



17. *Analisi e discussione di un caso di conferimento*

La valutazione di un complesso aziendale oggetto di conferimento nel Gruppo Italiano Vini - S.P.A. (art. 2343 C.C.)

Testimonianza del Dott. Davide Mascalzoni - Direttore Generale del Gruppo GIV

Prof. Antonio Tessitore
venerdì 4 maggio 2012

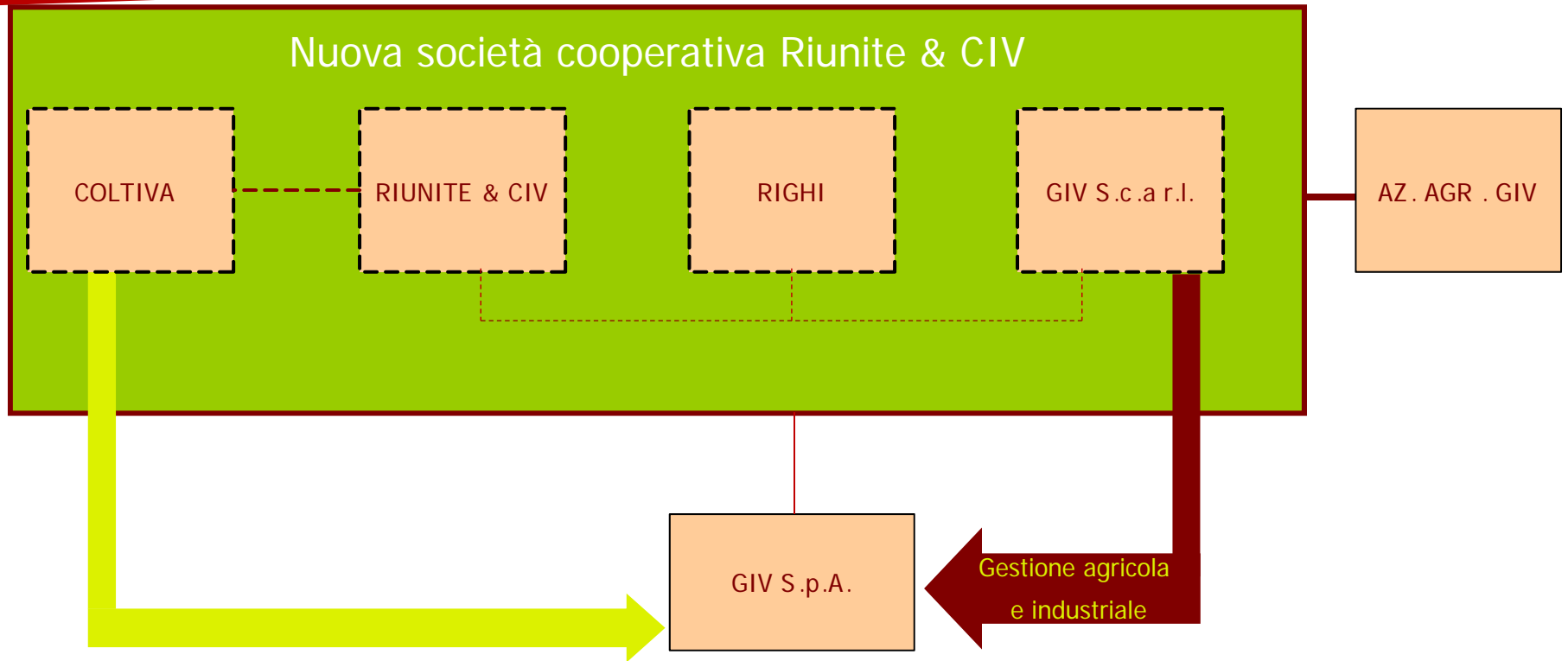
Le valutazioni di conferimento: il caso

GRUPPO ITALIANO VINI

Università di Verona, 4 maggio 2012

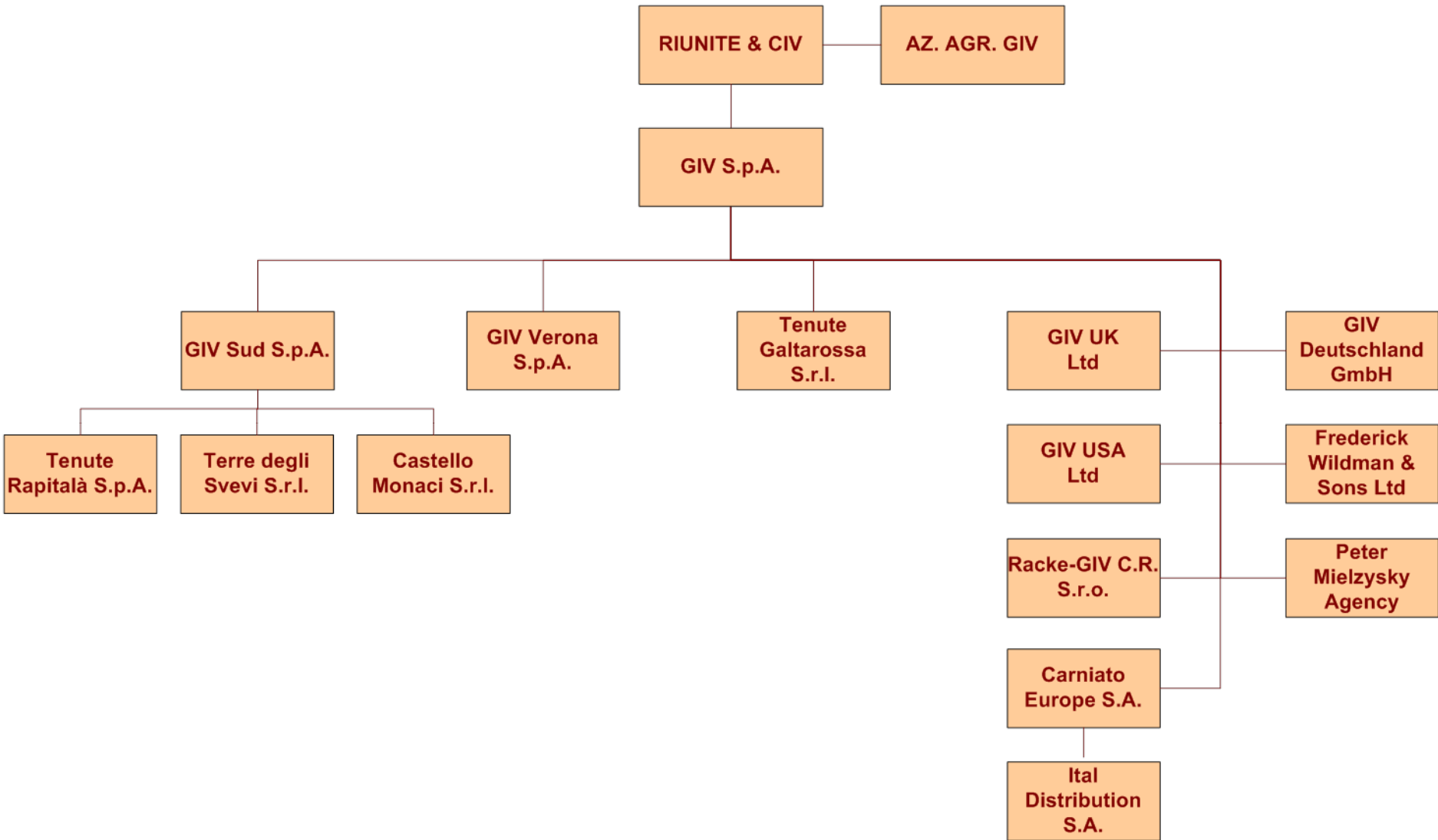
Evoluzione societaria

Operazione di conferimento in GIV S.p.A.

