

Patrizia Riva

---

**ALCUNE RIFLESSIONI SULLA  
DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO  
DI CAMBIO NELLE OPERAZIONI  
DI FUSIONE**

---

Estratto



Milano • Guffrè Editore

PATRIZIA RIVA

Borsista PhD in Economia Aziendale e Management Università Bocconi  
Dottore Commercialista

ALCUNE RIFLESSIONI SULLA DETERMINAZIONE  
DEL RAPPORTO DI CAMBIO  
NELLE OPERAZIONI DI FUSIONE (\*).

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. Il rapporto di cambio: definizione e problematiche di determinazione. — 3. Il caso in cui l'incorporata abbia emesso azioni di risparmio: ammissibilità giuridica della determinazione di rapporti di cambio differenziati. — 4. Determinazione del rapporto di cambio tra azioni ordinarie della incorporante e azioni di risparmio della incorporata: parità interna e parità esterna. — 5. Determinazione del rapporto di cambio tra azioni ordinarie della incorporante e azioni privilegiate della incorporata quotate o non quotate. — 6. Una possibile estensione del problema: computo di premi di maggioranza e/o di sconti di minoranza nella determinazione del (o dei) concambio (concambi) tra azioni con diritto di voto. — 7. Conclusioni.

1. *Premessa.*

Con il presente lavoro ci si propone di analizzare alcuni aspetti peculiari legati alla determinazione del rapporto di cambio nelle operazioni di fusione. Dopo avere definito l'oggetto

---

(\*) Il presente lavoro è stato oggetto di dibattito nell'ambito del II Convegno Nazionale AIDEA Giovani sul tema « Le situazioni straordinarie di azienda », tenutosi presso la Facoltà di Economia e Commercio dell'Università degli studi di Napoli Federico II il 6 e il 7 dicembre 1996. Si ringraziano per i preziosi suggerimenti e le critiche costruttive il prof. A. Provasoli, il prof. A. Viganò, il dott. L. Pozza e tutti i partecipanti del Convegno AIDEA-Giovani. Resta comunque dell'autrice ogni responsabilità sui contenuti.

dell'indagine (par. 2), si cerca di comprendere se sussistano condizioni ostative di natura giuridica alla determinazione di rapporti di cambio differenziati (par. 3). Risolto negativamente il problema ci si chiede, quindi, quale metodologia debba essere applicata per determinare tale pluralità di concambi con riferimento sia alle azioni di risparmio, sia alle azioni privilegiate quotate e non quotate (par. 4 e 5). Si indaga infine se sia corretto, dal punto di vista economico, computare, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, sconti di minoranza sui pacchetti di azioni con diritto di voto di dimensioni tali da non permettere una partecipazione attiva alla vita della società e, simmetricamente, premi di maggioranza sui pacchetti di azioni che ne permettano il controllo (par. 6). Il lavoro è supportato anche empiricamente per meglio comprendere quali siano state le soluzioni cui si è fatto ricorso nella prassi: sono state a tale fine esaminate tredici operazioni di fusione effettuate tra il 1985 e il 1995 <sup>(1)</sup> e, data la specificità del tema indagato, ciascuna operazione considerata coinvolge almeno una società quotata in Borsa.

## 2. *Il rapporto di cambio: definizione e problematiche di determinazione.*

Ogni qual volta venga effettuata una operazione di fusione — fatto salvo il caso in cui esista la partecipazione totalitaria della incorporante nella incorporata — si rende indispensabile la valutazione del valore relativo dei patrimoni delle aziende partecipanti all'operazione, per pervenire alla determinazione del rapporto di cambio, ossia del numero di azioni della incor-

<sup>(1)</sup> Il metodo utilizzato ai fini della ricerca sul campo è la analisi documentale. In particolare oggetto della indagine sono stati i documenti informativi redatti dalle società ai fini delle differenti operazioni e dalle stesse depositate presso la Borsa Valori di Milano.

porante <sup>(2)</sup>, che devono essere assegnate ai soci della incorporata a fronte dell'annullamento delle azioni di quest'ultima dagli stessi possedute. È pertanto necessario valutare quale sia l'apporto di ciascuna azienda alla nuova realtà economica che si andrà a costituire per il tramite della fusione, in quanto solo così è possibile stabilire la percentuale di partecipazione al capitale post-fusione da attribuirsi ai soci della incorporata. Tale risultato è ottenuto rapportando il valore economico per azione della incorporata e della incorporante: il rapporto di cambio è perciò un numero puro, in quanto deriva dal confronto fra due valori economici.

Conviene subito evidenziare che il numero ottenuto dal rapporto tra i valori economici unitari delle azioni della incorporata e della incorporante — il cosiddetto rapporto di cambio teorico — può non rappresentare il rapporto di cambio effettivamente applicato dalle parti ai fini della operazione di fusione e, pertanto, può non corrispondere al valore effettivamente inserito nel progetto di fusione. Il concambio realmente applicato — talvolta denominato in dottrina concambio *effettivo* — è il frutto di una negoziazione. Prendendo quale principale riferimento il concambio *teorico*, nonché considerando tutte le altre condizioni del contratto associativo, ivi incluse le reciproche posizioni di forza o di debolezza, le parti stabiliscono concretamente il parametro sulla base del quale sarà determinata la partecipazione al capitale della società risultante dalla fusione. Il concambio *teorico* mantiene un forte valore interpretativo in quanto è misura da una parte del « sacrificio » massimo, in termini di quote di capitale da assegnare ai soci della assorbita, che i soci dell'incorporante sono disposti a sopportare, dall'altra dell'ammontare minimo di quote di capitale che i conferenti dell'incorporata sono disposti ad accettare come corrispettivo del-

<sup>(2)</sup> Per semplicità faremo riferimento alla sola operazione di fusione per incorporazione di una sola impresa.

l'assorbimento<sup>(3)</sup>. È rilevante sottolineare che garanzia della generalità del rapporto di cambio *teorico* non può che essere la professionalità del soggetto chiamato a determinarlo sia esso lo stesso amministratore o un perito di parte all'uopo nominato.

Punto di partenza per il calcolo del concambio *teorico* è la determinazione del valore dei capitali economici delle imprese coinvolte nell'operazione. Dal momento che oggetto della valutazione non è tanto il calcolo del valore assoluto delle aziende partecipanti alla concentrazione, bensì la determinazione del valore dell'una rispetto all'altra, è indispensabile logicamente, e utile praticamente, che i criteri di valutazione impiegati siano: a) omogenei, b) giustificati secondo corretti principi economico-aziendali, c) comunque atti a istituire confronti in ordine ai valori economici delle aziende esaminate. Infatti, ai soci di queste ultime non interessa tanto determinare il valore assoluto di ogni singola azienda, quanto ricercare un fondamento logico cui riferire un valore di scambio, che troverà espressione nella determinazione del rapporto di cambio<sup>(4)</sup>. È evidente che, riconoscendo alla tipologia settoriale di appartenenza dell'azienda una capacità di influenzare la scelta dei criteri di valutazione, quando le aziende oggetto della fusione appartengano allo stesso settore è opportuno applicare criteri identici di stima del loro capitale economico. Al contrario, quando le due aziende operino in settori diversi, e presentino una composizione differenziata del capitale di funzionamento, la regola dell'omogeneità diventa di applicazione piuttosto ardua, per cui appare preferibile ricorrere a criteri uniformi nei limiti entro i quali le

<sup>(3)</sup> In questo senso R. PEROTTA, *Le valutazioni di fusione. Problemi di calcolo economico e di rappresentazione*, 1983.

