

Il rapporto di cambio nelle fusioni

di Pasquale De Luca (*) e Katia Giordano (**)

Nella realizzazione dell'operazione straordinaria di fusione tra due società si pone il problema della determinazione del numero di azioni che l'incorporante o la società risultante dalla fusione deve riconoscere all'incorporata in cambio delle vecchie azioni possedute. Tutte le valutazioni che conducono alla determinazione del cosiddetto rapporto di cambio ed il giudizio di congruità dello stesso sono oggetto del presente intervento.

Il rapporto di cambio

Nell'ambito delle operazioni di fusione, la determinazione del rapporto di cambio (ovvero concambio), rappresenta uno dei momenti se non il momento centrale dell'intera operazione.

La menzionata operazione mira, in sostanza, a determinare la quantità di azioni che l'incorporante, o la società risultante dalla fusione, deve riconoscere all'incorporata, o alle società partecipanti alla fusione, in cambio delle «vecchie azioni» possedute. La definizione del rapporto di cambio è subordinata alla preventiva stima del valore del capitale economico (di seguito il «valore») delle società partecipanti all'operazione che può essere ottenuta mediante due diversi approcci:

1) *stand-alone*: le due società sono valutate separatamente per cui si stimano i rispettivi flussi di risultato attesi «normalizzati» in funzione dell'operazione di fusione. In questo caso la stima del valore delle società non considera gli aspetti sinergici derivanti dalla fusione. Nella prassi professionale, questo approccio risulta di gran lunga il più utilizzato;

2) *prospettiva sinergica*: le due società sono valutate sulla base dei flussi di risultato attesi post-fusione derivanti dalle sinergie a livello *corporate* che si ritiene di realizzare. Pertanto non si stima il valore delle singole società ma quello della società risultante dalla fusione.

Nella determinazione del rapporto di cambio, bisogna distinguere:

1) il concambio «teorico», determinato in modo analitico sulla base della stima del valore delle società partecipanti all'operazione;

2) il concambio «effettivo», determinato sulla base di una negoziazione tra le società partendo dai rispettivi valore analiticamente stimati e considerando altri fattori, quali le prospettive strategiche e/o

aspetti non di carattere strettamente economico-finanziario che impattano sul rapporto di forza tra le parti (1). La negoziazione può essere:

– «reale/pura» quando tra le società non esiste nessun vincolo né di diritto né di fatto. In questo caso la negoziazione è strutturata sulla base della forza contrattuale espressa dalle parti e dalla stima del relativo valore;

– «condizionata» quando tra le società esistono vincoli di diritto o di fatto tali da determinare un rapporto di subalternità di una delle parti all'altra. Classico è il caso della controllata che viene acquisita dalla controllante dove la controllata non esprime una vera autonomia.

Rapporto di cambio tra società quotate

Particolare attenzione bisogna riservare al caso in cui una o entrambe le società partecipanti alla fusione siano quotate. In questo caso il problema che si pone è se, e quindi in quale misura, considerare il valore espresso dal mercato.

Nel caso in cui entrambe le società siano quotate, la determinazione dei rispettivi valori deve essere il frutto della combinazione tra:

1) stima analitica del valore aziendale;

2) stima del valore espresso dal mercato sulla base della media dei valori azionari registrati in un determinato arco temporale.

È possibile che tra i due valori di stima, soprattutto nel breve periodo, vi sia differenza. Diversamente

Note:

(*) *Dottore commercialista in Roma.*

(**) *Avvocato in Roma.*

(1) Santagata, *Lineamenti generali dell'istituto della fusione, natura giuridica e procedimento*, in *Fusioni e scissioni di società*, Milano, 1993, pag. 53.

da quanto si può immaginare tale differenza rappresenta una regola più che una eccezione stante le diverse logiche di base nella stima del valore aziendale. Tale differenza è pari a:

$$\Delta C = \frac{C_{c.e.} - C_m}{C_m} \times 100$$

dove:

$C_{c.e.}$ = rapporto di cambio determinato in base al processo di stima analitico del valore aziendale;

C_m = rapporto di cambio espresso dal mercato in base all'andamento del titolo azionario nell'arco di tempo considerato.

Il problema tecnico è legato alla necessità di definire un rapporto di cambio che tenga conto di entrambe le stime. La soluzione più complessa, ma anche la più corretta metodologicamente, è calcolare la media ponderata dei due concambi dove i pesi sono definiti sulla base della credibilità delle stime effettuate.

La soluzione più semplice, anche se la meno corretta metodologicamente, è di giungere ad un valore di $C_{c.e.}$ non dissimile da C_m sulla base di specifiche *assumptions*.