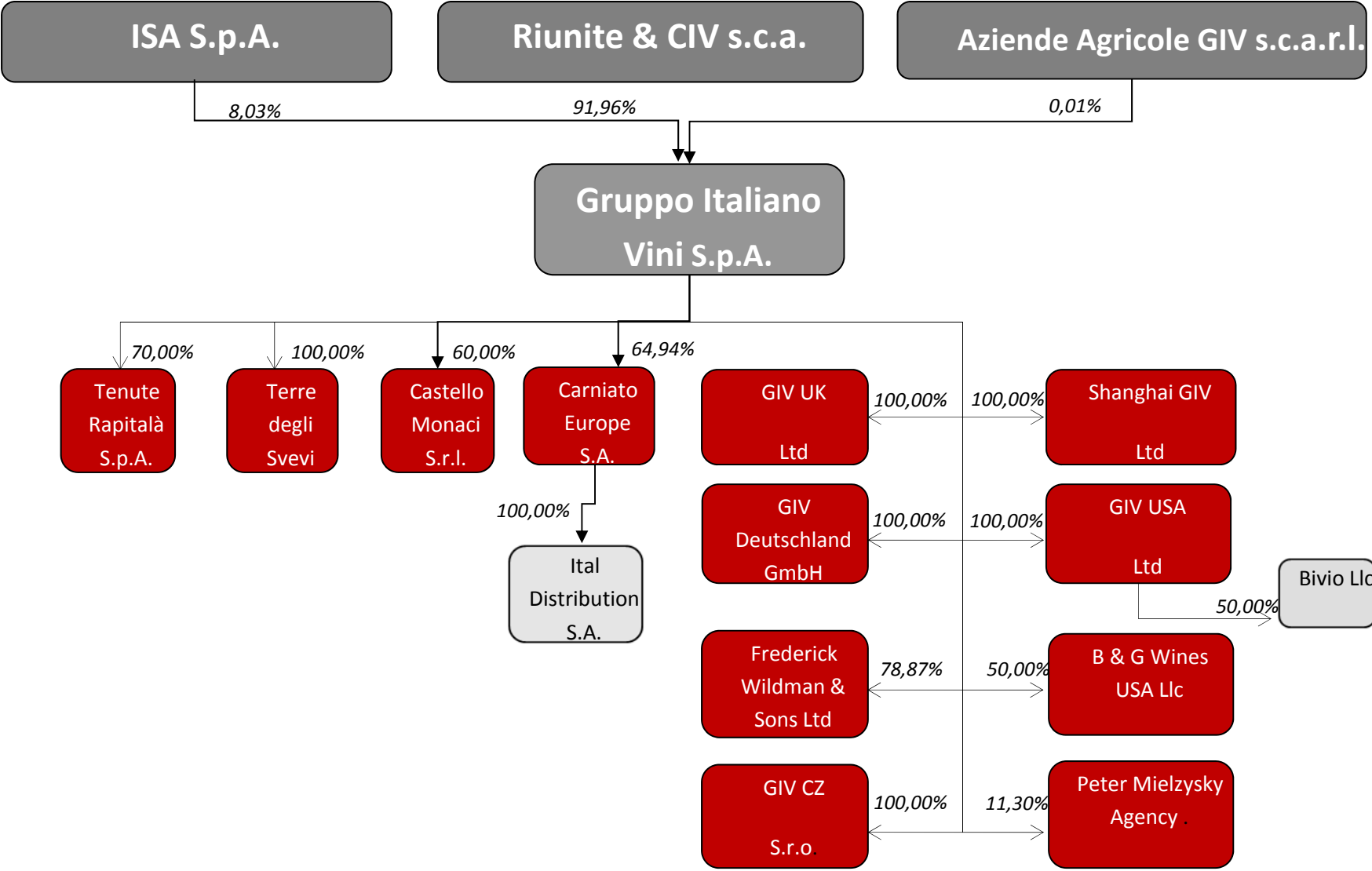


L'operazione di conferimento si completerà entro il 31 dicembre 2008.

