



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Revisione, Deontologia e Tecnica professionale

Corso di Laurea Triennale in

Economia e Management

TESI di LAUREA

***LA FUSIONE NELLA DISCIPLINA NAZIONALE ED
INTERNAZIONALE***

IL CASO SALINI-IMPREGILO

RELATORE:

Ch.mo Prof. Antonio Chirico

CANDIDATO: Alida Santi

Matr. 192651

ANNO ACCADEMICO 2016 - 2017

Un grazie sincero al relatore di questa tesi, Professor Antonio Chirico, per la disponibilità, l'attenzione e la gentilezza dimostrate durante la stesura del lavoro. Desidero inoltre esprimere la stima che provo nei suoi confronti per la motivazione, l'interesse e il piacevole coinvolgimento che è sempre riuscito a suscitare in me.

Ringrazio la mia famiglia per l'amore incondizionato, il sostegno e lo stimolo con cui mi hanno fatto crescere.

Un ultimo ringraziamento va a quelle persone che mi sono state particolarmente vicine in questi tre anni e hanno lasciato una traccia indelebile lungo il cammino della mia vita.

ABSTRACT

Unire, fondere, aggregare, incorporare: tutti termini che creano una sola immagine: la nascita, da più entità, di un'unica unità operativa più forte e più robusta pronta ad essere immersa nel contesto ambientale circostante.

Come tasselli di un puzzle, andremo ad analizzare il percorso che i soggetti economici devono compiere quando decidono di avventurarsi nelle complicate operazioni straordinarie. Un percorso che ho descritto attraverso testi e schemi, incentrato in particolare sulle operazioni di fusione inversa sotto il profilo giuridico, contabile e fiscale, mettendo a confronto la disciplina interna dettata dal codice civile italiano e dai principi OIC con la nuova disciplina internazionale degli IAS – IFRS.

Come caso particolare di studio ho riportato l'operazione di fusione inversa della Salini-Impregilo: una azienda italiana operante nel settore delle grandi opere pubbliche (dighe, ferrovie, ponti, strade, acquedotti) con un mercato globale e riconosciuta leader mondiale di settore.

LA FUSIONE NELLA DISCIPLINA NAZIONALE ED INTERNAZIONALE

IL CASO SALINI – IMPREGILO

Sommario

Capitolo 1	OPERAZIONI DI M&A: LE FUSIONI	7
1.1	OPERAZIONI STRAORDINARIE E METODI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE	7
1.1.1	Metodo reddituale	9
1.1.2	Metodo patrimoniale	10
1.1.3	Metodo misto.....	11
1.2	OPERAZIONI DI M&A.....	12
1.2.1	Le sinergie operative	14
1.2.2	Le sinergie finanziarie.....	14
1.2.3	Le sinergie manageriali.....	15
1.3	FUSIONI: TIPI DI FUSIONI.....	15
1.3.1	Fusione diretta	16
1.3.2	Fusione inversa.....	17
1.3.3	Inquadramento dell'operazione di fusione inversa	17
1.3.4	Motivazioni economiche della fusione inversa	19
1.3.5	Le tipologie di fusione inversa.....	21
1.3.6	Procedimento della fusione	23
1.3.7	Aspetti contabili: la rappresentazione in bilancio secondo la disciplina interna ..	27
1.3.8	La duplice natura delle differenze di fusione inversa	28
1.3.9	Aspetti contabili	29
1.3.9.2	<i>Senza retrodatazione contabile</i>	30
1.3.10	Aspetti Fiscali	30
1.3.11	Elusività della Fusione inversa	32
1.4	DIFFERENZE DA FUSIONE: CONCAMBIO E ANNULLAMENTO.....	36
1.4.1	Differenze da fusione	37
1.4.2	Differenze da concambio	37
1.4.3	Differenze da annullamento.....	38