<sup>(4)</sup> Nel caso di fusione si ha uno scambio reciproco di beni e ciò non avviene con riferimento ad un'unità di misura avente validità universale come la moneta, ma stimando il patrimonio di una società con un particolare, ed unico, metro di misura che è il valore comparativo del patrimonio dell'altra società. Appare opportuno, nell'ambito delle valutazioni per fusione, parlare di valori comparativi e non, semplicemente, di valori, proprio a sottolineare che i termini da cui scaturisce il rapporto di cambio hanno natura di valori simbolici più che non di valori dotati di significato autonomo.

caratteristiche degli elementi da valutare lo consentano: in altri termini, se gli elementi da valutare differiscono ed esigono approcci differenti, la regola dell'omogeneità si traduce genericamente nell'applicazione della norma di equità che riveste ex se validità universale<sup>(5)</sup>. Il principio di omogeneità deve trovare applicazione anche quando le società interessate alla fusione siano al vertice di gruppi societari ai quali faccia capo una pluralità di aziende operanti in settori differenti. Ciò esige, peraltro, la preventiva classificazione delle società che formano il gruppo in settori omogenei allo scopo di abbinare a ciascun settore il criterio valutativo più idoneo ad esprimere gli elementi caratteristici delle aziende che vi sono inserite<sup>(6)</sup>.

Un ulteriore problema altrettanto rilevante ai fini della determinazione del concambio consiste nella individuazione delle ipotesi di svolgimento futuro delle aziende, ipotesi da assumersi a fondamento per la determinazione del valore economico delle stesse. Si tratta cioè di stabilire se sia correttamente analizzabile il diverso concorso alla formazione dei risultati economici futuri dell'azienda risultante dalla fusione da parte delle aziende partecipanti alla medesima oppure, ove ciò non fosse possibile, se sia più opportuno osservare le stesse in via autonoma, come se la fusione non dovesse avere luogo<sup>(7)</sup>. Quanto alla prima ipotesi, la stessa è verificabile solo nel caso in cui le

<sup>(5)</sup> In questo senso: S. PODESTÀ nella *Relazione di sintesi delle stime peritali attinenti al rapporto di concambio per la fusione tra: a) Iniziativa META SpA e Vetiver SpA; b) Iniziativa META SpA e Investimenti Immobiliari Italiani SpA*; L. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, Milano, 1984, pp. 187-188.

<sup>(6)</sup> Questo il criterio utilizzato ai fini della determinazione del concambio nella fusione per incorporazione nella Ferruzzi Finanziaria SpA di Iniziativa META SpA effettuata nel maggio 1988, come risulta dalla relazione peritale redatta da P. JOVENITTI (maggio 1988) e nella fusione per incorporazione della Partecipazioni finanziarie e industriali SpA nella Santavaleria Finanziaria SpA, come risulta dalla relazione peritale redatta da S. PIVATO (aprile 1995).

<sup>(7)</sup> Conviene ricordare in merito il pensiero di Zappa: « Nel nostro caso (quello della fusione) la valutazione economica si deve effettuare sul fondamento malsicuro dei redditi che la costituenda impresa potrà conseguire e del concorso che alla produzione di quei redditi offriranno le diverse imprese destinate a fonderci », *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo II, p. 476.

aziende mantengano dopo la fusione un'autonomia gestionale talmente marcata da poter distinguere i singoli contributi dalle stesse apportati alla combinazione generale economica risultante dalla fusione. Al riguardo, però, la dottrina e la prassi più diffuse sono concordi nell'osservare come la complessità e le incertezze generate da tale modo di procedere inducano le parti (e gli eventuali estimatori) a scegliere come metodologia di valutazione quella che considera le aziende in via autonoma come se la fusione non dovesse avere luogo. La stessa, anche se palesemente in contrasto con la finalità di fondo della fusione — la ricerca comunque di una miglior dimensione quali-quantitativa e quindi di un miglioramento dei risultati aziendali — consente più agevolmente di determinare una base di riferimento per la successiva fase negoziale<sup>(8)</sup>.

È opportuno affrontare un'ultimo problema domandandosi se, quando l'operazione di fusione avvenga tra società quotate e società non quotate, si debba dare un valore particolare alla quotazione in sé, in altri termini se si debba o meno riconoscere un « premio per la quotazione ». La quotazione configura una componente di valore dell'azienda, infatti l'ammissione alla quotazione in Borsa dei titoli di una società comporta alcuni vantaggi sul piano della raccolta del capitale di rischio. Pare, inoltre, innegabile l'esistenza di un effettivo vantaggio dei soci della incorporata con azioni non quotate che ottengono azioni della società incorporante quotate: essi ottengono titoli più facilmente alienabili. In prima approssimazione, quindi, la quotazione può apparire come un bene immateriale o intangibile, come tale suscettibile di valutazione separata. È stato sottolineato come la quotazione di Borsa non sia un bene giuridicamente autonomo, e come tale suscettibile di alienazione disgiunta dalla società che gode di tale diritto, concludendo che più che a un bene immateriale essa è assimilabile ad una parti-

<sup>(8)</sup> In questo senso: V. CODA, *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici di impresa*, 1963, p. 61; I. MARCHINI, *Le gestioni straordinarie*, in *Manuale di amministrazione aziendale*, Terza Edizione, a cura di E. Ardemani, 1981, p. 99 e ss..

colare fattispecie di avviamento, che bene autonomo non è<sup>(9)</sup>. In ogni caso, sia che si riconosca la possibilità di una valutazione autonoma della quotazione, sia che si consideri la stessa una componente dell'avviamento, sembra opportuno riconoscere un valore applicando un fattore correttivo al valore economico complessivo della società.

3. *Il caso in cui l'incorporata abbia emesso azioni di risparmio: ammissibilità giuridica della determinazione di rapporti di cambio differenziati.*

In questo paragrafo ci si propone di analizzare quali problemi di natura giuridica si debbano affrontare nel caso particolare in cui la società incorporata abbia emesso azioni sia ordinarie sia di risparmio. In particolare ci si chiede se sia o meno ammissibile determinare più rapporti di cambio per una stessa operazione e quindi se sia o meno lecito stabilire un differente rapporto di cambio tra le azioni ordinarie della incorporante e, rispettivamente, le azioni di risparmio e le azioni ordinarie della incorporata.

Viene in aiuto la lettera dell'art. 2501-bis, primo comma, n. 7 che impone di indicare nel progetto di fusione « il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di azioni ». La norma presuppone che le varie categorie di azioni pos-

<sup>(9)</sup> In questo senso S. PODESTÀ nella citata *Relazione di sintesi delle stime peritali attinenti al rapporto di concambio per la fusione tra: a) Iniziativa META SpA e Veltiver SpA; b) Iniziativa META SpA e Investimenti Immobiliari Italiani SpA*. Diversa opinione in proposito è stata espressa da Gualtieri per il quale il vantaggio rappresentato dalla quotazione in Borsa è evidente, ma esso non riguarda il capitale economico della società, ma il valore economico della singola azione concambiata. Secondo l'autore infatti « nel caso più ricorrente di una fusione con concambio per mezzo della quale una società quotata incorpori una non quotata, gli azionisti di quest'ultima riceveranno in sostituzione delle azioni della incorporanda, non quotate, azioni della società incorporante che beneficiano di un maggior grado di liquidabilità. (...) La quotazione quindi non va considerata come componente del valore del capitale economico dell'azienda e perciò il relativo premio non va attribuito a quel valore, ma alla singola azione in sede di rapporto di concambio ». P. GUALTIERI, *Le fusioni di società quotate*, Bologna, 1990, p. 193.

sano ricevere uno specifico trattamento: concretamente essa non può che riferirsi in generale alla sorte della categoria di azioni e più in particolare alle modalità di determinazione del concambio. Il progetto di fusione in altri termini sembrerebbe poter prevedere uno o più rapporti di cambio, ove la società incorporata abbia emesso categorie differenziate di azioni <sup>(10)</sup>.

L'applicazione del principio generale al caso specifico delle azioni di risparmio non è immediata. La lettura degli artt. 14 e 15 L. 216/74 — che sanciscono il principio della parità di diritti delle azioni di risparmio — può indurre infatti a pensare che non sia possibile stabilire un concambio differenziato per le azioni di risparmio rispetto a quello determinato per le azioni ordinarie. In realtà la portata del principio di parità di diritti è relativamente limitata.