Organigramma del Gruppo - 1 gennaio 2009



Organigramma attuale Gruppo GIV



Attività preliminari e propedeutiche
all'operazione di conferimento
e contesto temporale

Attività preliminari e propedeutiche all'operazione di conferimento e contesto temporale

11 luglio 2008: Decreto del Presidente del Tribunale di Verona di nomina dell'esperto (Prof. Corbella) per la stima del valore del complesso aziendale oggetto di conferimento da Cantine Riunite & CIV S.c.a. (R&C) a Gruppo Italiano Vini S.p.A. (GIV) ex art. 2343 C.C.

1 settembre 2008: atto di fusione per incorporazione di C.I.V. S.c.a. (CIV) in Cantine Riunite S.c.a. (Riunite) con efficacia operativa dall'1/9/2008 ed efficacia contabile e fiscale dall'1/8/2008.

13 settembre 2008: acquisizione da parte di R&C delle quote sociali di GIV S.c.a.r.l. detenute da altri soci di GIV S.c.a.r.l.

22 dicembre 2008: atto di fusione per incorporazione di Gruppo Coltiva S.c.a. (Coltiva), Righi S.c.a.r.l. (Righi) e GIV S.c.a.r.l. in R&C con efficacia operativa dall'1/1/2009 ed efficacia contabile e fiscale dal 31/12/2008.

31 dicembre 2008: conferimento "giuridico-formale" da R&C a GIV di un complesso aziendale che in realtà rappresenta, sotto il profilo sostanziale, il conferimento dei "sotto-complessi" ascrivibili alle società ante fusione e in particolare a GIV S.c.a.r.l. e a Coltiva.

Attività preliminari e propedeutiche all'operazione di conferimento e contesto temporale

Più in particolare, il complesso oggetto di conferimento si compone di tre sotto-complessi:

- Ramo d'Azienda di origine GIV S.c.a.r.l.
- Partecipazioni di origine GIV S.c.a.r.l.
- Ramo d'Azienda di origine Gruppo Coltiva S.c.a.

Questa scomposizione si è rivelata necessaria e fondamentale per pervenire alla definizione del valore del complesso aziendale conferito.

Ramo d'Azienda di origine GIV S.c.a.r.l.

In sintesi, beni, diritti e obbligazioni che, antecedentemente l'operazione di fusione, consentivano a GIV S.c.a.r.l. di presidiare la funzione produttiva dell'attività svolta e quindi:

- terreni, vigneti, cantine, attrezzature;
- rimanenze;
- crediti e debiti commerciali;
- rapporti di lavoro;
- contratti.

Partecipazioni di origine GIV S.c.a.r.l.

In sintesi, partecipazioni attive, direttamente e/o indirettamente, nella produzione vinicola di una specifica area geografica e in particolare:

- ✦ GIV Sud SpA e relative controllate;
- ✦ GIV Verona SpA;
- ✦ altre partecipazioni minori.

Ramo d'Azienda di origine Gruppo Coltiva S.c.a.

In sintesi, beni, diritti e obbligazioni che, antecedentemente l'operazione di fusione, consentivano a Gruppo Coltiva S.c.a. di presidiare la funzione commerciale , con riferimento al mercato Italia, dell'attività complessivamente svolta e quindi:

- crediti e debiti commerciali;
- rapporti di lavoro;
- contratti.

Data di riferimento dell'operazione di conferimento

31 agosto 2008 per i sotto-complessi GIV S.c.a.r.l.: vantaggio di escludere gli effetti della vendemmia e di mantenere comunque il riferimento ad una data sufficientemente prossima a quella pianificata per la delibera di conferimento.

30 settembre 2008 per il sottocomplesso Coltiva: vantaggio della chiusura ordinaria del trimestre, nessun effetto da vendemmia (ramo commerciale).