2	Capitolo 2	OPERAZIONI DI FUSIONE NELLA DISCIPLINA INTERNAZIONALE.....	39
2.1		LA RAPPRESENTAZIONE IN BILANCIO SECONDO I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI IAS/IFRS	39
2.2		BUSINESS COMBINATION.....	41
2.2.1		Business Combinations propriamente dette.....	47
2.2.2		IAS/IFRS 3: passaggi fondamentali	51
2.2.3		Business combinations tra soggetti soggiogati a comune controllo	53
2.3		VALUTAZIONE DEL PREZZO DI ACQUISTO	55
2.4		IL CONTROLLO ED I MODI IN CUI PUO' ESSERE OTTENUTO	57
2.5		L'EVOLUZIONE DELL' IFRS 3	58
2.6		CONFRONTO TRA DISCIPLINA INTERNA E PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI	63
2.7		IL PRINCIPIO DELLA PREVALENZA DELLA SOSTANZA SULLA FORMA NELLE BUSINESS COMBINATION.....	65
2.7.1		Il principio della prevalenza della sostanza sulla forma in Italia	67
3	Capitolo 3	ANALISI DI MERCATO DELLE COSTRUZIONI DI GRANDI OPERE COMPLESSE	68
3.1		L'INDUSTRIA DELLE COSTRUZIONI NELL'ECONOMIA GLOBALE	68
3.2		INFORMAZIONI CIRCA LA FUSIONE	76
3.2.1		Società incorporante	78
3.2.2		Società Incorporata	79
3.2.3		Il Progetto di Fusione	80
3.3		RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI IMPREGILO	87
3.3.1		Rischi connessi all'operazione di fusione	88
3.3.2		Illustrazione dell'operazione	88
3.3.3		Motivazioni, obiettivi gestionali e programmi formulati per il loro conseguimento	91
3.3.4		Piano Economico e Finanziario.....	92
3.3.5		Rapporto di cambio	98
3.3.6		Modificazioni statutarie e riduzione del capitale della società incorporante	100
3.3.7		Modalità di assegnazione delle azioni di Impregilo e data di godimento... ..	102
3.3.8		Data di imputazione delle operazioni delle società partecipanti alla fusione al bilancio di Impregilo anche ai fini fiscali	103
3.3.9		Riflessi tributari della fusione sulle società partecipanti alla fusione	103
3.3.10		Previsioni sulla composizione dell'azionariato rilevante e sull'assetto di controllo di Impregilo a seguito della fusione.....	104
3.3.11		Effetti della fusione sui patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF	104

3.3.12	Valutazione del consiglio di amministrazione sulla ricorrenza del diritto di recesso...	105
3.4	RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI SALINI	105
3.5	LA STORIA DEL GRUPPO	106
3.6	CONCLUSIONI	108
	BIBLIOGRAFIA	
	SITOGRAFIA	

Capitolo 1

Capitolo 1 OPERAZIONI DI M&A: LE FUSIONI

1.1 OPERAZIONI STRAORDINARIE E METODI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

Le operazioni straordinarie sono definite tali, non in quanto riferite alle dimensioni o al settore di appartenenza dell'impresa, bensì per la reiterazione e per l'impatto economico che hanno sulle imprese coinvolte. Durante il ciclo di vita di ogni impresa, si susseguono fasi di crescita e fasi di stallo in cui si rendono necessari interventi di ristrutturazione, che talvolta suggeriscono modifiche all'assetto strategico di fondo. In questo contesto, nonostante l'obiettivo predominante appaia essere rivolto al recupero della situazione problematica, le decisioni sono prese con lo scopo di garantire la crescita e lo sviluppo¹. E' importante sottolineare che con il termine crescita non si fa riferimento solamente all'ambito dimensionale, ma anche ad altri aspetti quali: posizionamento di mercato, organizzazione dei vari processi interni, marginalità, opportunità di crescita e sviluppo, riassetto della struttura organizzativa, aumento delle dimensioni...

Una ristrutturazione aziendale è indispensabile per affrontare:

- salti dimensionali consistenti;
- dismissioni di attività non strategiche per potenziare il *core business*;
- risanamento finanziario

Le operazioni straordinarie, che le aziende compiono, vanno perciò inquadrare all'interno delle scelte strategiche circa le finalità di fondo. Tali tipologie di operazioni sono indirizzate a modificare, talvolta riconfigurando in modo sostanziale, le dimensioni, la struttura, gli assetti di governo, le risorse umane, le risorse patrimoniali, i profili gestionali e organizzativi dell'impresa.

¹ Nonostante il ciclo evolutivo delle imprese è influenzato da fattori che si combinano tra loro in modo talvolta casuale e difficilmente prevedibile, diversi studiosi hanno cercato di individuare leggi o comportamenti in grado di spiegare il funzionamento delle imprese lungo il percorso di crescita; un'analisi convincente sulle difficoltà legate a questo filone di studi, con particolare riferimento ai motivi per cui lo sviluppo delle imprese deve necessariamente procedere per cicli, è proposta da C.DEMATTE', *Modello di gestione e ciclo di vita delle imprese. Economia e Management*, n. 3, maggio - giugno, 2001, pag. 5 e ss.

Possono persino rappresentare una risposta dell'azienda al rapido evolversi del contesto in cui essa opera, al fine di consentire la massimizzazione dei risultati sugli obiettivi prefissati. Questo processo di crescita può essere concretizzato fondamentalmente tramite crescita interna, basata sulle risorse a disposizione, sfruttando i propri punti di forza, oppure attraverso la crescita esterna che si basa sostanzialmente su processi di *M&A*. Questi possono favorire la conquista di posizioni di mercato con una rapidità che il semplice sviluppo interno non consentirebbe. Eppure, a fronte di suddetti vantaggi si contrappongono anche dei rischi tra cui, i costi e i tempi necessari alla realizzazione dell'operazione e della successiva integrazione e concretizzazione degli obiettivi.

