assegnazione

<i>effetti modalità</i>	<i>Capitale sociale</i>	<i>riserve</i>	<i>Cap. netto</i>	<i>finanza</i>
<i>gratuito</i>	+	-	=	NO
<i>pagam. (nomin.)</i>	+	=	+	+
<i>pagam. (sovrapp.)</i>	+	+	+	++
<i>Convers. debiti</i>	+	?	+	NO

cedola



**Diritto di
opzione**



VALORE DELL'AZIONE

Valore del diritto di opzione

- Determinazione del valore del diritto in base a CAV

Condizione di indifferenza

$$PAO = \frac{NAV \times CAV + NAN \times PAN}{NAV + NAN}$$

$$VD^* = CAV - PAO = \frac{CAV - PAN}{1 + ND} =$$

$$= -PAN/(1+ND) + CAV/(1+ND)$$

$$ND = NAV/NAN$$

PAO = valore teorico dell'azione optata

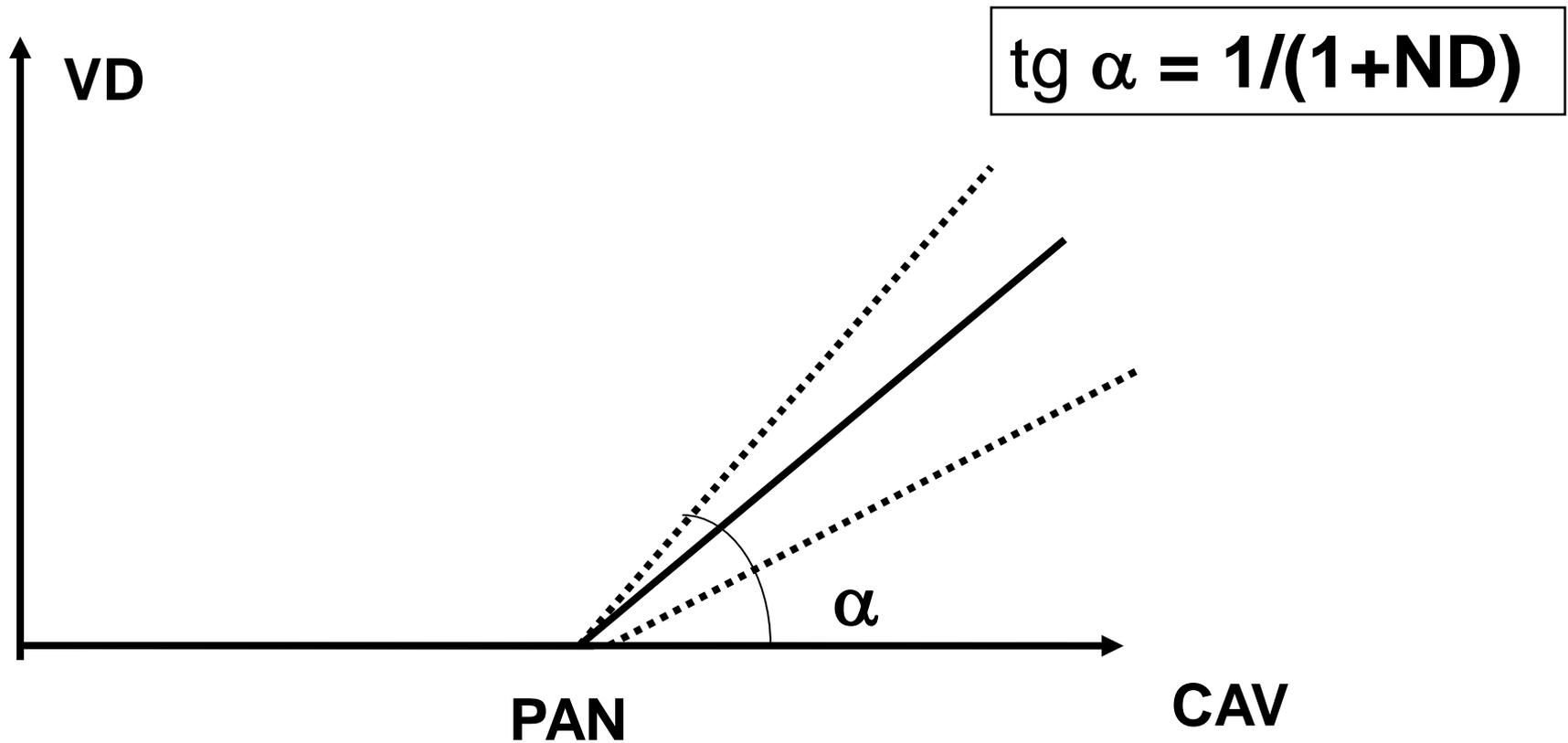
PAN = prezzo di emissione

CAV = prezzo di mkt dell'azione ante

NAV e **NAN** = numero azioni ante e numero azioni di nuova emissione

Valore del diritto di opzione

$$VD^* = \text{MAX}[0, -\text{PAN}/(1+\text{ND}) + \text{CAV}/(1+\text{ND})]$$



Quanto più piccolo è ND , tanto più elevata è la pendenza della retta*

Valore del diritto di opzione

- Emissione di azioni a pagamento offerte alla pari e con godimento regolare

La società Alfa ha un capitale sociale di euro 30 mln. diviso in 15 mln. azioni (NAV) da 2 euro nominali quotate 13 euro (CAV)

Delibera un aumento di capitale sociale di euro 12 mln. con emissione di 6 mln. azioni (NAN) offerte alla pari (PAN = 2 euro) e godimento regolare 1/1

Rapporto di offerta = $6 \text{ mln.} / 15 \text{ mln.} = 2/5$