Caso diverso si ha se solo una delle due società è quotata. Il problema maggiore è legato alla non comparabilità dei dati di partenza: mentre nella società quotata il rapporto di cambio sarà determinato sulla base della combinazione tra valore analiticamente stimato e valore desunto dal mercato, nella società non quotata il concambio deriverà unicamente dalla stima analitica del valore aziendale.

Aspetti critici nella determinazione del rapporto di cambio

Nella determinazione del rapporto di cambio è necessario che:

- 1) il calcolo analitico sia sempre dimostrabile, obiettivo ed affidabile;
- 2) i criteri adottati nella stima del valore delle società coinvolte nell'operazione siano omogenei in vista del confronto delle relative *assumptions* di base adottate;
- 3) le *assumptions* alla base della stima siano sempre affidabili e credibili laddove la non affidabilità dei dati di *input* determina l'inattendibilità dei dati di *output* indipendentemente dalle bontà del modello utilizzato;
- 4) il modello di stima del valore sia affidabile distinguendo tra l'approccio:
 - a) giuridico, in base al quale solo i metodi reddituali risultano pienamente compatibili con la disciplina

della fusione anche quando utilizzati in via esclusiva. I metodi finanziari sono ritenuti, in quest'ambito, poco utilizzabili poiché costruiti più su dati prospettici che su valori storici in quanto richiedono un non facile confronto delle relative *assumptions*. I metodi basati sui multipli, dal canto loro, oltre a presupporre la quotazione delle società, sono ritenuti poco utilizzabili in quanto risentono dell'efficienza strutturale del mercato;

b) tecnico-aziendale, in base al quale la stima del valore solitamente passa attraverso l'impiego di più metodi all'interno di un processo che nella sua interezza deve risultare sempre obiettivo, affidabile e dimostrabile. In base alle caratteristiche dell'azienda e del mercato di riferimento infatti si individua un «metodo principale» e più «metodi di controllo».

5) in presenza di diverse categorie di azioni siano definiti tanti concambi per quante sono le categorie omogenee di azioni. Inoltre bisogna tener conto dell'eventuale esistenza di obbligazioni convertibili, di *warrants*, *stock option*, etc;

6) la partecipazione posseduta, soprattutto quella di controllo, non risenta dell'effetto «diluizione» che potrebbe aprire la porta a possibili scalate ostili sull'incorporante. Per evitare tale effetto l'incorporante può prima della fusione:

- a) aumentare il relativo Capitale Sociale, in via gratuita o a pagamento, emettendo nuove azioni riservate ai suoi azionisti;
- b) vendere ai soci di maggioranza le azioni della stessa società incorporante o della società incorporanda;
- c) vendere ai suoi azionisti azioni della società incorporanda già possedute.

Rapporto di concambio: fusione per incorporazione e fusione pura

Per determinare il rapporto di cambio è necessario preventivamente determinare per le società coinvolte nell'operazione:

- 1) il Capitale Sociale (*CS*);
- 2) il Capitale Economico (*CE*), inteso come stima del valore aziendale;
- 3) il relativo valore unitario delle azioni;
- 4) il Peso Economico relativo (*PE*), in relazione al Capitale Economico (*CE*) stimato.

Fusione per incorporazione

Consideriamo il caso in cui la società A («A») voglia incorporare la società B («B») (Tavola 1). Al fine di determinare il relativo rapporto di cambio è necessario:

- 1) stimare analiticamente il valore delle società;

2) determinare il Peso Economico (PE) delle società sulla base della seguente proporzione:

$$(CE_A + CE_B) : CE_B = 1 : X$$

da cui:

$$PE_B = X = \frac{CE_B}{(CE_A + CE_B)}$$

e quindi:

$$PE_A = 1 - X = 1 - PE_B$$

3) determinare il Capitale Sociale che la società A dovrà avere a seguito della fusione sulla base della seguente proporzione:

$$CE_A : (CE_A + CE_B) = CS_A (\text{ante Fusione}) : CS_A (\text{post Fusione})$$

$$CS_A (\text{post Fusione}) = \frac{(CE_A + CE_B) * CS_A (\text{ante Fusione})}{CE_A}$$

4) determinare, conseguentemente, l'aumento di Capitale Sociale che la società A dovrà eseguire:

$$\text{Aumento di Capitale Sociale A} = CS_A (\text{post Fusione}) - CS_A (\text{ante Fusione})$$

5) determinare il numero delle «nuove azioni» che la società A dovrà emettere e riconoscere ai soci della società B in cambio delle loro «vecchie azioni» sulla base della seguente proporzione:

$$PE_A : PE_B = N^\circ \text{Azioni A} : N^\circ \text{Azioni nuove di A da riconoscere a B}$$

$$N^\circ \text{Azioni nuove di A da dare a B} = \frac{PE_B}{PE_A} \times N^\circ \text{Azioni A}$$