La creazione di valore, generata a seguito di un'operazione straordinaria, deriva da una combinazione di fattori critici di successo (redditività, posizionamento di mercato, produttività, prodotti, responsabilità sociale...) che spazia in un ampio campo delle discipline economiche. In diversi momenti della vita aziendale, si rende necessario stimare il valore dell'azienda e ciò varia in base all'obiettivo e al contesto in cui essa si viene a configurare. La misurazione del valore assume una particolare rilevanza in operazioni di fusione e acquisizione (*M&A*).

I metodi principali per la valutazione del VEC (Valore Economico Contabile) sono i seguenti:



1.1.1 Metodo reddituale

Il valore di un'azienda è connesso alle sue capacità di generare risorse. Si può giungere alla sua determinazione attraverso vari metodi. L'assunzione dei metodi reddituali permette di determinare il valore dell'azienda in funzione dei flussi reddituali attesi. A tal proposito, l'azienda è vista come un complesso unitario il cui valore non è scindibile². Si potrebbe ragionevolmente affermare che il reddito rappresenta il modo migliore per misurare il capitale economico di una impresa. Difatti, larga parte della dottrina europea tende a considerare l'approccio reddituale come quello più completo per determinare il valore delle aziende, poiché consente di legare il valore attuale dell'impresa alle *performances* future. A tal proposito Guatri osserva che: «*le due più forti scuole aziendalistiche dell'Europa continentale (quella tedesca e quella italiana) hanno fin dall'origine affermato la validità pratica e l'esclusività concettuale della valutazione reddituale; che è per esse non solo il metodo primigenio, ma una delle pietre d'angolo della loro complessa costruzione scientifica*».

La formulazione più utilizzata permette di stimare il valore dell'azienda, utilizzando la funzione del valore attuale della rendita perpetua, ossia a tempo indefinito. Questa prende in considerazione un reddito medio-normale:

$$W = \frac{R}{i}$$

Equazione 1 Determinazione del valore dell'azienda con reddito medio-normale

Se si vuole, invece, prendere in considerazione un intervallo di tempo limitato, si può ricorrere alla funzione del valore attuale della rendita annua posticipata:

$$W = R \cdot a_{n-i}$$

Equazione 2 Determinazione del valore dell'azienda con reddito medio-normale in un intervallo limitato

Dove

- W è il valore dell'azienda che si vuole valutare;
- R rappresenta il reddito medio prospettico, ovvero il reddito che si presume

² Cfr. Potito L, *Le operazioni straordinarie nell'economia nelle imprese*, Giappichelli, Torino, 2013, p.5.

razionalmente di conseguire nei prossimi esercizi;

- $$a_{n-i} = \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$
- n è l'orizzonte temporale, ovvero il numero di anni futuri che si vuole considerare per valutare l'azienda;
- i è il tasso di attualizzazione.

Il metodo di calcolo prevede quindi la stima a priori del reddito medio-normale e del tasso di attualizzazione. Il reddito rappresenta quanto, al momento della valutazione, l'azienda è in grado di generare e di prospettare nel breve periodo. Per poter misurare il reddito occorre riferirsi ai risultati passati, approssimando anche gli andamenti futuri. Perciò, si provvede ad eliminare e rettificare le componenti reddituali non caratteristiche e che influenzano il reddito, controllando che le valutazioni rispettino i principi contabili. Per determinare il reddito medio normale ci si deve basare su analisi prospettiche con l'aiuto di budget e piani aziendali, che possono confermare o meno i dati storici. L'utilizzo del metodo reddituale si basa sul presupposto che il valore del capitale economico di una azienda sia pari ad una sintesi dei livelli di reddito futuri e che questi siano stimabili sulla base dei dati, dei piani e delle condizioni ambientali conosciuti al momento della valutazione. Tale sintesi viene scontata attraverso un tasso di attualizzazione, che rifletta sia il rischio generico dell'impresa che il rischio specifico del settore e può essere determinato attraverso la formulazione del costo medio ponderato del capitale ossia il *WACC (Weighted Average Cost of Capital)*.

Si possono distinguere due categorie di metodi reddituali:

1.1.2 Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del suo patrimonio, quantificandone il valore nella prospettiva di funzionamento aziendale. Questo metodo di valutazione, utilizzato per lo più da aziende con forte patrimonializzazione, è contraddistinto dalla maggior obiettività e certezza dei dati utilizzati, fornendo così importanti informazioni e permettendo un controllo più agevole.