(reciproco di ND)

Valore del diritto di opzione

Dati:

$$CAV = 13$$

$$PAN = 2$$

$$NAV = 15 \text{ mln.}$$

$$NAN = 6 \text{ mln.}$$

$$ND = NAV/NAN = 15 \text{ mln.}/6 \text{ mln.} = 5/2$$

Determinazione del VD

$$\mathbf{VD = \frac{13 - 2}{5/2 + 1} = 3,14}$$

L'azione optata dovrebbe perdere valore a 9,86

Valore del diritto di opzione

Verifica

Dopo l'aumento di capitale il prezzo dell'azione optata (PAO) sarà teoricamente pari a 9,86 euro

Infatti:

$$\frac{13 \times 15 \text{ mln.} + 2 \times 6 \text{ mln.}}{15 \text{ mln.} + 6 \text{ mln.}} = 9,86 \text{ euro}$$

Sommando PAO al valore teorico del diritto (che compensa la riduzione subita dal prezzo dell'azione) si deve ottenere il corso dell'azione piena (CAV): $9,86 + 3,14 = 13$ euro

Valore del diritto di opzione

- Attenzione: il patrimonio dell'azionista non è variato in valore
- ✓ Prima: 5 azioni x 13 = 65 euro
- ✓ Dopo: 7 azioni x 9,86 – 2x2 = 65

Allora, perché può essere interessante partecipare all'aumento di capitale ?

- 1) Se $\text{div} = K \rightarrow k/9,86 > K/13$
- 2) Se l'aumento di capitale viene accolto positivamente dal mkt e se i fondi vengono messi a frutto dall'impresa, si può ritenere che il valore del titolo aumenterà

Valore del diritto di opzione

- Determinazione del valore del diritto in base a PAO

Condizione di indifferenza →

acquisto di diritti e sottoscrizione di nuove azioni
oppure acquisto di azioni optate