Da un lato l'art. 15, quinto comma, sembrerebbe stabilire che le azioni di risparmio abbiano sul patrimonio gli stessi diritti delle azioni ordinarie, in quanto attribuisce alle prime gli stessi « diritti — spettanti alle seconde — in caso di distribuzione di riserve ». La parità è però di fatto sancita per il solo caso della distribuzione delle riserve. Dall'altro lato l'art. 14, quarto comma, attribuisce alle azioni di risparmio « uguali diritti » rispetto alle altre categorie di azioni e, quindi, in particolare alle azioni ordinarie; ma gli altri commi dello stesso art. 14 stabiliscono rilevanti eccezioni al principio appena sancito. È noto infatti che le azioni di risparmio godono di una serie di speciali diritti di natura patrimoniale ma che, in contropartita, esse sono istituzionalmente private del diritto di voto e quindi della possibilità di prendere parte alla vita amministrativa e al governo della società.

Per potere comprendere quale debba essere il comportamento corretto nella fattispecie delineata è necessario riflettere sulla natura stessa dei titoli scambiati. L'azione rappresenta un fascio di diritti: questi ultimi riguardano tanto il patrimonio sociale, quanto la vita amministrativa della società. È possibile

<sup>(10)</sup> Cfr. P. GUALTIERI, op. cit., p. 190 e ss.

allora affermare che, quando in occasione di una fusione le azioni vengono concambiate, si scambia una posizione in una data organizzazione con un'altra posizione in una più vasta organizzazione (la società unificata risultante dall'operazione): in altri termini ad un fascio di diritti se ne sostituisce un altro, che può essere eguale o più ricco a seconda che all'azionista dell'incorporata si attribuiscono azioni dell'incorporante con eguali o maggiori diritti. Ne segue allora che, se l'azione rappresenta diritti non solo sul patrimonio, ma anche di partecipazione alla vita amministrativa (fra i quali il diritto di voto) aventi proprio ed autonomo apprezzamento, il valore delle azioni deve tenere conto di entrambe le componenti: la più visibile rappresentata dal patrimonio aziendale, e la meno tangibile ma altrettanto rilevante rappresentata dai diritti amministrativi. Lo scambio di azioni di risparmio con azioni ordinarie, ossia di una posizione partecipativa connotata solamente da diritti patrimoniali con un'altra posizione partecipativa fornita anche di diritti amministrativi dovrebbe in linea di principio risultare più oneroso rispetto allo scambio tra posizioni omogenee <sup>(11)</sup>. In altri termini

<sup>(11)</sup> Già nel 1988 nella *Relazione peritale attinente al rapporto di concambio per la fusione per incorporazione di Buitoni SpA e Perugina SpA nella CIR SpA* del 5 settembre 1988, S. PODESTÀ rimarcava come « nulla vieterebbe, sul piano puramente teorico, di scambiare azioni ordinarie contro azioni di risparmio: a mutare, in tal caso, rispetto ad una ipotesi di scambio di azioni ordinarie con altre azioni ordinarie, sarebbe il rapporto di cambio e ciò perché cambierebbe il valore di uno dei due termini del baratto ». In tal senso si è espresso più recentemente anche P.G. MARCHETTI, secondo il quale « sotto il profilo della congruità del rapporto di cambio nulla vieta che vengano scambiate azioni di diverse categorie con azioni di una stessa categoria essendo allora assai probabile che, a seconda della categoria a cui appartiene l'azione concambiata, diverso sia il rapporto di cambio. Occorrerà in tali ipotesi di regola l'approvazione dell'assemblea speciale, ma ciò non rileva sul rapporto di cambio. Non è detto che occorra assemblea speciale né che i rapporti siano diversi allorché sussistano in tutte le società partecipanti diverse categorie di azioni e si dia luogo al cambio di azioni delle varie categorie con azioni di categorie omogenee », in P.G. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. del notariato*, 1991, p. 37. Di parere opposto invece è Gualtieri che, non avendo riscontrato nell'ambito della sua ricerca empirica casi concreti di concambio tra azioni ordinarie e azioni di risparmio, commenta il risultato ottenuto nei termini seguenti: « la cosa non è mai avvenuta, poichè se ad azionisti di risparmio venis-

l'esistenza di rapporti di cambio differenziati per le azioni ordinarie e per le azioni di risparmio è funzionale e fisiologica sia rispetto alla configurazione della operazione di fusione quanto rispetto alle differenti caratteristiche dei titoli scambiati<sup>(12)</sup>.

Se in sede di determinazione del rapporto di cambio azioni di categorie diverse fossero trattate in modo uguale, ricevendo un eguale corrispettivo, si tratterebbero in modo eguale posizioni giuridicamente, e di conseguenza anche economicamente, diverse. Al contrario, dopo avere determinato il valore globale dei capitali economici delle società coinvolte, si deve determinare, sulla base del valore reale delle azioni delle società incorporate e della incorporante, una diversa parità, ossia un diverso rapporto di cambio per le azioni delle varie categorie in tale ipotesi configurando una differenziazione che sintetizzi la variazione intervenuta nelle differenti categorie di diritti (di voto, reddituali, altri)<sup>(13)</sup>.

Per verificare se le conclusioni cui si è pervenuti vengano rispettate riportiamo i risultati della ricerca empirica svolta. In dodici casi, dei tredici esaminati, si è posto il problema di concambiare azioni appartenenti a differenti categorie: in sei di questi sono stati determinati rapporti di cambio differenziati. Nei rimanenti sei è stato calcolato un concambio unico, speci-

sero dati in concambio azioni ordinarie, potrebbero verificarsi degli squilibri in relazione al concambio della società », P. GUALTIERI, op. cit., p. 193. Come si evidenzia *infra*, perizie effettuate successivamente alla pubblicazione di Gualtieri smentiscono il dato empirico riportato dallo stesso autore.

<sup>(12)</sup> « La differenza tra l'aritmetica e l'economia è che l'aritmetica conta, l'economia pesa i valori delle azioni. E che le azioni ordinarie e quelle di risparmio di una stessa società pesino in modo diverso è del resto ben riconosciuto dal mercato, il quale in genere attribuisce valori differenti ai differenti titoli senza che nessuno contesti questo comportamento come stravagante. Se le azioni di risparmio valessero quanto quelle ordinarie nessuno acquisterebbe queste ultime, posto che in genere hanno prezzi più elevati » così S. PODESTÀ in *Relazione peritale attinente al rapporto di concambio per la fusione per incorporazione di Buitoni SpA e Perugia SpA nella CIR SpA*, 5 settembre 1988.

<sup>(13)</sup> REATAIL, *Étude des parités internes de titres dans la société absorbée en matière de fusion*, Journal des sociétés, septembre-octobre 1955, p. 257 e ss.; RECORDON, *La protection des actionnaires lors des fusions et scissions de sociétés*, chapitre III, Ginevra, 1974, pag 152.

ficando però che sarebbero state effettuate nuove emissioni di azioni così da creare titoli con caratteristiche e valori omogenei rispetto a quelli annullati, con ciò implicitamente: a) riconoscendo l'eguaglianza dei valori teorici, ma la diversità dei valori effettivi; b) operando tecnicamente per riprodurla come tale, isolata nel binomio assenza di voto/privilegio reddituale.

TAV. 1. Numero di concambi determinato in ciascuna delle operazioni esaminate.

Anno della stima	OPERAZIONE DI FUSIONE (incorporante/incorporata)	RAPPORTO DI CAMBIO (az. dell'incorporante contro azioni dell'incorporata)
1985	Iniziativa META/BI-Invest Finanziaria	Un solo rapporto di cambio: Iniziativa META effettua una emissione di azioni di diverse categorie in modo da poter effettuare scambi omogenei tra pacchetti di azioni con caratteristiche analoghe.
1987	Iniziativa META/Investimenti Immobiliari Italiani	Un solo concambio: Iniziativa META effettua una emissione di azioni di risparmio immediatamente convertibili in azioni ordinarie
1988	Ferruzzi Finanziaria/Iniziativa META	Un solo concambio: Ferruzzi Finanziaria effettua una emissione di azioni privilegiate trasformabili in az. di risparmio non convertibili (dopo l'operazione e l'ammissione alla quotazione) da concambiare con le azioni di risparmio della incorporata
1988	CIR/Buitoni & Perugia	Due concambi per ciascuna delle due incorporazioni: az. ordinarie contro az. ordinarie; az. di risparmio contro az. di risparmio
1989	Nuovo Banco Ambrosiano/Banca Cattolica del Veneto	Due concambi: az. ordinarie contro az. ordinarie; az. di risparmio contro az. di risparmio