Il valore rappresenta ciò di cui dispone l'azienda in un determinato momento. Esso corrisponde all'investimento netto che sarebbe necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale uguale a quella oggetto di valutazione. Il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto ed i suoi elementi in base ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione impiegati.

Secondo Guatri, più che metodi, le stime patrimoniali sarebbero dei procedimenti di indagine, atti a fornire informazioni, talvolta obbligatorie o integrative. Al contrario, dovrebbe intendersi quale metodo di valutazione solo nel caso riguardi società immobiliari, holding ovvero beni specifici allo scopo di misurarne il valore in un arco temporale determinato.

Occorre, tra l'altro, distinguere:

- metodi patrimoniali semplici che considerano solamente gli elementi materiali attivi;
- metodi patrimoniali complessi che, invece, includono anche i beni immateriali o (*intangibles*)
- I metodi patrimoniali si basano sulla rettifica e la riespressione dei valori di ciascuna posta in funzione del valore corrente di mercato, poiché è importante considerare il caso in cui ci siano stati rilevanti variazioni delle condizioni economiche, norme e convenzioni che ne disciplinano l'informativa di bilancio. Sulla base dei criteri adottati per la contabilizzazione, il processo di rettifica si modella in maniera differente a livello di complessità e tempistiche. Talvolta, la rivalutazione degli elementi patrimoniali, riguardanti cespiti materiali e immateriali, fa emergere plusvalori latenti ai quali è associato un carico fiscale latente potenziale o differito, a cui si applicano aliquote fiscali ridotte.

1.1.3 Metodo misto

I metodi misti attuati su differenti livelli di ponderazione, cercano di tener conto contemporaneamente dell'aspetto reddituale, necessario alla determinazione del capitale economico, e dell'aspetto patrimoniale, che permette una valutazione più obiettiva e verificabile. Questi metodi adducono una "correzione reddituale" al valore derivante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da considerare la capacità di generare profitti della società stimata, al fine di garantire la remunerazione del capitale investito. Difatti, utilizzando il criterio patrimoniale, non è possibile cogliere solo l'apporto di reddito congruo. Quindi, i metodi misti assolvono ad una funzione di raccordo in quanto permettono di considerare, quantificandolo separatamente, l'apporto delle componenti extra-reddito. Questo valore attuale del soprareddito medio futuro, costituisce l'Avviamento. In particolare, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata "soddisfacente" per l'azienda da valutare, consente la quantificazione di un *goodwill* (*badwill*) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.

Il metodo misto più diffuso è quello della stima autonoma del *goodwill* o del sovra-reddito attualizzato³. In tal caso il valore dell'azienda è pari al patrimonio netto contabile rettificato e

³ Noto anche come "U.E.C." e raccomandato da *Union Europeenne des Experts Comptables Economiques et Financiers*.

rivalutato (stimato con il metodo patrimoniale semplice o complesso), integrato da una stima autonoma dell'avviamento (oppure *badwill*) in base al surplus di reddito che il capitale investito nell'azienda determinerà per "n" esercizi futuri rispetto al reddito "normalmente" atteso. Vi è poi un altro metodo, rappresentato dal metodo misto patrimoniale reddituale, con stima economica del valore delle immobilizzazioni (rivalutazione controllata dei cespiti). In tale metodo, nell'ambito del patrimonio netto rettificato, la rivalutazione dei cespiti soggetti ad ammortamento è funzione della possibilità di remunerazione economica del capitale investito.

Un altro metodo misto è rappresentato dal modello dell'EVA (*Economic Value Added*), che permette di misurare le *performance* aziendali e di valutare l'operato del *management* in termini sia di valore creato, che di ricchezza prodotta. In tal modo il suo utilizzo si estende alla determinazione del capitale economico. Orientato ad un approccio finanziario, può sotto vari punti di vista essere considerato l'equivalente *asset-side* del metodo UEC. La nuova ricchezza generata, secondo tale approccio, è il maggior valore che si riesce ad aggiungere al capitale operativo investito nell'azienda.

1.2 OPERAZIONI DI M&A



Molteplici sono le motivazioni che possono giustificare le operazioni di M&A quali:

- Crescita più veloce.
- Possibilità di integrazione a monte e a valle.

- Sostituzione di un management inefficiente (i.e., creazione di valore
- attraverso azioni di ristrutturazione).
- Know – how tecnologico (es. acquisizione brevetti).
- Miglioramento del posizionamento strategico dell'azienda acquirente incorporante.