Lo sfasamento temporale di un mese non è stato valutato critico, anche in relazione alla limitata rilevanza del ramo ex Coltiva.

Elementi informativi a supporto della valutazione

- Bilanci storici ufficiali di tutte le società interessate dall'operazione.
- Situazione Patrimoniale (e relativi dettagli) al 31/8/2008 del ramo GIV S.c.a.r.l. e al 30/9/2008 del ramo Coltiva approvate dai rispettivi CdA e dal CdA di R&C.
- Elenco dipendenti con informazioni rilevanti.
- Conti economici previsionali 2009-2011 dei rami GIV S.c.a.r.l. e Coltiva, approvati dai rispettivi CdA.
- Perizia di stima riferita alla data del 31/8/2008 predisposta in data 2/12/2008 da Stima S.r.l. relativa ai beni materiali di origine GIV S.c.a.r.l.
- Rapporto PriceWaterhouseCoopers datato 28/11/2008 in merito alle verifiche effettuate sulla voce Rimanenze finali della Situazione Patrimoniale relativa al ramo GIV S.c.a.r.l.

Attività e Passività del ramo GIV S.c.a.r.l. e conseguente Valore Netto contabile di conferimento

Attività	Euro
Immobilizzazioni immateriali	1.422.544
Immobilizzazioni materiali	52.859.443
Immobilizzazioni finanziarie	21.612.954
<i>Totale attività immobilizzate</i>	<i>75.894.941</i>
Rimanenze	78.277.972
Crediti	64.649.258
Disponibilità liquide	1.594.878
<i>Totale attivo circolante</i>	<i>144.522.108</i>
Ratei e risconti attivi	3.019.790
Totale Attivo	223.436.839
Passività	Euro
Fondi rischi e oneri	1.337.000
TFR	2.693.061
Debiti	161.919.198
Ratei e risconti passivi	6.632.484
Totale Passivo	172.581.743
Patrimonio netto contabile di conferimento	50.855.096
Totale Passivo e Patrimonio Netto	223.436.839

Attività e Passività del ramo Coltiva e conseguente Valore Netto contabile di conferimento

Attività	Euro
Immobilizzazioni materiali	263.273
Crediti verso clienti	16.939.782
Totale Attivo	17.203.055
Passività	Euro
Debiti verso fornitori	128.572
Debiti verso clienti per promozioni	4.683.527
Debiti verso agenti	1.118.683
Debiti verso dipendenti	111.302
Totale Passivo	6.042.084
Debito a conguaglio	11.160.971
Patrimonio netto contabile di conferimento	0
Totale Passivo e Patrimonio Netto	17.203.055

Sintesi dei valori netti contabili di conferimento (in euro)

• Ramo d'Azienda di origine GIV S.c.a.r.l.	31.177.647
• Partecipazioni di origine GIV S.c.a.r.l.	19.677.449
• Totale ramo GIV S.c.a.r.l.	50.855.096
• Ramo d'Azienda di origine Gruppo Coltiva S.c.a.	zero

Stima peritale: caratteri generali

La dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi per la determinazione del valore economico di aziende o di rami di aziende:

- ➔ Metodi Redditali: definizione del valore economico in funzione delle sole prospettive di reddito.
- ➔ Metodi Patrimoniali: valore corrente dei beni costituenti il patrimonio aziendale.
- ➔ Metodi misti patrimoniali - redditali.
- ➔ Metodi Finanziari: flussi di cassa generati dalla gestione.
- ➔ Metodi di Mercato: mercato di borsa, mercato di borsa con riferimento a società comparabili, specifiche transazioni comparabili.

I metodi mostrano una diversa attitudine in funzione:

- ✓ dell'operazione straordinaria a cui è ordinata la valutazione;
- ✓ delle caratteristiche proprie dell'azienda (o del ramo d'azienda) oggetto di stima.