Anno della stima	OPERAZIONE DI FUSIONE (incorporante/incorporata)	RAPPORTO DI CAMBIO (az. dell'incorporante contro azioni dell'incorporata)
1991	AME Finanziaria/ Arnoldo Mondadori Editore	Tre concambi: az. ordinarie contro az. ordinarie; az. di risparmio contro az. di risparmio; az. privilegiate contro az. ordinarie
1992	Caffaro/ SNIA Tecnopolimeri	Un concambio misto: az. ordinarie e azioni di risparmio contro azioni ordinarie
1992	Banca Popolare di Bergamo/ Credito Varesino	Due concambi: az. ordinarie contro az. ordinarie; az. di risparmio contro az. di risparmio
1993	Cantoni ITC/ Kernel Italiana	Un concambio: az. ordinarie o di risparmio n.c. contro az. ordinarie
1994	Montedison/Finanziaria Agroindustriale	Un concambio: az. ordinarie contro az. ordinarie o di risparmio
1994	Gilardini/Magneti Marelli	Due concambi: az. ordinarie contro az. ordinarie o di risparmio; az. di risparmio contro az. di risparmio
1995	Santavaleria Finanziaria/ Partecipazioni finanziarie e industriali	Due concambi: az. ordinarie contro az. ordinarie; az. di risparmio contro az. di risparmio
1995	SMI/LMI	Un concambio: az. ordinarie contro az. ordinarie (il problema non si è posto in quanto solo l'incorporante aveva emesso az. di risparmio)

4. *Determinazione del rapporto di cambio tra azioni ordinarie della incorporante e azioni di risparmio della incorporata: parità interna e parità esterna.*

Nel presente paragrafo si vuole riflettere sulle modalità di determinazione del rapporto di cambio tra azioni di risparmio e azioni ordinarie nel caso in cui la società incorporata abbia fatto

ricorso ad emissioni di azioni appartenenti ad entrambe le categorie.

Si è visto che dalla diversità dei diritti attribuiti alle diverse categorie di azioni cui una società abbia fatto ricorso in sede di emissione, discende la diversità del valore attribuibile a un'azione appartenente ad una categoria rispetto a un'azione appartenente ad una diversa categoria.

La determinazione del rapporto di cambio tra azioni della incorporata e della incorporante assume di conseguenza aspetti molto complessi. Secondo la dottrina prevalente diviene infatti necessario <sup>(14)</sup>:

a) stabilire, dapprima, quale sia la *parità interna*, ossia il rapporto di cambio esistente tra azioni ordinarie ed azioni di risparmio per ciascuna società, addivenendo all'individuazione del valore economico unitario delle azioni delle due società appartenenti alle due categorie <sup>(15)</sup>;

<sup>(14)</sup> « (...) Les différences d'aptitudes entre les titulaires de ces différents titres pourront porter soit sur la répartition des bénéfices, soit sur la participation au boni de liquidation, soit à la fois sur l'une et l'autre. C'est alors que se posera le délicat problème de savoir comment les actions créées par la société absorbante seront réparties entre les porteurs des divers titres de la société absorbée. Il y aura donc, au sein de la société absorbée, un rapport à calculer entre les positions respectives des différents ayants droit qui discuteront non seulement l'attribution faite par la société absorbante, mais peut-être davantage encore la répartition à faire entre eux. Nous appellerons parité interne ce rapport entre les droits de différentes natures chez la société absorbée. Et ceci nous amène, en précisant la terminologie par contraste, à appeler parité externe la parité se rapportant à la comparaison de la société absorbante et de la société absorbée », L. RETAIL, *op.cit.*, p. 257 e ss.

<sup>(15)</sup> Si è sottolineato che « ... se pose-t-il souvent un problème de parité interne, autrement dit de répartition des actions de la société reprenante entre les divers ayants droit. Tel est le cas, en particulier, lorsqu'il existe dans la société reprise des actions de diverses catégories et que toutes sont à échanger contre des titres de même catégorie de la société reprenante. Les titulaires d'actions privilégiées de la société absorbée renoncent pour l'avenir à leur privilège, mais celui-ci conférerait à leurs titres une valeur supérieure à celle des autres actions. Ainsi, l'action privilégiée sur le plan du dividende a une plus grande valeur de rendement, tandis que la valeur liquidative d'une action conférant un privilège dans la liquidation est supérieure à celle des actions ordinaires. Afin d'assurer aux anciens titulaires d'actions privilégiées le maintien de la valeur réelle de leur participation, on doit, dans la répartition, tenir compte de ces différences » RECORDON, *op. cit.*, p. 152.

b) determinare quindi le *parità esterne*, ossia il rapporto di cambio tra azioni di risparmio della incorporata e azioni ordinarie della incorporante e il rapporto di cambio tra azioni ordinarie della società incorporata e azioni ordinarie della società incorporante.

Per determinare la *parità interna* gli amministratori dovrebbero procedere alla determinazione del rapporto più attendibile tra il valore di un'azione ordinaria e di un'azione di risparmio, cercando di stimare in modo analitico il contenuto patrimoniale attribuibile ai diversi diritti associati alle due categorie di azioni <sup>(16)</sup>. Ciò significa, in prima approssimazione, che dovrebbe venire determinato, tra l'altro, un maggior valore da attribuirsi alle azioni di risparmio per tenere conto del diritto in esse incorporato ad ottenere dividendi più elevati e un minor valore a fronte della esclusione dei portatori di tali azioni dalla vita amministrativa della società. In altri termini ciascuna delle specifiche caratteristiche che contraddistinguono una categoria di azioni dall'altra dovrebbe trovare valorizzazione autonoma. Si tratta, come è evidente, di un apprezzamento che, accanto ad alcune circostanze obiettive, implica il riferimento anche a più di un giudizio di tipo soggettivo. Il procedimento, quindi, pur apparendo teoricamente fondato in quanto permette di giungere ad un valore generale, risulta di fatto difficilmente attuabile in quanto comporta scelte del tutto soggettive e rende il risultato finale non dimostrabile <sup>(17)</sup>. Nella prassi si è trovata un'altra via per risolvere il problema.

Le azioni di risparmio sono titoli per i quali esiste per de-

<sup>(16)</sup> « La parité équitable (...) c'est la parité que retiendraient les actionnaires des deux sociétés, s'ils décidaient d'échanger leurs titres indépendamment de toute fusion », R. CHUILON, in *Les fusions de sociétés, recherche des règles juridiques applicables à l'évaluation et à la rémunération des apports*, La semaine juridique, 1970, I, 2350.

<sup>(17)</sup> Così L. GUATRI, *op. cit.*, p. 422. Dello stesso parere Gualtiero che afferma: « Il valore di ciascuna azione (...) va rettificato allo scopo di valutare i diversi tipi di azioni possedute in concreto dai soci. La valorizzazione di un diritto, come votare nelle assemblee ordinarie, non può essere compiuta in modo scientifico », P. GUALTIERO, *op. cit.*, p. 190.

finizione un riferimento di mercato in quanto possono essere emesse solo da società quotate: la stima della parità interna potrà essere allora effettuata sulla base dell'apprezzamento espresso dal mercato. È possibile affermare infatti che in condizioni di normale efficienza <sup>(18)</sup> l'esistenza di diritti diversi connessi con le differenti categorie di azioni si riflette nella diversa quotazione delle due categorie di titoli azionari. In altre parole il mercato esprime una stima in termini economico-patrimoniali di tali diritti.