Allo stesso risultato si giunge rapportando l'aumento di Capitale Sociale che la società A dovrà operare al valore nominale delle relative azioni:

$$N^\circ \text{Azioni nuove di A da dare a B} = \frac{\text{Aumento Capitale Sociale di A}}{\text{Valore azione di A}}$$

Sulla base di tali elementi si definisce il relativo rapporto di cambio (RC) (2) come segue:

$$RC = \frac{N^\circ \text{Azioni nuove di A da riconoscere a B}}{N^\circ \text{Azioni B}}$$

Numeratore e denominatore devono essere ridotti mediante un minimo comune denominatore sino a giungere, per entrambi, a numeri primi (3).

Nel caso in cui la società A si trovasse già in possesso di una partecipazione nella società B, allora il rapporto di cambio (RC) (4) risulterebbe pari a:

$$RC = \frac{N^\circ \text{Azioni nuove di A da riconoscere a B}}{(N^\circ \text{Azioni B} - N^\circ \text{Azioni di B già possedute da A})}$$

Pertanto non cambia la modalità di determinazione del rapporto di cambio, ma solo il numero delle azioni di nuova emissione della società A da attribuire ai soci della società B.

Nel caso in cui la società A si trovasse già in possesso del 100% della società B, allora la società incorporante non dovrebbe operare alcun aumento di Capitale Sociale ma solo sostituire la partecipazione detenuta con le attività e passività della società incorporata.

Fusione pura

Con la fusione pura, due società si incorporano dando vita ad una nuova società definita *NewCo*. Stabilito il valore del Capitale Sociale della neocostituita società ed il valore nominale delle relative azioni, bisogna definire il numero di azioni da riconoscere ai soci delle società fuse in cambio delle loro «vecchie azioni». Tutto questo avviene sulla base del valore stimato delle società partecipanti all'operazione.

Si consideri il caso di una fusione pura tra la società A («A») e la società B («B») (Tavola 2). Al fine di determinare il relativo rapporto di cambio è necessario preventivamente:

- 1) stimare analiticamente il valore delle aziende coinvolte nell'operazione;
- 2) determinare il relativo Peso Economico (PE) delle due società nella *NewCo* sulla base del rispettivo valore aziendale stimato come segue:

$$PE_A = \frac{CE_A}{(CE_A + CE_B)} \quad PE_B = \frac{CE_B}{(CE_A + CE_B)}$$

Note:

(2) Al numeratore, si hanno le «nuove azioni» che la società A dovrà riconoscere ai soci della società B a fronte delle loro «vecchie azioni»; al denominatore, si hanno le «vecchie azioni» che i soci della società B dovranno restituire per ottenere in cambio le «nuove azioni» della società A.

(3) Se ad esempio il rapporto di cambio è pari a 10:3, vuol dire che saranno date 10 «nuove azioni» per ogni 3 «vecchie azioni».

(4) Al numeratore, si hanno le «nuove azioni» della società A da riconoscere ai soci della società B fermo restando che A possiede già una partecipazione in B (se ad esempio A possiede l'80% di B, allora le azioni da riconoscere a B saranno pari al 20% delle azioni complessive che A dovrà emettere); al denominatore, si hanno le «vecchie azioni» di B a cui devono essere sottratte le azioni già possedute da A (pertanto se A possiede già l'80% di B allora dovrà essere calcolato il 20% delle azioni di B in circolazione).

3) definire il numero delle azioni della *NewCo* da riconoscere ai soci delle società A e della società B sulla base del relativo Peso Economico come segue:

$$N^{\circ} \text{ Azioni } NewCo \text{ per } A = PE_A * CS_{NewCo}$$

$$N^{\circ} \text{ Azioni } NewCo \text{ per } B = PE_B * CS_{NewCo}$$

Sulla base di detti elementi il rapporto di cambio (RC) sarà pari a:

$$PE_A = \frac{N^{\circ} \text{ Azioni } NewCo \text{ per } A}{N^{\circ} \text{ Azioni «vecchie» } B} \quad PE_B = \frac{N^{\circ} \text{ Azioni } NewCo \text{ per } B}{N^{\circ} \text{ Azioni «vecchie» } B}$$

Conguaglio in danaro

Se il numero delle azioni possedute dai soci delle società che si fondono, in caso di fusione pura, o della società incorporata, in caso di fusione per incorporazione, non risultano multipli del denominatore del rapporto di cambio definito, allora il numero teorico delle azioni spettanti ai soci risulta non intero. In questo caso si rendono necessari conguagli in danaro con conseguente arrotondamento per eccesso o per difetto del numero di azioni da attribuire ai soci.