In particolare:

1. - aumento delle quote di mercato delle aziende acquirenti/incorporanti
2. - spinta al cambiamento: entrata in settori nuovi o in attività correlate
3. - acquisizione di un'azienda cliente/fornitore chiave
4. - Sfruttamento dei benefici potenziali derivanti dall'integrazione di imprese con business complementari:
 - ✓ economie di scala (diminuzione costi unitari per > volumi)
 - ✓ economie di scopo (risparmi derivanti dalla produzione di prodotti diversi con gli stessi fattori produttivi)
 - ✓ sinergie (maggior valore potenziale derivante dall'unione di 2 aziende).
5. Incremento delle opportunità di reperimento delle risorse finanziarie o di investimento delle stesse. Le aziende risultanti da fusioni o acquisizioni, a volte, possono:
 - ✓ effettuare investimenti al di fuori della portata dell'acquirente prima dell'operazione;
 - ✓ migliorare il proprio rating.

La creazione di valore a seguito di un'operazione straordinaria deriva da una combinazione e una concomitanza di fattori critici di successo: alle consuete tematiche finanziarie si aggiungono motivazioni strategiche, organizzative, gestionali e di sostenibilità che influenzano la quantità e le modalità con cui l'azienda target concorrerà al futuro andamento dei nuovi consolidati. La creazione del valore deriva dalle sinergie e le altre fonti di valore che possono scaturire dal consolidamento di una o più aree aziendali distinte; le sinergie possono essere: operative, finanziarie e manageriali. Per sinergia si intende "il tutto che vale più della somma delle sue componenti".



1.2.1 Le sinergie operative

Rappresentano una fonte di valore molto importante. Si manifestano più frequentemente nel caso di operazioni fra parti che operano in attività strettamente collegate fra loro, tecnologicamente, a livello produttivo o di mercato

- o Nelle *fusioni orizzontali*, le sinergie derivano da economie di scala o aumento del potere di mercato
- o Nelle *fusioni verticali*, le sinergie si possono dal controllo più completo della catena produttiva
- o Nelle *integrazioni funzionali*, chi possiede una posizione di forza in una funzione, può generare se combinato con altri che hanno posizioni di forza in altre funzioni.

Le operazioni di M&A possono contribuire ad accrescere il potere di mercato all'interno di uno o più mercati di riferimento, queste possono permettere all'impresa di raggiungere una quota di mercato così elevata da consentirgli un potere monopolistico, oppure se il mercato presenta poche unità, in modo tale che l'elevato grado di indipendenza agevoli comportamenti collusivi, permettendo profitti oligopolistici.

L'acquirente, deve però operare nello stesso mercato d'acquisto, commerciando prodotti simili o altamente fungibili.

1.2.2 Le sinergie finanziarie

- o *Diversificazione*: riduce la variabilità dei risultati diversificando in altri settori

- *Utilizzo di liquidità*: chi ha eccedenza di cassa e poche opportunità di crescita può essere portato ad incorporare aziende con poca cassa e buone opportunità di investimento, o il contrario. Le risorse derivano dal valore attuale dei progetti che non avrebbero, senza l'operazione, potuto essere finanziati.
- *Sinergie fiscali*: perdite pregresse, sfruttamento completo di costi deducibili.
- *Capacità di indebitamento*: consiste nella compensazione di flussi di cassa non perfettamente correlati tra le due aziende e conseguente incremento della capacità di indebitamento.

1.2.3 Le sinergie manageriali

Il management di un'azienda è in grado di modificare profondamente le prospettive reddituali di un'impresa, queste si hanno ogni qualvolta i manager dell'impresa acquirente o incorporante avendo maggior capacità di pianificazione, coordinamento e controllo, riescono a gestire il complesso di attività dell'azienda target in misura più efficiente rispetto ai precedenti amministratori.

1.3 FUSIONI: TIPI DI FUSIONI

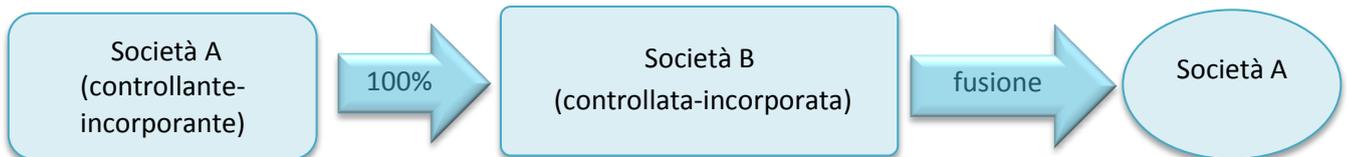
- ✓ *Fusione Orizzontale*: se l'aggregazione è tra aziende operanti negli stessi settori o con legami rilevanti a livello produttivo o distributivo;
- ✓ *Fusione Verticale*: se le aziende agiscono in stadi produttivi contigui;
- ✓ *Fusione conglomerale*: se l'operazione riguarda aziende operanti in settori e in mercati sostanzialmente differenti.
- ✓ *Fusioni nell'ambito di un gruppo*: solitamente sono motivate dall'esigenza di realizzare un riassetto organizzativo o una ristrutturazione finanziaria.
- ✓ *Fusione per concentrazione*: due o più imprese si compenetrano e costituiscono una nuova società (newco).
- ✓ *Per incorporazione*: delle due o più imprese partecipanti una rimane in "vita" (incorporante), l'altra/e viene estinta (incorporata). Nella fusione per incorporazione si distingue la fusione inversa in cui la società partecipata incorpora la propria partecipante.