Il comportamento pratico prevalente per determinare la parità interna consiste, quindi, nell'ipotizzare la convenzione che il rapporto di valore economico tra le varie categorie di titoli corrisponda al rapporto tra le loro quotazioni <sup>(19)</sup>. Sulla base di tale ipotesi l'individuazione del valore economico unitario delle differenti categorie di azioni è effettuato « pesando » le stesse sulla base dell'apprezzamento del mercato. Operativamente, ricorrendo ad una sorta di equivalenza, si determina il numero di azioni ordinarie che l'incorporata avrebbe dovuto emettere per ottenere pari risorse se non avesse fatto ricorso ad una emissione speciale con azioni di risparmio, ma ad una emissione ordinaria. Tale numero, determinato sulla base del rapporto tra la quotazione delle azioni di risparmio e delle azioni ordinarie, viene poi sommato al numero di azioni ordinarie effettivamente emesse. È così individuato il numero di « azioni ordinarie equivalenti », ossia il numero di azioni ordinarie che l'incorporata avrebbe complessivamente emesso se non avesse

<sup>(18)</sup> Ci si potrebbe chiedere se in Italia tali condizioni esistano oppure se le caratteristiche del mercato italiano pongano in seria difficoltà il valutatore che si trovi nella situazione oggetto di studio. Questa riflessione richiederebbe molto spazio e condurrebbe ben al di là delle finalità specifiche del presente scritto.

<sup>(19)</sup> In questo senso: L. GUATRI, *op. cit.*, p. 421 e dello stesso autore *Valutazione di aziende: premi di maggioranza, sconti di minoranza, concambi tra diversi tipi di azioni*, in *Finanza, marketing e mercato*, n. 3/90; S. SARCONI, *La determinazione del rapporto di cambio di azioni o quote nelle fusioni tra società. Orientamenti della dottrina e comportamenti della pratica professionale*, in questa *Rivista*, 2/87, pp. 302 e ss.; P. IOVENITTI, *La fusione fra società quotate: problemi valutativi*, in *Riv. soc.*, 5/89, p. 963 e ss..

fatto ricorso alle azioni di risparmio. Dal rapporto tra il valore complessivo del capitale economico della società e il numero di azioni ordinarie equivalenti si determina il valore economico unitario di una azione ordinaria. Infine, sempre sulla base del rapporto tra le quotazioni, si deduce il valore delle azioni di risparmio.

È opportuno puntualizzare che formulare l'ipotesi di coincidenza tra il rapporto tra i valori economici unitari delle varie categorie di azioni e quello tra quotazioni di Borsa non significa valutare le singole azioni al prezzo di Borsa. Le quotazioni di Borsa sono strumentali per la determinazione del rapporto tra i valori dei titoli, non per l'individuazione dei valori assoluti degli stessi. Ciò significa per esempio che, se l'apprezzamento espresso dal mercato per l'azione ordinaria fosse il triplo dell'azione di risparmio, si dovrà fare in modo che il valore economico dell'azione ordinaria sia altrettanto. Significa, però, anche che questi ultimi valori possono discostarsi molto, in termini assoluti, da quelli di Borsa.

Per evitare di considerare valori poco significativi il valutatore non dovrebbe fare riferimento alla quotazione del momento in cui l'operazione ha luogo, ma dovrebbe considerare la media delle quotazioni per un periodo di tempo significativo in modo tale da depurare il valore finale da oscillazioni di natura straordinaria. Ciò implica necessariamente l'introduzione di ipotesi soggettive in quanto la considerazione di differenti periodi di riferimento per il calcolo della media può condurre a risultati che si discostano talvolta in modo significativo l'uno dall'altro.

La ricerca empirica svolta permette di constatare che il criterio di determinazione dei rapporti di cambio considerato è molto diffuso: esso è stato utilizzato quasi nella totalità dei casi. Si crede utile riportare nella tavola che segue l'indicazione dei riferimenti di mercato utilizzati nelle relazioni di stima analizzate per determinare la *parità interna* (o, in mancanza, l'indicazione del diverso comportamento del perito):

TAV. 2. Parametri considerati per la determinazione della parità interna.

Anno della stima	OPERAZIONE DI FUSIONE (incorporante/incorporata)	PARAMETRO DI RIFERIMENTO (come evidenziato nel prospetto informativo)
1985	Iniziativa META/BI-Invest Finanziaria	I valori espressi dal mercato non sono utilizzati a causa di situazioni del tutto particolari legate alla società.
1987	Iniziativa META/Investimenti Immobiliari Italiani	Media dei prezzi di compenso degli ultimi tre mesi.
1988	Ferruzzi Finanziaria/Iniziativa META	Media dei prezzi di compenso degli ultimi tre mesi.
1988	CIR/Buitoni & Perugia	Media dei prezzi di compenso degli ultimi tre mesi.
1989	Nuovo Banco Ambrosiano/Banca Cattolica del Veneto	Media dei prezzi di compenso degli ultimi sei e degli ultimi dodici mesi
1991	AME Finanziaria/Arnoldo Mondadori Editore	Media dei prezzi di compenso degli ultimi cinque mesi e media dei prezzi di compenso rilevata in ciascun anno nei tre esercizi precedenti confrontata con contrattazioni di partite rilevanti di azioni avvenute poco prima della fusione
1992	Caffaro/SNIA Tecnopolimeri	Dato non desumibile dal documento informativo
1992	Banca Popolare di Bergamo/Credito Varesino	Media dei prezzi di compenso medi rilevati in cinque intervalli temporali diversi (gli ultimi 21, 13, 12, 6, 3 mesi)
1993	Cantoni ITC/Kernel Italiana	Media dei prezzi di compenso degli ultimi sedici mesi
1994	Montedison/Finanziaria Agroindustriale	Media dei prezzi di compenso degli ultimi sei mesi
1994	Gilardini/Magneti Marelli	Media dei prezzi di compenso degli ultimi sei mesi

Anno della stima	OPERAZIONE DI FUSIONE (incorporante/incorporata)	PARAMETRO DI RIFERIMENTO (come evidenziato nel prospetto informativo)
1995	Santavaleria Finanziaria/ Partecipazioni finanziarie e industriali	Media dei prezzi di compenso degli ultimi sei mesi
1995	SMI/LMI	Il problema non si è posto in quanto solo l'incorporante aveva emesso azioni di risparmio

Una volta determinata la parità interna tra le due categorie di titoli e di conseguenza una volta individuato il valore economico unitario delle stesse, è necessario determinare la *parità esterna* tra gli stessi. Si è visto nei precedenti paragrafi che la società incorporante ha la possibilità di procedere ad aumentare il capitale sociale emettendo solo azioni ordinarie.

Possono presentarsi, allora, due fattispecie: la società incorporante delibera l'aumento di capitale mediante l'emissione contemporanea di azioni ordinarie e di azioni di risparmio; oppure la società incorporante delibera l'aumento di capitale mediante l'emissione di sole azioni ordinarie.

Nel primo caso i rapporti di cambio saranno due, determinati rapportando il valore economico unitario delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio della società incorporata rispettivamente al valore economico unitario delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio della incorporante.

Anche nel secondo caso i rapporti di cambio saranno due: essi saranno però determinati rapportando il valore economico unitario delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio della società incorporata sempre al valore economico unitario delle azioni ordinarie della incorporante.

5. *Determinazione del rapporto di cambio tra azioni ordinarie della incorporante e azioni privilegiate della incorporata quotate o non quotate.*

Nei paragrafi che precedono si è cercato di analizzare i

problemi di determinazione del rapporto di cambio che possono presentarsi nel caso in cui siano coinvolte in una operazione di fusione società quotate che abbiano emesso azioni di risparmio. Una situazione non dissimile a quella studiata si presenta nel caso in cui le società coinvolte nella fusione abbiano emesso azioni privilegiate: si è infatti in presenza di una categoria di azioni per la quale, da un lato, sono stabilite favorevoli condizioni di natura reddituale e, dall'altro, limitazioni alla partecipazione al governo d'impresa.

Nel caso in cui le azioni delle società partecipanti all'operazione siano quotate il problema troverà soluzione analoga a quella prospettata per le azioni di risparmio: la determinazione della parità interna porrà le proprie basi sull'ipotesi che il rapporto tra il valore economico delle azioni privilegiate e ordinarie sia pari al rapporto tra le quotazioni delle stesse.