Tavola I – Esempio I

Si ipotizzi che la società A voglia incorporare la società B; che la società A non possenga alcuna partecipazione nella società B e che i dati relativi alle due società siano i seguenti:

Società A incorpora la Società B	Società A Incorporante	Società B Incorporata
Capitale Sociale (CS)	€ 2.800,00	€ 1.800,00
N. azioni	560	1.800
Valore nominale azione	€ 5,00	€ 1,00
Capitale Economico (CE)	€ 5.600,00	€ 3.600,00
Valore unitario azione «effettivo»	€ 10,00	€ 2,00

Il rapporto di cambio sarà determinato come segue:

Peso Economico (PE) di B	39%
Peso Economico (PE) di A	61%
Capitale Sociale di A post fusione	€ 4.600,00
Aumento di Capitale Sociale di A post fusione	€ 1.800,00
N° azioni «nuove» di A da riconoscere a B	360
Totale azioni di A post-fusione	920
Valore unitario azione	€ 10,00
Rapporto cambio	360 / 1800
<i>mcd = 180</i>	<i>2 / 10</i>
<i>mcd = 2</i>	<i>1 / 5</i>
Rapporto di cambio	1 / 5
<i>(Rapporto di cambio: 1 azioni di A ogni 5 di B)</i>	

Se, invece, si ipotizzi che la società A detenga prima della fusione una partecipazione nella Società B pari ad esempio all'80%, allora il rapporto di cambio sarà determinato come segue:

Peso Economico (PE) di B	39%
Peso Economico (PE) di A	61%
Capitale Sociale di A post fusione	€ 4.600,00
Aumento di Capitale Sociale di A post - fusione	€ 1.800,00
N° azioni «nuove» di A	360
Totale azioni di Società A post-fusione	920
Valore «nuovo» effettivo unitario azione	€ 10,00
Partecipazione detenuta da A in B ante-fusione	80%
N° azioni «nuove» di A da riconoscere a B	72
N° azioni «vecchie» di B detenute dai soci di B (20%)	360
Rapporto cambio	72 / 360
<i>mcd = 9</i>	<i>8 / 40</i>
<i>mcd = 8</i>	<i>1 / 5</i>
Rapporto di cambio	1 / 5
<i>(Rapporto di cambio: 1 azioni di A ogni 5 di B)</i>	

Al fine di determinare il conguaglio bisogna:

- 1) moltiplicare il numero di azioni possedute per ciascun socio per il relativo rapporto di cambio;
- 2) approssimare il numero di azioni da consegnare per eccesso o per difetto;
- 3) moltiplicare la differenza per il valore azionario unitario determinando il relativo conguaglio a credito/debito.

Il giudizio di congruità del rapporto di cambio e la imprescindibilità di una valutazione giuridica

La determinazione del concambio costituisce inesorabilmente un passaggio cruciale anche in vista del riassetto societario che a seguito della fusione si determina (5).

La stima e la quantificazione di un rapporto di cambio, infatti, può modificare la posizione dei soci e

dunque i diritti connessi alla detenzione della «nuova» partecipazione rispetto a quella ante-fusione (6). Il concambio consente ed assicura ai soci delle società partecipanti all'operazione la continuazione del rapporto sociale nella società risultante dalla fusione (7).

L'intero procedimento per la determinazione del

Note:

(5) L.A. Bianchi, op. cit., pag. 2 ss.

(6) L.A. Bianchi, op. cit., pag. 3 ss. Secondo l'autore il concambio può influire sulla posizione del socio almeno in una duplice direzione: indirettamente, in quanto esso condiziona la decisione del socio di aderire alla fusione o eventualmente di «uscire» dalla società; direttamente, per ciò che concerne l'effettiva conservazione da parte del socio della medesima «porzione» di diritti di natura amministrativa e patrimoniale esistenti ante-fusione.

(7) G. Zagra, «Rinunciabilità da parte dei soci della relazione degli esperti ex 2501-quinquies c.c.», in *Società*, 2001, pag. 328 ss.

Tavola 2 – Esempio 2

Si ipotizzi una fusione tra la società A e la società B con la costituzione di una nuova società, *NewCo*, il cui Capitale Sociale risulti pari ad € 5.000 con valore nominale delle azioni pari ad € 1.