Le fusioni possono poi essere:

- *Eterogenee*: fusione tra due società che non hanno omogeneità causale. (Società di persone con società di capitali.)

- Omogenee: fusione tra due società che hanno omogeneità causale. (Società di capitali con società di capitali.)

1.3.1 Fusione diretta



Fusione per incorporazione Nella "fusione per incorporazione", la controllante "A" (o incorporante) deve annullare la sua partecipazione nell'incorporata e sostituirla con i beni, i diritti ed i debiti della controllata "B" (o incorporata): la differenza tra le attività e le passività dell'incorporata (o il patrimonio netto) è, di solito, di ammontare diverso dal valore della partecipazione annullata, e ciò determina il sorgere dell' "avanzo" o del "disavanzo" da annullamento del costo della partecipazione nella società incorporata.



1.3.2 Fusione inversa

E' una tipologia di fusione per incorporazione in cui la società partecipata, incorpora la società partecipante

Nella "fusione inversa" è la controllata "B" che incorpora la controllante "A", l'incorporante "B" non detiene la partecipazione nell'incorporata "A": l'incorporante "B" deve aumentare il suo capitale sociale al fine di assegnare le proprie azioni ai soci dell'incorporata "A".



1.3.3 Inquadramento dell'operazione di fusione inversa

Nell'ambito delle operazioni di riorganizzazione aziendale, con il termine fusione inversa (*revenge merger*) si individua l'incorporazione, da parte della società controllata, della propria società controllante. La società incorporata detiene una partecipazione nella società incorporante con la conseguenza che quest'ultima, a seguito dell'incorporazione, immette nel proprio sistema aziendale ogni elemento attivo e passivo della società incorporata, comprese le azioni proprie. La fusione inversa rappresenta una fattispecie atipica, priva di specifico riscontro legislativo, difatti, il codice non ne parla espressamente ma per estensione analogica è assimilata alla fusione propria. Tale fattispecie, è ritenuta legittima sia perché espressione del principio generale dell'autonomia negoziale, sia perché produce effetti sostanzialmente simili alle altre forme di fusione. Difatti, la fusione inversa costituisce, un'operazione giuridicamente attuabile poiché l'art. 2501, primo comma, c.c. non la esclude dalle forme di fusione possibili⁴. Nella fusione inversa, la società controllata e incorporante ha nel patrimonio della società incorporata le azioni emesse dall'incorporante stessa, pari alla quota di partecipazione detenuta dalla controllante. Suddette azioni, una volta acquistate, diventano tecnicamente "azioni proprie", pari alla quota di percentuale della controllante incorporata. Com'è noto, l'art. 2357 cod. civ. delinea il limite di tale acquisto negli utili distribuibili e nelle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Le azioni acquistate, eccedenti il limite di cui sopra, devono essere alienate entro un anno; in mancanza, si dovrà procedere senza indugio alla loro alienazione.

⁴ Il Tribunale di Milano Ufficiose diramate nel giugno 1997 ha ritenuto ammissibile questo tipo di fusione.

L'art. 2357 bis cod. civ. prevede una deroga alla disciplina dettata dal succitato art. 2357 cod. civ., ove l'acquisto di azioni proprie avvenga per fusione; in questa ipotesi, se il valore nominale delle azioni proprie acquistate è superiore al 10 per cento del capitale sociale, si dovrà procedere al loro annullamento entro 3 anni a decorrere dal giorno di deposito dell'atto di fusione.