Nel caso in cui al contrario le azioni delle società non siano quotate, la soluzione del problema si prospetta molto più complessa. Non esistendo un riferimento di mercato la parità interna dovrebbe venire teoricamente determinata stimando il valore economico attribuibile ai singoli privilegi e privazioni attribuiti alla categoria di azioni. Diverrebbe a tale fine essenziale una attenta lettura dello statuto delle società coinvolte nell'operazione, in quanto le azioni privilegiate possono avere caratteristiche molto differenziate. Questa metodologia, come già osservato per le azioni di risparmio, ancorché teoricamente fondata, comporterebbe l'introduzione di elementi molto soggettivi. Ne segue che diviene preferibile ricorrere ad un procedimento di tipo indiretto determinando la parità interna sulla base dei valori espressi dal mercato per società quotate del medesimo settore che abbiano emesso azioni privilegiate con caratteristiche analoghe a quelle emesse dalle società coinvolte nella fusione <sup>(20)</sup>.

È necessario, però, riflettere sulle difficoltà che si incon-

<sup>(20)</sup> « In tal caso occorre solo accertare che sussista una sufficiente omogeneità, in termini di diritti concessi, con le azioni a voto limitato assunte come riferimento (cioè che le azioni a voto limitato della società da valutare non abbiano

trano scegliendo di procedere in tal modo: da un lato risulta difficile la ricerca di una società quotata di riferimento con caratteristiche sufficientemente omogenee con la non quotata realmente coinvolta nella fusione; dall'altro ci si deve domandare se, anche riuscendo ad individuare una società con caratteristiche similari, l'apprezzamento da parte del mercato delle azioni di questa sia o meno « trasferibile » *tout-court* alla società non quotata.

Ancorché le diverse categorie di titoli presentino caratteristiche similari si potrebbero riscontrare situazioni eterogenee. Se due società appartenenti al medesimo settore hanno emesso azioni sia ordinarie sia privilegiate e se queste ultime godono, nei due casi, delle medesime caratteristiche di diversificazione rispetto alle ordinarie, il rapporto di prezzo tra le ordinarie e privilegiate, nell'ambito di ciascuna società, dovrebbe risultare il medesimo. Sovente però questo fatto non accade. Sorge allora il problema di comprendere le cause dell'apprezzamento del mercato per evitare di tenere conto nella valutazione della parità interna di fenomeni connessi a situazioni congiunturali o viceversa *firm-specific*.

Esistono infine motivazioni per così dire istituzionali legate alla differente configurazione del capitale sociale che spiegano la possibilità di quotazioni diverse in condizioni che, prendendo in considerazione le sole caratteristiche del titolo, sembrerebbero simili. Innanzitutto la differente incidenza delle azioni privilegiate e delle ordinarie nei due capitali è un elemento che concorre a fare apprezzare diversamente il diritto di voto incorporato nelle azioni ordinarie. Al ridursi del numero e della dispersione delle azioni ordinarie rispetto alle azioni privilegiate, aumenta il valore riconosciuto al diritto di voto dal mercato. Inoltre il valore del diritto di voto è apprezzato differentemente, in funzione del grado di concentrazione e coesione del capitale di comando. Per tale motivo, l'eventualità che la

contenuto giuridico sostanzialmente difforme rispetto alle azioni a voto limitato delle società quotate) ... », L. GUATRI, *op. cit.*, p. 422.

società Alfa sia controllata da Beta mediante la detenzione della maggioranza azionaria assoluta agisce, a parità di condizioni, nel senso di deprimere i corsi delle azioni ordinarie di Alfa il cui voto (se il controllo esercitato da Beta è stabile) ha scarsa incidenza sulle decisioni aziendali; a propria volta, i corsi delle azioni di Beta dipendono, tra l'altro, dal tipo di controllo esercitato dal capitale di comando di questa società, che può essere differente rispetto a quello, di tipo monolitico e stabile, riscontrabile in Alfa <sup>(21)</sup>.

Nel caso in cui le società non quotate coinvolte nella fusione e le società quotate di riferimento presentino percentuali eterogenee di azioni privilegiate rispetto al totale delle azioni emesse, oppure configurazioni della compagine sociale non comparabili, la valutazione espressa dal mercato rischia di non risultare significativa se non dopo essere stata opportunamente corretta per tenere conto della situazione effettiva. Tale intervento comporta, però, l'introduzione di ipotesi soggettive che indeboliscono l'attendibilità della valutazione.

6. *Una possibile estensione del problema: computo di premi di maggioranza e/o di sconti di minoranza nella determinazione del (o dei) concambio (concambi) tra azioni con diritto di voto.*

Nei paragrafi precedenti si è cercato di dimostrare come sia necessario determinare rapporti di cambio differenziati tra azioni della società incorporata e azioni di risparmio o privilegiate della società incorporata. Il principale motivo addotto per tale differenziazione è stato identificato nella impossibilità istituzionale per il detentore di azioni di risparmio o a voto limitato di prendere parte alla vita amministrativa della società e dunque nella categorica riduzione di valore che alle azioni stesse deriva.

<sup>(21)</sup> Così A. PROVASOLI, M. CATTANEO, *Relazione peritale attinente al rapporto di cambio per la fusione per incorporazione nel Nuovo Banco Ambrosiano SpA della Banca Cattolica del Veneto SpA*, maggio 1989.

Può allora sorgere un dubbio: ci si può domandare se, nel caso in cui un soggetto possenga un pacchetto di azioni ordinarie di minoranza — tale, quindi, da non consentirgli di poter assumere un ruolo attivo nella vita amministrativa della società in quanto il potere di governo è nelle mani dei soci di maggioranza (soggetto economico improprio) —, ci si trovi in una situazione in fatto, ancorché non in diritto, assimilabile a quella precedentemente illustrata.

Se ciò fosse corretto, sarebbe necessario procedere ad una diversa valutazione dei due pacchetti di azioni con diritto di voto riducendo il valore del pacchetto di minoranza a tutto vantaggio del pacchetto di maggioranza ossia computando rispettivamente uno sconto di minoranza per il primo e un premio di maggioranza per il secondo. Conseguenza-limite dell'applicazione della logica enunciata sarebbe la determinazione — nel caso in cui non esistessero rapporti di partecipazione tra incorporante e incorporata — di due distinti rapporti di cambio: l'uno tra le azioni ordinarie della incorporante e le azioni ordinarie di minoranza della incorporata e l'altro tra le azioni ordinarie della incorporante e le azioni di maggioranza della incorporata.

Il problema delineato trova le sue radici nella considerazione del principio generale che sta alla base della determinazione del rapporto di cambio in funzione del quale ogni azionista deve ricevere, per le azioni annullande che sono eliminate per effetto della fusione, lo stesso valore espresso in azioni della società incorporante. Se l'azionista di maggioranza della incorporata cedesse a terzi la propria partecipazione, molto probabilmente egli riuscirebbe ad ottenere un prezzo superiore rispetto al valore ottenuto applicando la percentuale di partecipazione posseduta al capitale economico della società. Allo stesso modo, in ipotesi di cessione, è molto probabile che venga riconosciuto all'azionista di minoranza un prezzo inferiore alla corrispondente quota di capitale economico della società. Tali situazioni si verificano giacché con un investimento ridotto l'acquirente riesce ad ottenere il controllo amministrativo sull'azienda, e,

poiché la quota minoritaria del capitale potrebbe venire in futuro acquistata a un prezzo inferiore rispetto alla quota proporzionale di valore del capitale economico. Si pensi alla fusione di due società A e B i cui capitali economici, determinati con il metodo patrimoniale semplice, siano ambedue pari a 51. Il patrimonio di A consiste in tre partecipazioni il cui valore singolo, 17, rappresenta il 17% del patrimonio di altrettante aziende, in nessuna delle quali A riesce ad esercitare una influenza dominante. Il patrimonio di B consiste in un'unica partecipazione, il cui valore di 51, appunto, rappresenta il 51% di una quarta azienda. È stato autorevolmente evidenziato come sia difficile pensare in tale frangente che A e B, pur avendo patrimoni rettificati uguali, diano uguale apporto alla fusione<sup>(22)</sup>. Seguendo questa logica parrebbe dunque necessario computare un premio o uno sconto anche in sede di determinazione « del » concambio o meglio — facendo riferimento al caso in cui l'incorporante non possenga alcuna partecipazione nella incorporata — dovremmo dire « dei » concambi. Ciò sembrerebbe infatti necessario per non provocare un arricchimento del socio di minoranza a danno del socio di maggioranza<sup>(23)</sup>. L'applicazione di

<sup>(22)</sup> L'esempio è tratto da F. SUPERTI FURGA e S. PODESTÀ, *Relazione peritale per la determinazione del rapporto di cambio tra le azioni della iniziativa META SpA e della BI Invest Finanziaria di Investimenti SpA*, 18 ottobre 1985.