Fusione delle Società A e B	Società A	Società B	NewCo (A+B)
Capitale Sociale (CS)	€ 2.400,00	€ 1.600,00	€ 5.000,00
N. azioni	2.400,00	1.600,00	5.000,00
Valore nominale azione	€ 1,00	€ 1,00	€ 1,00
Capitale Economico (CE)	€ 4.800,00	€ 3.200,00	€ 8.000,00
Valore unitario azione «effettivo»	€ 2,00	€ 2,00	€ 1,60

Le azioni della *NewCo* saranno distribuite ai soci della società A e della società B sulla base del relativo Peso Economico:

Peso Economico (PE) di A	60%
Peso Economico (PE) di B	40%
N° azioni della <i>NewCo</i> spettanti ad A	3.000
N° azioni della <i>NewCo</i> spettanti a B	2.000

Il concambio per la società A sarà pari a:

Azioni <i>NewCo</i> spettanti alla Società A	3.000
Azioni «vecchie» della Società A	2.400
RC: Azioni <i>NewCo</i> / Azioni «vecchie»	3.000 / 2.400
$mcd = 100$	30 / 24
$mcd = 2$	15 / 12
$mcd = 3$	5 / 4

Rapporto di cambio Società A **5 / 4**
(Rapporto di cambio: 5 azioni della NewCo ogni 4 Azioni «vecchie»)

Il concambio per la società B sarà pari a:

Azioni <i>NewCo</i> spettanti alla Società B	2.000
Azioni «vecchie» Società B	1.600
RC: Azioni <i>NewCo</i> / Azioni «vecchie»	2.000 / 1.600
$mcd = 100$	20 / 16
$mcd = 4$	5 / 4

Rapporto di cambio Società B **5 / 4**
(Rapporto di cambio: 5 azioni della NewCo ogni 4 Azioni «vecchie»)

rapporto di cambio, da un punto di vista giuridico, si struttura prioritariamente su tre passaggi:

1) definizione, da parte degli amministratori delle società partecipanti all'operazione, del numero di azioni/quote che si prevede di dover assegnare ai soci della società che si estingue in cambio delle loro «vecchie» azioni;

2) redazione del progetto di fusione da parte dell'organo amministrativo con il quale viene illustrato, tra le altre cose, il rapporto di cambio delle azioni/quote (cfr. art. 2501-ter c.c.). Inoltre tale progetto deve poi essere illustrato e giustificato «sotto il profilo giuridico ed economico» da una relazione dei medesimi amministratori, che devono altresì soffermarsi in modo specifico sul rapporto di cambio indicando i criteri che hanno condotto alla sua determinazione nonché le eventuali difficoltà di valutazione incontrate (cfr. art. 2501-quinquies c.c.);

3) obbligo per le società partecipanti alla fusione di acquisire la relazione di uno o più esperti indipendenti aventi per oggetto la congruità del rapporto di cambio che deve in particolare indicare:

a) il metodo/metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio ed i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi. Tale relazione pertanto non deve limitarsi alla mera attestazione della congruità o meno del rapporto di cambio (8), ma deve chiarire il percorso che ha condotto alla determinazione di tale valore (9).

b) deve esprimere, motivandolo, un giudizio circa la validità o meno dei metodi applicati, indicando se questi sono giustificati o meno in relazione alle caratteristiche dell'impresa e del mercato di riferimento (10);

c) indicare le eventuali difficoltà di valutazione.

Il riconoscimento legislativo di un'ampia discrezionalità tecnica sulla determinazione del valore d'a-

zienda deve considerarsi il frutto di una scelta obbligata stante l'impossibilità tecnica di definire un valore «certo» determinato mediante l'applicazione di un dato metodo. Se questo è vero da un punto di vista tecnico-aziendale, è pur vero che una simile scelta legislativa finisce per «iperbolizzare» il primato della tecnica nell'identificazione del significato e della portata di un concetto, quale quello di congruità, che comunque evoca problemi di carattere giuridico in misura non certo secondari (11).

Infatti, la scelta dei criteri di valutazione del concambio, non deve risultare esclusivamente il frutto dell'applicazione, ancorché consapevole e professionale, di metodologie tecniche, ma deve tener conto dei vincoli che discendono dalle caratteristiche giuridiche della fusione (12) tanto più ove si consideri che tale operazione rientra a pieno titolo tra le operazioni idonee a modificare il contratto sociale (13).

In particolare, le valutazioni e le decisioni relative alla scelta di un determinato concambio rientrano nel novero delle relazioni giuridiche tra soci, tra maggioranza e minoranza, e, soprattutto, della conciliazione degli interessi societari (14).

Note:

(8) Cfr. Trib. Perugia 26 aprile 1993 e Trib. Milano 13 maggio 1999, in *Società*, 2000, pag. 75 ss.

(9) Confalonieri, op. cit., pag. 97.

(10) G. Zagra, op. cit., pag. 329.

(11) Confalonieri, op. cit., 97.