$$NAV \times VD + NAN \times PAN = NAN \times PAO$$

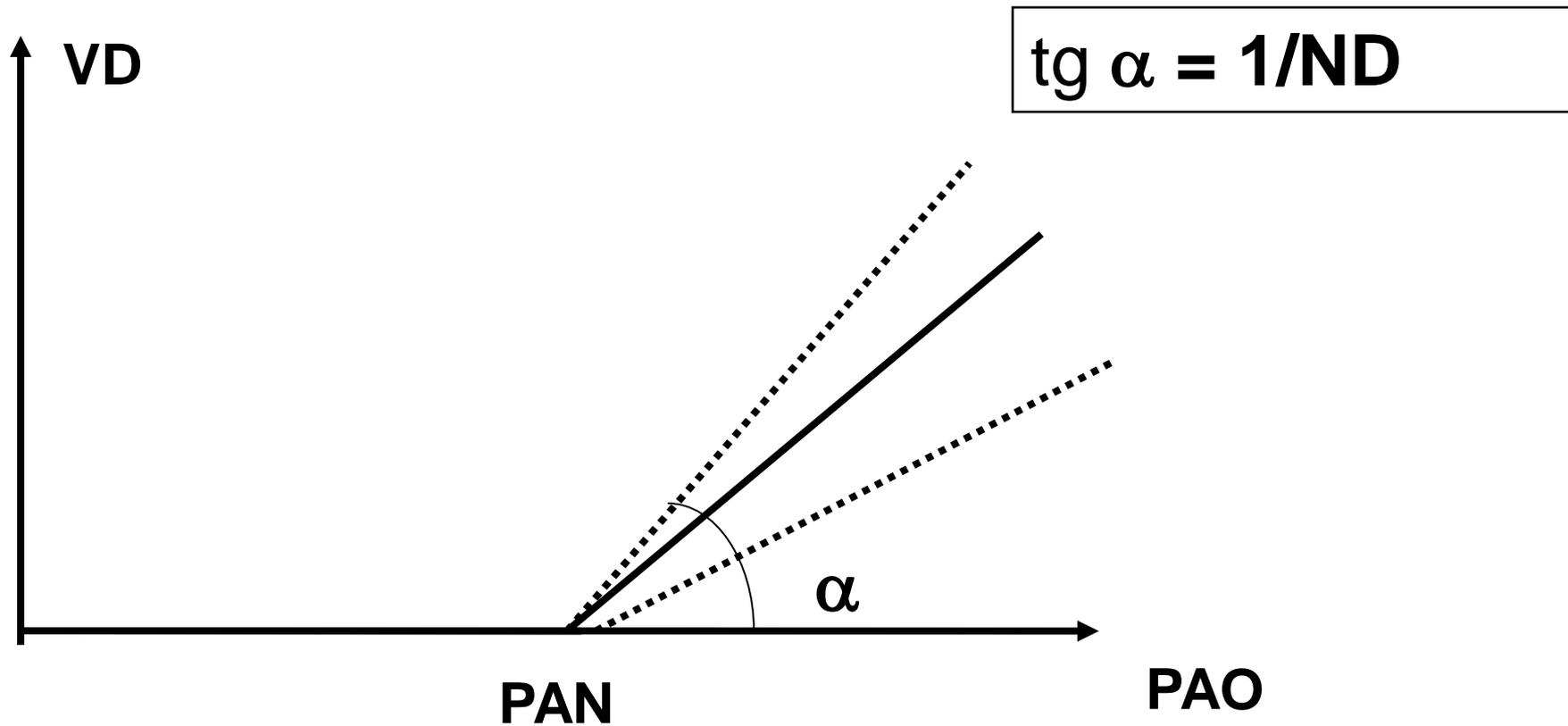
$$VD^* = (PAO - PAN) \times NAN / NAV = (PAO - PAN) / ND = \\ = -PAN / ND + PAO / ND$$

$$ND = NAV / NAN$$

$$VD^* = (9,86 - 2) \times 2/5 = 3,14$$

Valore del diritto di opzione

$$VD^* = \text{MAX}[0, -\text{PAN}/\text{ND} + \text{PAO}/\text{ND}]$$



Quanto più piccolo è ND , tanto più elevata è la pendenza della retta*

Il prezzo di emissione

- Il sovrapprezzo deve essere tale da assicurare un margine di sicurezza necessario al fine di ottenere un agevole collocamento dell'emissione

La scelta del momento dell'emissione

- Tendenza al rialzo dei prezzi di borsa
- Elevato spessore del mercato
- Non ingenti pressioni sulla borsa da parte di altri emittenti
- Ritmi di formazione del risparmio elevati
- Buona propensione del risparmio nei confronti del capitale di rischio