Stima peritale: criteri impiegati, tipologia di operazione straordinaria

Nel caso GIV, l'operazione straordinaria a cui è ordinata la valutazione è un'operazione di **conferimento**, ai sensi dell'art. 2343 del C.C..

Pertanto la stima è strumentale rispetto ad una funzione di garanzia ad essa assegnata dal Codice Civile e quindi le stime di conferimento sono ispirate al principio di prudenza e a una logica di oggettività e dimostrabilità dei dati.

Nel caso GIV, tenuto conto che l'aumento di capitale al servizio del conferimento deliberato dal CdA della conferitaria GIV in data 5 dicembre 2008 è pari ad euro 106.046.975 (di cui 90 milioni di capitale e la differenza di sovrapprezzo), la stima peritale è ordinata a determinare un valore del complesso aziendale oggetto di conferimento prudente ed oggettivamente dimostrabile in un importo **almeno pari** ad euro 106.046.975

Stima peritale: criteri impiegati, caratteristiche del complesso aziendale oggetto di conferimento

Il complesso aziendale oggetto di conferimento, si è detto più volte, è costituito da un aggregato di elementi patrimoniali aventi caratteristiche molto differenti e disomogenee:

1. Ramo d'Azienda GIV S.c.a.r.l.: attività e passività a contenuto produttivo.
2. Partecipazioni di origine GIV S.c.a.r.l.: asset di secondo grado.
3. Ramo d'Azienda Coltiva: attività e passività a contenuto commerciale.

Nel caso GIV il valore complessivo dell'aggregato è stato determinato come **Somma delle Parti** (Sum of the Part / SoP) di 1 + 2 + 3 e quindi ogni singolo sotto-complesso (parte) viene valutato in maniera autonoma e con criteri valutativi di volta in volta ritenuti più efficaci.

In ogni caso, la stima peritale si è completata provvedendo a **testare** il valore determinato come SoP in forza di un riscontro basato su una logica valutativa consolidata.

Stima peritale: criteri impiegati, scelta dei metodi di valutazione

1. Ramo d'Azienda GIV S.c.a.r.l.:

- sia metodo misto patrimoniale – reddituale + surplus asset
- sia metodo reddituale + surplus asset
- enucleando quindi in via preventiva, per entrambi i metodi, alcuni elementi patrimoniali estranei all'esercizio del business tipico (considerati e valutati come surplus asset)
- riscontrandone la congruità dei valori determinati sulla base dei metodi sopra evidenziati in forza di alcune analisi di sensitività
- senza invece riscontrare un valore di mercato, utile in sede di valutazione di imprese e meno di singoli rami aziendali
- e senza riscontro del metodo finanziario in assenza di stime attendibili circa i flussi finanziari attesi.

Stima peritale: criteri impiegati, scelta dei metodi di valutazione

2. Partecipazioni di origine GIV S.c.a.r.l.:

- significatività dei valori contabili delle partecipazioni risultanti dalla Situazione Patrimoniale di Conferimento, tenuto conto della recente formazione del valore contabile e previa verifica della loro recuperabilità economica sulla base dei risultati pianificati.

3. Ramo d'Azienda Coltiva:

- valore patrimoniale nullo quale saldo delle attività / passività risultanti dalla Situazione Patrimoniale di conferimento, con riscontro di natura reddituale.

Ramo d'azienda GIV S.c.a.r.l. / Metodo misto patrimoniale – reddituale (+ surplus asset)

Metodo misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma del valore di avviamento.

In pratica:

Valore dell'Azienda = patrimonio netto contabile rettificato + avviamento (positivo o negativo).

Avviamento = attualizzazione lungo un congruo orizzonte temporale dei differenziali di reddito (sovra/sotto-redotti) che l'azienda è in grado di generare.

Sovra/sotto-redotti = confronto tra i flussi di reddito medi annui attesi e i flussi necessari a remunerare in misura soddisfacente, in relazione al tipo di investimento considerato, il capitale impiegato nell'azienda.