(12) L.A. Bianchi, op. cit., pag. 18.

(13) L.A. Bianchi, op. cit. pag. 19. Secondo Marchetti, op. cit., pag. 35, gli interpreti ed in particolare la giurisprudenza sono chiamati al delicato compito di procedere in familiarità con i concetti ed i metodi delle scienze aziendalistiche, ad uno scrutinio giuridico della legittimità di scelte che, sino ad anni recenti, erano tradizionalmente riservate al monopolio dei cultori di tali materie.

(14) G. Oppo, «Eguaglianza e contratto nella società per azioni», in *Riv. Dir. Civ.*, 1974, pag. 108.

Tavola 3 – Esempio 3

Riprendendo i dati indicati nell'esempio I, si ipotizzi che i soci della società B siano 4 e che partecipino al capitale in diversa percentuale. Si ipotizzi inoltre che le azioni possedute dai soci non siano multipli del denominatore del rapporto di cambio:

Soci Società B		N. Azioni possedute	N. Azioni spettanti (1)	N. Azioni consegnate (2)	Differenza (3)	Conguaglio (4)	
						Debito	Credito
B1	54%	972	194,40	194	-0,4		€ 4,00
B2	26%	468	93,60	94	0,4	€ 4,00	
B3	13%	234	46,80	47	0,2	€ 2,00	
B4	7%	126	25,20	25	-0,2		€ 2,00
Totale	100%	1800		360			

(1) per B1: $972 \cdot (1/5) = 194,40$; per B2: $468 \cdot (1/5) = 93,60$; per B3: $234 \cdot (1/5) = 46,80$; per B4: $126 \cdot (1/5) = 25,20$ dove $1/5$ è il rapporto di concambio.

(2) arrotondamento per eccesso o per difetto sullo 0,50 per ottenere a numeri interi.

(3) differenza per arrotondamento. Se l'arrotondamento ha segno negativo, allora il socio deve ricevere un conguaglio in danaro e quindi è a credito; se positivo, allora il socio deve versare un conguaglio in danaro e quindi è a debito.

(4) è pari al valore effettivo unitario dell'azione, € 10, per il conguaglio a credito/debito.

Pertanto è necessario attribuire ai soci delle società che si fondono una partecipazione dal valore «sostanzialmente equivalente» rispetto a quello della partecipazione sociale che è stata annullata con la fusione (15).

Da quanto detto si evince che le valutazioni di fusione non possono effettuarsi ricorrendo a valutazioni di natura equitativa. Gli amministratori dunque non possono e non debbono procedere con equo apprezzamento, strumento che invece la legge richiede per il cosiddetto arbitratore sulla base della disciplina civilistica dell'arbitraggio di cui all'art. 1349 c.c. (16). Se così non fosse gli esperti si troverebbero a doversi esprimere in merito a una determinazione che, essendo frutto di un apprezzamento soggettivo e dunque discrezionale, sarebbe censurabile nei ristretti limiti in cui è sindacabile la determinazione del cosiddetto arbitratore (17).

Inoltre poiché la determinazione basata su di un equo apprezzamento assume per legge efficacia vincolante tra le parti, salvo che essa sia «manifestamente iniqua o erronea», allora la determinazione degli amministratori finirebbe per assumere analoga efficacia nei confronti della deliberazione assembleare di approvazione del progetto di fusione, precludendo, di conseguenza, qualsiasi possibilità per le assemblee di esprimere opinione difforme da quella degli esperti con riguardo alla stima del concambio. Ciò risulterebbe in contrasto con la scelta legislativa di assegnare piena sovranità decisionale in tale materia ai soci, sia pure tenendo conto dei limiti relativi alla modificabilità del progetto di fusione (18).

L'esigenza che il concambio debba garantire una partecipazione dal valore sostanzialmente equivalente rispetto a quella che è stata annullata non implica, di converso, che la stima del rapporto di cambio debba riflettere un presunto valore oggettivo o teorico delle azioni/quote delle società che si fondono. Anzi, gli amministratori, nella valutazione di congruità, possono tener conto di valutazioni di convenienza ed opportunità soggettive, ivi comprese quelle di natura extraeconomica (19).

Gli amministratori dunque non sono affatto obbligati ad attenersi ai valori «teorici» di concambio senza possibilità di attribuire alcuna rilevanza valutativa a motivazioni di opportunità e convenienza negoziale (20).