<sup>(23)</sup> « ... Si pensi al problema della valutazione delle partecipazioni. In caso di fusione, essa non può risolversi nella mera addizione di valori autonomamente determinati. Il possesso di una partecipazione, infatti, può essere visto a due livelli, uno meramente finanziario, di investimento, e l'altro gestionale. Sotto questo profilo, ben diverso è il puro e semplice possesso di un pacchetto azionario, rispetto ai diritti-doveri che discendono al possessore del pacchetto a seconda del suo peso nell'ambito del capitale aziendale di cui il pacchetto è una frazione. Nel possesso di partecipazioni sono distinguibili due livelli di imprenditorialità, l'uno che si collega alla gestione dei pacchetti azionari e l'altro alla gestione delle aziende che tali pacchetti azionari rappresentano. Questo secondo livello di imprenditorialità, il cui valore economico è indubbio, dipende appunto non dal peso che il singolo pacchetto ha all'interno della società detentrici dello stesso, ma dalla frazione relativa di capitale della società partecipata che esso rappresenta. Va da sé, allora che la considerazione non ponderata delle partecipazioni in possesso delle aziende destinate alla fusione porta ad una rilevante semplificazione che può alterare i valori economici in gioco, vanificando, appunto il principio di equità », così S. PODESTÀ,

un fattore di correzione non avrebbe una base giuridica e formale, ma economica e sostanziale, nel senso che non sarebbe interpretabile come la valorizzazione di un componente del valore intrinseco della partecipazione, ma rappresenterebbe piuttosto una manifestazione del suo valore corrente e perciò del suo prezzo<sup>(24)</sup>.

L'indagine empirica ha portato alla individuazione di risultati che confermano come il problema qui individuato sia effettivamente rilevante e che testimoniano come nella prassi non si sia ancora affermato un comportamento univoco. Come risulta dalla tavola che segue<sup>(25)</sup> in quattro casi sui dieci — di fatto — considerati sono stati calcolati premi di maggioranza nella valutazione della partecipazione dell'incorporante-controllante nella incorporata ai fini della determinazione del capitale economico di quest'ultima. Conviene inoltre sottolineare che, forse solo in considerazione del fatto che in tutte le situazioni esaminate il pacchetto di azioni di maggioranza era detenuto dalla incorporante, non si sono riscontrati casi di determinazione di due distinti rapporti di cambio: l'uno a fronte dell'annullamento del pacchetto di controllo e l'altro a fronte dell'annullamento del pacchetto di minoranza. In tutte le operazioni considerate, infatti, il rapporto di cambio è stato sempre determinato sulla base dei rapporti economici unitari delle azioni di incorporante e incorporata determinati come rapporto tra il valore complessivo attribuito al capitale economico e il numero complessivo delle azioni in circolazione. Sulla base di questa considerazione, e di quant'altro è stato possibile desumere dai documenti informativi, si è trovato che nei casi esaminati non si è tenuto conto di sconti di minoranza sulle quote concam-

nella già citata *Relazione di sintesi delle stime peritali attinenti al rapporto di concambio per la fusione tra: a) Iniziativa META SpA e Vetiver SpA; b) Iniziativa META SpA e Investimenti Immobiliari Italiani SpA*, 10 settembre 1987.

<sup>(24)</sup> In questo senso P. IOVENITTI nella *Relazione peritale di stima del rapporto di cambio delle azioni Ferruzzi Finanziaria SpA - Iniziativa META SpA*, febbraio 1988.

<sup>(25)</sup> Si ricorda che le tre tavole che corredano il lavoro sono state costruite sulla base delle informazioni desumibili dai documenti informativi.

biare: per computare uno sconto sarebbe stato necessario abbattere il valore economico unitario delle azioni non detenute dalla controllante, riduzione potenzialmente ottenibile rapportando il valore del pacchetto di azioni dei soci di minoranza al netto dello sconto di minoranza al numero di azioni costituenti il pacchetto stesso.

TAV. 3. *Attribuzione di un premio di maggioranza sul pacchetto di controllo della incorporata: comportamenti riscontrati.*

Data della stima	OPERAZIONE DI FUSIONE (incorporante/incorporata)	Attribuzione di un premio di maggioranza sul pacchetto di controllo della incorporata
1985	Iniziativa META/BI-Invest Finanziaria	SÌ
1987	Iniziativa META/Investimenti Immobiliari Italiani	SÌ
1988	Ferruzzi Finanziaria/Iniziativa META	NO
1988	CIR/Buitoni & Perugia	NO
1989	Nuovo Banco Ambrosiano/Banca Cattolica del Veneto	NO
1991	AME Finanziaria/Arnoldo Mondadori Editore	NO
1992	Caffaro/SNIA Tecnopolimeri	Nel documento informativo non sono date informazioni al riguardo
1992	Banca Popolare di Bergamo/Credito Varesino	NO
1993	Cantoni ITC/Kernel Italiana	SÌ
1994	Montedison/Finanziaria Agroindustriale	Nel documento informativo non sono date informazioni al riguardo
1994	Gilardini/Magneti Marelli	NO

Data della stima	OPERAZIONE DI FUSIONE (incorporante/incorporata)	Attribuzione di un premio di maggioranza sul pacchetto di controllo della incorporata
1995	Santavaleria Finanziaria/ Partecipazioni finanziarie e industriali	SÌ
1995	SMI/LMI	Nel documento informativo non sono date informazioni al riguardo

La rilevazione di comportamenti eterogenei nella prassi indica l'opportunità riflettere più approfonditamente sul tema.

Si sono illustrati i motivi per cui taluni autori reputino necessario tenere conto di premi di maggioranza e di sconti di minoranza. Vale la pena di sottolineare in proposito che i fautori di tale orientamento sostengono la loro tesi facendo riferimento alla situazione dei soci della incorporata prima che la fusione abbia luogo e concludendo, più o meno esplicitamente, che è necessario computare il premio o lo sconto paragonando questa situazione con quella che si verificherebbe in caso di cessione della partecipazione<sup>(26)</sup>. Le due fattispecie confrontate sono, però, palesemente non omogenee, in quanto del tutto diversi sono gli scopi che si vogliono raggiungere nei due casi: con la fusione, mantenere il legame con la società; con la cessione della partecipazione, interrompere il rapporto con la stessa.

Sembra valga la pena di impostare l'analisi in termini diversi, esaminando dapprima quale sarà la posizione dei soci di maggioranza e di minoranza dopo l'operazione e, quindi, cercando di comprendere in termini differenziali se e in qual modo essa risulti mutata rispetto a quella ante-fusione. Ricorrere a un confronto nel tempo della posizione dei soci sembra un criterio significativo in quanto permette di comprendere in modo di-

<sup>(26)</sup> Significativa in proposito è la definizione del fattore di correzione quale manifestazione « del suo valore corrente e perciò del suo prezzo ».

retto se il socio della incorporata subisca o meno un danno a causa della operazione.

Il destino del socio che possiede un pacchetto di minoranza della incorporata è senza dubbio di divenire socio di minoranza della incorporante. Ne segue che l'applicazione di uno sconto nella valutazione del numero di azioni della incorporante, che costui dovrà ottenere a fronte dell'annullamento delle azioni della incorporata da lui detenute, appare una ingiustificata penalizzazione.

Simmetricamente, il socio che possiede un pacchetto di maggioranza della incorporata e che, a seguito della fusione, riceve tante azioni da consentirgli di esercitare il controllo sulla incorporante, è in grado, dopo l'operazione, di cedere il proprio pacchetto di azioni dell'incorporante ottenendo un prezzo favorevole potenzialmente comprensivo di un premio di maggioranza. Ne segue che computare un premio di maggioranza anche in sede di determinazione del rapporto di cambio rappresenterebbe un vantaggio ingiustificato. Questa affermazione assume particolare forza nel caso in cui il soggetto che controlla l'incorporata sia la stessa società destinata ad assumere il ruolo di incorporante: il calcolo di un premio di maggioranza potrebbe venire imposto ai soci di minoranza dell'incorporata che non sarebbero in grado né di fare valere il loro dissenso, né, a fortiori, di bloccare l'operazione.