Ramo d'azienda GIV S.c.a.r.l. / Metodo reddituale (+ surplus asset)

Il metodo reddituale determina il valore del capitale d'impresa in funzione della capacità del complesso aziendale di generare reddito in prospettiva futura.

Nel caso GIV, il criterio reddituale applicato sul ramo aziendale ex GIV S.c.a.r.l. è stato applicato attualizzando, lungo un orizzonte temporale infinito, il **reddito netto medio - normale atteso**.

I dati comuni ai metodi di valutazione applicati

I flussi di reddito stimati nel piano reddituale:

- riferiti al piano reddituale triennale 2009-2011 approvato dal CdA il 3/12/2008;
- il piano è depurato dai proventi e oneri originati dalla gestione dei surplus asset (esempio fabbricati civili, interessi finanziari intercompany, ecc.) e dei proventi e oneri che non riguardano il ramo oggetto di conferimento;
- ponderazione attribuendo maggiore rilevanza al risultato previsto per il 2009 (50%) rispetto ai risultati previsti per il 2010 (30%) e 2011 (20%);
- **reddito medio normale atteso = euro 6.209.368**

I tassi impiegati negli algoritmi valutativi:

costo del capitale proprio (Ke) = remunerazione normale del capitale investito in impieghi aventi livelli di rischio assimilabile = rendimento di investimenti privi di rischio (risk free) (BTP decennali) (3,91%) + risk premium proprio di investimenti azionari (Bloomberg / premio mercato Italia) (7,66%) rettificato dalla volatilità dei rendimenti dell'azienda (fattore beta / business vitivinicolo)) (0,846) + rettifica per inflazione attesa (2,30%) = **7,91%**
tasso utilizzato in sede di applicazione e del metodo reddituale + 1% (quindi 8,91%) per l'applicazione del metodo misto patrimoniale – reddituale ai fini della determinazione dell'extrareddito.

I dati comuni ai metodi di valutazione applicati

Gli impegni di acquisto di pacchetti azionari.

GIV S.c.a.r.l. ha sottoscritto due impegni di acquisto in relazione ad ulteriori quote di partecipazione al capitale sociale delle società GIV Verona SpA e GIV Sud SpA i cui effetti economici condizionano (in sottrazione) la valutazione del ramo GIV S.c.a.r.l.

I due impegni rendono le operazioni di acquisto certe e pertanto è necessario stimare il valore attuale dei debiti derivanti da detti impegni.

Riferimento: accordi contrattuali.

Il minusvalore associato agli impegni di acquisto sono pari a:

- euro 599.121 per GIV Verona SpA;
- euro 1.070.885 per GIV Sud SpA.

Valore del ramo produttivo di origine GIV S.c.a.r.l. con applicazione del metodo misto = euro 78.395.080

Patrimonio netto rettificato	78.329.648
Reddito medio normale atteso	6.209.368
Tasso di rendimento soddisfacente	7,91%
Sovrareddito	16.781
Tasso di attualizzazione dei sovraredditi	8,91%
Periodo di attualizzazione	5
Valore del ramo GIV Scarl con metodo misto	78.395.080

Patrimonio netto rettificato = euro 78.329.648

Patrimonio netto contabile al 31/8/2008 (partecipazioni escluse)	+31.177.646
Svalutazione taluni asset immateriali	-674.455
Plusvalori netti terreni e fabbricati	+84.007.046
Storno valore corrente dei surplus asset	-22.303.360
Rettifica per fondo imposte differite che raccoglie gli effetti fiscali conseguenti alla rivalutazione dei cespiti	-13.877.229
Patrimonio netto rettificato	78.329.648

Valore del ramo produttivo di origine GIV S.c.a.r.l. con
applicazione del metodo reddituale = **euro 78.541.910**

Reddito medio normale atteso	6.209.368
Tasso di rendimento soddisfacente	7,91%
Valore del ramo GIV Scarl con metodo reddituale	78.541.910

Analisi di sensitività

Analisi finalizzata a verificare la sensibilità dei risultati ottenuti al variare, all'interno di intervalli ragionevoli e con ipotesi tra loro coerenti, di taluni principali parametri della stima. In particolare:

- reddito medio normale: +/-10%;
- tasso: +/-5%;
- periodo di attualizzazione (solo per metodo misto): variazioni considerate tra 3 e 7 anni.