I vizi concernenti la congruità del rapporto di cambio e le azioni a tutela del socio danneggiato

La fissazione del rapporto di cambio è volta sostanzialmente (21):

1) ad un'informazione completa ed esauriente ai soci che in tal modo si rendono conto a cosa rinuncerebbero nel caso di determinazione di un rapporto di cambio difforme dalla reale consistenza delle partecipazioni;

2) a garantire i creditori del singolo socio sulla conservazione del patrimonio del loro debitore;

3) ad impedire che si verifichino spostamenti di ricchezza a titolo gratuito, fuori dalle ipotesi previste dalla legge;

4) a consentire ai soci ed ai terzi di agire nei confronti del perito ai sensi dell'art. 2501-*sexies* c.c.;

5) a perfezionare un procedimento che appare caratterizzato da una complessa rilevanza oggettiva.

Il rapporto di cambio è un elemento essenziale dell'intera operazione di fusione in quanto consente ed assicura ai soci delle società incorporate la continuazione del rapporto sociale nella società risultante dalla fusione.

Proprio alla luce della *ratio* e della finalità dell'attività di determinazione del rapporto di cambio se ne deduce che quest'ultima deve essere il risultato di una valutazione di scelta ragionevole, motivata e non arbitraria da parte degli amministratori (22).

A seguito della oggettivamente errata determinazione del rapporto di cambio, colposamente quantificata dagli amministratori, consegue ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione il diritto al risarcimento del danno.

In particolare, è azionabile, a tutela del socio, il diritto ad un rapporto di fusione congruo ed il danno deve configurarsi nella situazione di sfavore per il socio, conseguente all'effettuazione della fusione sulla scorta di un rapporto di cambio irragionevole ed arbitrario. La misura del danno deve essere quantificato sulla base del raffronto tra la situazione dei soci e/o terzi, conseguente all'applicazione del rapporto di cambio risultato incongruo, e la situazione conseguente alla correzione degli errori tecnici colposamente effettuati dagli amministratori.

È bene precisare però che il nostro attuale sistema codicistico ha sancito l'impossibilità della dichiara-

Note:

(15) L.A. Bianchi, op. cit., pag. 42.

(16) L.A. Bianchi, op. cit., pag. 42.

(17) L.A. Bianchi, op. cit., pag. 45.

(18) L.A. Bianchi, op. cit., pag. 46.

(19) L.A. Bianchi, op. cit., pag. 46.

(20) L.A. Bianchi, op. cit., pag. 47.

(21) L.A. Bianchi, op. cit., pag. 47.

(22) Cfr. Trib. Milano 2 novembre 2000; G. Zagra, «Rinunciabilità da parte dei soci della relazione degli esperti ex 2501-*quinquies* c.c.», in *Società*, 2001, pag. 326 ss.

zione di nullità dell'atto di fusione una volta eseguite le iscrizioni dell'atto stesso ai sensi dell'art. 2504, comma 2 c.c.

Dalle osservazioni testè formulate si evince che una volta iscritto l'atto di fusione e divenutane, dunque, incontestabile l'efficacia, i soci e/o i terzi, oramai privati di ogni tutela «reale» mirante a rimuovere gli effetti della deliberazione societaria che ha «innescato» la fusione, potranno far valere esclusivamente la responsabilità degli amministratori secondo la regola generale di cui agli artt. 2043 e 2395 c.c. e dunque dimostrandone la colposa o dolosa negligenza nel dar corso agli adempimenti di fusione.

In sostanza il regime ex art. 2504 - *quater* nel precludere ogni pronuncia di invalidità dell'atto di fusione e nel rendere quindi privo di effetti l'ordinario controllo giurisdizionale sulla validità della sottostante deliberazione, sottrae al socio un diritto di partecipazione tipico. A tale menomazione, giustificabile in relazione all'interesse generale dell'ordinamento alla stabilità degli effetti della fusione in quanto compenetrazione di patrimoni delle società coinvolte difficilmente «separabili» una volta uniti, si accompagna il riconoscimento di una tutela «sostitutiva» per equivalente di quella «reale».

Tutela quest'ultima da individuare nella diretta responsabilità della società deliberante la fusione a tenere indenne il socio da ogni conseguenza pregiudizievole che a costui derivi dall'esecuzione della deliberazione invalida (23).

Secondo tale ricostruzione, dunque, all'invalidità della fusione iscritta deve conseguire il diritto ad un ristoro a contenuto indennitario: diritto azionabile come tale nei confronti dello stesso soggetto nei cui confronti si sarebbero prodotti gli effetti della pronuncia di annullamento, vale a dire la società deliberante ovvero quella succedutale per incorporazione.

In relazione, poi, al profilo di invalidità attinente alla determinazione del rapporto di cambio, bisogna precisare che la recente giurisprudenza (24) ha chiarito che il nostro attuale sistema normativo è incentrato sul carattere di verificabile congruità del concambio non essendo possibile configurare tale determinazione come il risultato di attività di per sé «insindacabile nel merito» (25).