Parzialmente differente pare invece il caso in cui il ruolo di incorporante venga svolto dalla società che detiene il pacchetto di minoranza, mentre il soggetto che controlla l'incorporata sia destinato a rimanere terzo dopo l'operazione. In questa situazione, infatti, il computo di un premio di maggioranza non potrebbe venire imposto ai soci di minoranza. Questi ultimi risulterebbero indipendenti e sarebbero in grado di condizionare il destino stesso dell'operazione: non potrebbe esservi, infatti, incorporazione senza una delibera in tale senso della società incorporante e, quindi, senza il parere favorevole dei soci di minoranza dell'incorporata. In questo frangente il computo di un premio di maggioranza, ancorché non giustificabile sul piano

logico per le ragioni esposte, potrebbe apparire meno discutibile rispetto al caso precedente in quanto frutto di un giudizio di convenienza economica espresso da soggetti che agiscono in modo non vincolato (27).

Un altro caso che vale forse la pena di considerare in questa sede, in quanto potenziale causa di confusione, è quello in cui il socio che possiede il pacchetto di maggioranza della incorporata riceva un pacchetto di azioni della incorporante tale da non consentirgli di esercitare il controllo su quest'ultima (28). Taluno potrebbe ravvisare un depauperamento della posizione patrimoniale del socio in quanto il valore economico delle azioni ricevute potrebbe essere inferiore rispetto alle annullate. In particolare, tale riduzione di valore sarebbe pari alla differenza tra il valore delle azioni dell'incorporante ottenute in cambio dell'annullamento delle azioni della incorporata, e il prezzo ottenibile dalla cessione del pacchetto di azioni della incorporata posseduto prima della operazione: nel primo caso, infatti, a differenza di quanto accadrebbe nel secondo, non sarebbe possibile ottenere il riconoscimento di alcun premio.

Questa riflessione, però, non sembra pertinente. Conviene in primo luogo sottolineare che il socio di maggioranza della incorporata sceglie di partecipare alla operazione e, ad evidenza, non farebbe ricorso a tale opzione se pensasse di riceverne un danno o se, più semplicemente, potesse permettersi di decidere in modo diverso (29). Egli potrebbe non porre in essere l'operazione, ma decide di farlo sulla base di considerazioni di tipo

(27) Conviene in proposito sottolineare che le fattispecie esaminate nella tav. 3 non sono riconducibili a questa situazione.

(28) È il caso della fusione Santavaleria Finanziaria / Partecipazioni finanziarie e industriali.

(29) La decisione di accettare una posizione di minoranza nella società incorporante si giustificherà sulla base di considerazioni di natura economica, quali, ad esempio, la possibilità di entrare in una più grande organizzazione e quindi di potere sfruttare, nel medio-lungo periodo, le sinergie potenzialmente derivanti dalla integrazione delle unità produttive. Tale scelta potrebbe rappresentare una buona opportunità o addirittura l'unica opzione rimasta alla società incorporata per superare un periodo difficile.

economico. Appare allora evidente che la sua scelta certamente implica la rinuncia alla differenza potenziale tra il prezzo di realizzo del pacchetto di azioni della incorporata possedute e il prezzo di realizzo del pacchetto di azioni della incorporante che riceverà a seguito dell'operazione, ma che egli di tale rinuncia è perfettamente cosciente: essa rappresenta uno degli elementi considerati nell'ambito della analisi costi-benefici che precede e giustifica la delibera di fusione (30). Conviene inoltre sottolineare che non avrebbe alcun fondamento logico il computo di un premio di maggioranza nella determinazione del valore economico di un pacchetto di azioni, sia consentita l'espressione, « solo temporaneamente di maggioranza », in quanto destinato, proprio per effetto della operazione di fusione, a tramutarsi in un pacchetto di azioni di minoranza.

Anche in questo caso valgono le precisazioni svolte con riferimento alla situazione del socio di maggioranza che rimanga socio di maggioranza della società risultante dall'operazione: la conclusione raggiunta assume particolare forza nel caso in cui il soggetto che detiene la maggioranza nell'incorporata prima della fusione assuma il ruolo di incorporante, mentre la sua significatività si riduce quando tale situazione non si presenti e sia ravvisabile l'indipendenza delle parti in gioco.

Sulla base dell'analisi svolta è possibile concludere che, in linea di principio, in tutte e tre le fattispecie delineate non devono essere computati né sconti di minoranza, né premi di maggioranza e quindi, in assenza di differenti categorie di

(30) Questa riflessione è rintracciabile in P. IOVENITTI nella *Relazione peritale di stima dei rapporti di cambio delle azioni Banca Popolare di Bergamo Srl e Credito Varesino SpA*: « Un aspetto particolare della fusione può riguardare la circostanza che la società incorporante detenga, alla data della delibera di fusione, il controllo della società incorporanda, come nella fattispecie. In merito si rileva il mancato presupposto (anzi, la erroneità) del calcolo di un eventuale premio di maggioranza da riconoscere alla società incorporante per la disponibilità del controllo della società incorporanda: innanzi tutto ciò rappresenta una situazione di fatto preesistente alla decisione di fusione, nota agli azionisti della società incorporanda, e come tale da considerarsi neutrale ai fini della presente determinazione del rapporto di cambio ».

azioni, il rapporto di cambio deve essere unico. Accostando le riflessioni sul significato economico dell'operazione al principio della libertà contrattuale delle parti si deve però forse eccepire una eccezione a questa affermazione generale. Quando le parti chiamate a definire il rapporto di cambio sono indipendenti l'una dall'altra e pertanto in grado di instaurare tra di loro un rapporto dialettico, esse possono liberamente stabilire di non rifarsi a corrette considerazioni di natura economica, ma di prestarsi al gioco dei premi e degli sconti.

### 7. Conclusioni.

Sulla base dell'analisi svolta è possibile affermare che tanto la dottrina quanto la prassi hanno accettato l'idea che non necessariamente il rapporto di cambio, determinato in occasione di operazioni di fusione, debba risultare unico: vanno calcolate tante parità esterne quante sono le categorie di azioni della società incorporata, a meno di non ricostruire tale differenziazione di categorie in capo all'incorporante con apposite emissioni. La determinazione delle parità esterne può avvenire solo dopo avere determinato la parità interna, ossia il rapporto tra i valori economici unitari delle azioni appartenenti alle diverse categorie sia per la società incorporata, quanto, se necessario, per la incorporante. Pena l'inattendibilità dei risultati, questo valore deve essere determinato tenendo presenti gli apprezzamenti espressi dal mercato per le varie tipologie di titoli.

Le affermazioni che precedono sono corrette se riferite a pacchetti di azioni che si differenzino tra loro in quanto aventi diversi profili giuridici: ci si riferisce alle azioni ordinarie, di risparmio e, più in generale, alle privilegiate. Non sembra invece possibile estenderne la validità al caso in cui siano oggetto di concambio pacchetti non rilevanti di azioni con diritto di voto che, pur portando in sé il diritto al governo economico dell'azienda, di fatto non permettono al loro portatore di contrastare il potere di chi detiene la quota di controllo del capitale. In altri termini non pare auspicabile discriminare in sede

di determinazione del rapporto di cambio tra pacchetto di controllo e pacchetto di minoranza della società incorporata, computando ai fini della determinazione del valore economico unitario delle azioni rispettivamente un premio di maggioranza o uno sconto di minoranza. Questa conclusione generale può trovare un limite là dove essa si scontri con una situazione in cui socio di maggioranza e socio di minoranza siano soggetti indipendenti in grado di instaurare tra loro un rapporto dialettico.

L'analisi empirica svolta conforta le conclusioni raggiunte in merito all'opportunità di determinare rapporti di cambio differenziati in presenza di differenti categorie di azioni della incorporata; depone invece solo parzialmente a favore della posizione qui sostenuta che esclude la correttezza economica del computo di premi o di sconti sui pacchetti di azioni della incorporata concambiati quando le parti coinvolte siano soggetti non perfettamente indipendenti.