Le analisi condotte hanno ampiamente confermato la significatività delle risultanze dei metodi applicati fornendo indicazioni di valore nel range compreso tra 75 e 82 milioni di euro.

Valore del ramo di origine GIV S.c.a.r.l. / Sintesi

Metodo misto	78.395.080
Metodo reddituale	78.541.910
Valore del ramo produttivo stricto sensu = minore dei due	78.395.080
Surplus asset al netto dell'effetto fiscale	22.303.360
Minusvalori associati agli impegni di acquisto	(1.670.006)
VALORE DEL RAMO GIV S.c.a.r.l.	99.028.434

Valutazione delle partecipazioni di origine GIV S.c.a.r.l.

GIV Verona SpA e GIV Sud SpA: pienamente significativi i valori contabili delle partecipazioni come risultanti dalla Situazione Patrimoniale di conferimento nonché dal bilancio di esercizio al 31 dicembre 2007.

Motivazioni:

- sostanziale allineamento tra valori contabili delle partecipazioni e valori delle quote di patrimonio netto di pertinenza GIV Scarl;
- prossimità temporale delle date di acquisizione delle partecipazioni;
- la verifica di recuperabilità economica del valore contabile delle partecipazioni (basato sulle prospettive reddituali) ha dato esito positivo.

Valutazione delle partecipazioni di origine GIV S.c.a.r.l.

Partecipazioni minori: pienamente significativi i valori contabili delle partecipazioni come risultanti dalla Situazione Patrimoniale di conferimento nonché dal bilancio di esercizio al 31 dicembre 2007.

In sintesi:

GIV Verona	10.649.600
GIV Sud	8.736.200
Minori	291.648
TOTALE	19.677.448

Valutazione del ramo di origine COLTIVA

- focalizzando l'attenzione sul solo profilo patrimoniale, il valore contabile del ramo – pari a zero – è espressivo del relativo valore corrente, anch'esso quindi sostanzialmente nullo;
- il piano reddituale 2009-2011 evidenzia risultati positivi ma di entità estremamente modesta che, una volta attualizzati, porterebbero ad evidenziare un valore positivo del ramo di entità molto limitata;
- per prudenza e ragionevolezza il valore attribuito al ramo è pari a **ZERO**.

Sintesi valutativa del complesso aziendale conferito

Ramo GIV Scarl (produttivo + surplus asset – impegni di acquisto)	99.028.434
Partecipazioni di origine GIV Scarl	19.677.449
Ramo Coltiva	0
TOTALE VALORE COMPLESSO AZIENDALE	118.705.883

Il Valore SoP sopra evidenziato è stato testato (positivamente) sulla base di un approccio unitario basato sui risultati evidenziati nei conti economici consolidati 2009-2011 costruiti con riguardo all'aggregato dei rami oggetto di conferimento.

CONCLUSIONI

Il valore del patrimonio netto di conferimento del complesso aziendale che muove da R&C verso GIV, pari a euro 118.705.883, risulta quindi almeno pari a quello ad esso attribuito ai fini della determinazione dell'aumento di capitale sociale + sovrapprezzo e pari a euro 106.046.975.

CONCLUSIONI

Alla data odierna, e quindi dopo tre anni dall'operazione, il progetto iniziale si sta rivelando molto positivo. Il fatturato del periodo è il seguente (in milioni di euro):

Società	2009	2010	2011
R&C_civilistico	135	141	161
R&C_consolidato	424	467	500
GIV_civilistico	203	219	252
GIV_consolidato	304	328	368
BU Coltiva in GIV	36	35	35