L'art. 2357 *ter*, infine, disciplina l'acquisto delle azioni proprie, prevedendo in particolare l'obbligo di costituzione di una riserva indisponibile pari all'importo delle azioni proprie iscritto all'attivo del bilancio, che deve essere mantenuta finché le azioni rimangono nel portafoglio societario. La peculiarità di tale fattispecie è delineata dal fatto che nel procedimento di aggregazione delle attività e passività, la società controllata "incorporante" avrà nel proprio attivo azioni o quote proprie. Nella fusione inversa, fra gli elementi dell'attivo dell'incorporata che a seguito della fusione si trasferiscono all'incorporante, trova collocazione la voce "azioni o quote della società incorporante". Ciò ha portato la giurisprudenza a seguire due strade differenti per quanto attiene l'applicabilità alla fusione inversa della disciplina dell'acquisto di azioni proprie, e sintetizzabili in due pronunce giurisprudenziali principali:

- la prima afferma che si è in presenza di un acquisto di azioni proprie e risulta pertanto essenziale rappresentare un'apposita riserva pari al valore di dette azioni;
- La seconda, invece, sostiene che nella fusione inversa non si può parlare di acquisto di azioni proprie e, conseguentemente, non risulta applicabile il dettato dell'art. 2357-*ter* del Codice Civile.

Per quanto concerne il concambio e l'assegnazione delle azioni dell'incorporante ai soci dell'incorporata-controllante, nella prassi di solito si verifica quanto segue:

- l'incorporante procede ad un aumento del capitale sociale sulla base del valore di cambio fra incorporante e incorporata;
- le azioni dell'incorporante emesse vengono assegnate ai soci della società incorporata, in base al rapporto fra i valori effettivi dei patrimoni delle due società.

La fusione inversa, in aggiunta, potrebbe essere funzionale al compimento di altre operazioni aziendali, tra cui il *leverage buy out*, ma anche al mantenimento della quotazione dei titoli azionari, qualora all'operazione prendono parte società che non sono quotate: il caso caratteristico della fusione inversa è rappresentato dal caso in cui successivamente ad un OPA totalitaria realizzata da una società non quotata su di una

quotata.

1.3.4 Motivazioni economiche della fusione inversa

Diverse sono le motivazioni sottese al compimento di questa particolare forma di fusione per incorporazione, che possono indurre a scegliere una fusione "inversa", non direttamente disciplinata dal Codice civile, rispetto alla fusione "diretta", che in alcuni casi prevede anche una procedura semplificata. Le motivazioni sono da ricercare, non tanto in ambito giuridico, quanto in

quello economico, strategico e finanziario⁵. Per esempio, la società controllata può essere proprietaria di immobili o di mobili registrati i quali, nel caso di fusione per incorporazione "classica", passerebbero alla società controllante. Ciò richiederebbe numerosi adempimenti formali, spesso con aggravio di costi. Inoltre, la società controllata potrebbe avere in essere rapporti commerciali e un certo nome sul mercato ovvero una buona reputazione, oltre che numerosi contratti a suo nome. La fusione diretta, con la conseguente estinzione della società controllata, richiederebbe l'adempimento di formalità numerose e costose le quali, grazie alla fusione inversa, sarebbero escluse. Posto che, con una fusione tutti i rapporti giuridici delle società incorporate passano in capo all'incorporante⁶, le ragioni economiche per cui due società possono voler procedere ad una "fusione inversa" possono essere principalmente:

1. la società controllata detiene licenze, autorizzazioni, prerogative, concessioni o beni la cui trasferibilità alla controllante risulta onerosa, difficoltosa o impossibile;
2. la società controllata gode di un particolare "status" o la gestione operativa è accentrata sulla società controllata medesima.

Ovviamente la scelta di una forma di fusione piuttosto che un'altra va ricercata nelle considerazioni congiunte su questi aspetti. La fusione inversa potrebbe consentire di ottenere benefici in termini di adempimenti contabili ed amministrativi, quali ad esempio

⁵Cfr. L. CAPPELLOTTI, "La fusione inversa tra riforma fiscale e societaria", in *Corriere Tributario* n. 44/2004, ove sostiene che "la fusione inversa, pertanto, forse più di una fusione diretta, è solitamente supportata da ragioni di ordine strategico-finanziario, posto che, se così non fosse, non vi sarebbe alcuna ragione per preferirla ad una più semplice fusione per incorporazione diretta". Le ragioni per una fusione "inversa" possono essere diverse, cfr. Oic 4: "di solito si tratta dell'ottenimento di risparmi di natura economica, se per esempio alla società controllata facciano capo rapporti giuridici o beni la cui trasferibilità risulti onerosa, difficoltosa o impossibile; oppure se la controllata goda di un particolare status o la gestione operativa sia accentrata su di essa. La fusione inversa potrebbe consentire quindi di ottenere benefici in termini di adempimenti contabili ed amministrativi, quali ad esempio le comunicazioni a clienti e fornitori, le volture di autorizzazioni licenze, il subentro nei rapporti contrattuali e le trascrizioni ipotecarie catastali"