Pertanto, l'operato degli amministratori assume espressa natura di attività valutativa tecnica, soggetta come tale al giudizio anch'esso tecnico degli esperti, volto a fornire ai soci deliberanti sulla proposta, completa e ragionata informazione sulla ragionevolezza ed adeguatezza dei criteri seguiti nell'assicurare un «congruo» apprezzamento della posizione di partecipazione di ciascun socio.

La previsione normativa di tale giudizio tecnico «preventivo», ad opera degli esperti, non elide l'ulteriore possibilità di verifica giurisdizionale della correttezza della valutazione. Tale verifica potrà essere svolta in sede contenziosa, a mezzo di apposita consulenza, e potrà portare ad un accertamento di non congruità del rapporto di cambio, con conseguente accertamento di invalidità, per tale profilo, della deliberazione approvativa del progetto di fusione ovvero con conseguente determinazione del danno subito dai soci.

In tal modo la valutazione degli amministratori verrà ad essere «sostituita» da quella operata dal giudice. La rideterminazione del rapporto «congruo» in sede di verifica contenziosa risulta funzionale alla sola liquidazione del pregiudizio economico subito dai soci: pregiudizio che altrimenti non potrebbe, una volta accertata l'incongruità della determinazione originaria, essere liquidato se non in via equitativa e dunque con dei cospicui margini di opinabilità.

Bibliografia

V. Afferni, «La nuova disciplina delle fusioni e delle scissioni di società», in *Il Corriere Giuridico*, 1991; I D. *La fusione di società: dal codice di commercio al recepimento della Terza Direttiva comunitaria*, in Studi in onore di G. Cottino, Vol. I, Padova, 1997;

C. Angelici, «La nullità della fusione», in *Riv. Dir. Comm.*, 1992;

T. Ascarelli, *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955;

L.A. Bianchi, *Il giudizio di «congruità» del rapporto di cambio nella fusione*, Università degli Studi di Trento, 1993. ID *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002.

E.E. Bonavera, *L'ambito del potere di controllo dell'autorità giudiziaria sul rapporto di cambio*

Note:

(23) Cfr. Trib. Perugia 26 aprile 1993 e Trib. Milano 13 maggio 1999, in *Società*, 2000, 75 ss.

(24) Cfr. Trib. Milano 2 novembre 2000, in *Società* 2001, 4, pag. 452.

(25) Cfr. Trib. Milano 27 gennaio 2000.

(26) *Contra App. Torino 15 ottobre 1992*, in *Giur. It.*, 1993, I, 2, 795. In particolare la Corte d'Appello aveva sposato il principio secondo il quale la determinazione del rapporto di cambio è attività di gestione risolvendosi nel discrezionale apprezzamento del «valore» delle società coinvolte, anche attraverso vere e proprie negoziazioni e, dunque, come attività analoga a quella di determinazione del «prezzo» di cessione di partecipazioni. Pertanto solo l'ipotesi di «palese arbitrarietà ed irragionevolezza» della valutazione avrebbe determinato l'invalidità del rapporto di cambio.

nella fusione di società, in «Progetto Mirone» e modello organizzativo per la piccola e media impresa (a cura di V. Afferni e L. De Angelis), Milano, 2001;

G. Brugger, *La valutazione economica delle aziende: tre metodi a confronto*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, 1985;

G. Bruni, *Fusioni e scissioni. Profili economici, strategici e istituzionali*, Milano, 1997;

M. Caratozzolo, «Fusione, scissione e principio di continuità dei bilanci», in *Le Società*, 2000;

D. Casadei, *Invalidità della fusione ed azioni esperibili* (con particolare riferimento alla incongruità del rapporto di cambio), Roma, 1993;

M. Confalonieri, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Milano, 2005.

L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 2005.

CORSI E CONVEGNI

IPSOA ■ Scuola
■ di
■ Formazione

FINANZA AZIENDALE

Seminari

La gestione di tesoreria e i rapporti con le banche

Bologna, 11 e 12 dicembre 2006

La redazione del piano industriale – Business plan

Bologna, 22 e 23 gennaio 2007

Valutazione e rilevazione in bilancio degli strumenti finanziari

Roma, 16 e 17 febbraio 2007

Milano, 23 e 24 febbraio 2007

Procedure Mergers & Acquisitions

Roma, 16 e 17 marzo 2007

Milano, 30 e 31 marzo 2007



IPSOA SCUOLA D'IMPRESA
A WoltersKluwer Company

Per informazioni:

- **Scuola di Formazione Ipsoa**
tel. 02/82476.316-889-331-812
e-mail: formazione@ipsoa.it
- www.ipsoa.it/formazione