⁶ Cfr. L. CAPPELLOTTI, "La fusione inversa tra riforma fiscale e societaria", in *Corriere Tributario* n. 44/2004, ove sostiene che "la fusione inversa, pertanto, forse più di una fusione diretta, è solitamente supportata da ragioni di ordine strategico-finanziario, posto che, se così non fosse, non vi sarebbe alcuna ragione per preferirla ad una più semplice fusione per incorporazione diretta"

le comunicazioni a clienti e fornitori, le volture di autorizzazioni e licenze, il subentro nei rapporti contrattuali e le trascrizioni ipotecarie e catastali. Da una prima analisi, sembra evidente la convenienza economica della forma che conduce all'incorporazione della società più leggera, ossia la società a cui fanno capo i rapporti giuridici il cui trasferimento risulti meno gravoso. Ad esempio, sicuramente è più conveniente optare per una fusione "inversa" nel caso in cui la controllante sia una holding che detenga esclusivamente la partecipazione nella controllata. Se si sceglie la via diretta, nonostante si supponga che i rapporti siano tutti trasferibili, andrebbero sostenuti gli oneri relativi al passaggio di questi (passaggi di proprietà di beni immobili e mobili registrati, cessione di licenze e marchi, trasferimento dei contratti). Inoltre, può risultare conveniente optare per la fusione "inversa" se la controllata è quotata in un mercato regolamentato. Spesso nella prassi, in particolare nel mondo anglosassone, succede che in seguito ad un'Opa totalitaria effettuata da una società non quotata su una società quotata si procede poi ad aggregare le due imprese consentendo l'ammissione alle quotazioni della controllante⁷. In tal modo, c'è l'opportunità di non aggravare il gruppo degli oneri attinenti alla quotazione della controllante, sfruttando lo status preesistente della controllata. In passato, dato la *vacatio* di un'organica trattazione da parte del legislatore, si è optato frequentemente per la fusione diretta, soprattutto poiché la fusione inversa ha spesso ha destato criticità attinenti l'elusione fiscale.

⁷ Solitamente operazioni di questo genere vengono effettuate nell'ambito di un'operazione leverage buyout nel qual caso si parla di *Reverse leverage buyout*. In particolare il *leverage buyout* è quell'operazione utilizzata per l'acquisizione di una società mediante lo sfruttamento della capacità di indebitamento della società stessa. Le operazioni di leverage buyout sono caratterizzate da una forte flessibilità circa le modalità operative con cui vengono svolte, i soggetti partecipanti e l'insieme di fonti di finanziamento utilizzate. Il leveraged buyout solitamente prevede la creazione di una società-veicolo costituita ad hoc e detta *NewCo*, in cui gli sponsor dell'operazione e i diversi finanziatori immettono il capitale di rischio e il capitale di debito necessario all'acquisizione. In parole più semplici si tratta di una tecnica di acquisto di una partecipazione (totalitaria o di controllo) di una società, di un'azienda, di un ramo d'azienda o di un gruppo di attività (target), che ha come caratteristica quella di ricorrere al debito per finanziare la maggior parte del valore di acquisto. Il rimborso del debito così contratto è collegato alla generazione di flussi di cassa e/o alla cessione di attività del target

1.3.5 Le tipologie di fusione inversa

Nella fusione inversa si possono riscontrare tre situazioni:

- a) società controllante-incorporata che detiene il 100% della società controllata incorporante. È questa l'ipotesi principale di fusione inversa. In questa ipotesi poi si può configurare una situazione in cui la controllante-incorporata è una holding di partecipazioni che ha nel suo attivo unicamente la partecipazione totalitaria nella società controllata-incorporante⁸;
- b) società controllante-incorporata che detiene una partecipazione di maggioranza non totalitaria nella società controllata-incorporante;
- c) società controllante-incorporata che possiede una partecipazione di controllo non maggioritario nella società controllata-incorporante (art. 2359, 1° comma, n. 2 Cod.Civ.).

L'Agenzia delle Entrate – con la Risoluzione n. 46/E del 24 febbraio 2009 e con la Risoluzione n. 111/E del 27 aprile 2009 65– specifica quanto segue:

«... è condivisibile il documento contabile OIC 4 laddove, al par. 4.6.2, precisa che *"qualunque siano le modalità di attuazione della fusione (diretta o inversa), per i soci della controllante- incorporata i beni della controllata-incorporante hanno sempre lo stesso costo e l'attribuzione del plusvalore agli elementi dell'attivo della controllata-incorporante e l'iscrizione dell'avviamento rispondono sempre al principio posto dall'art. 2504-bis, quarto comma, del Codice Civile, con il trasferimento del costo della partecipazione sui beni della controllata"*.» Il "Documento O.I.C. 4" stabilisce il principio che il "Disavanzo/Avanzo di fusione" derivante dalla "fusione inversa" deve corrispondere al "Disavanzo/Avanzo" derivante dalla "fusione diretta", cioè:

Avanzo/Disavanzo
"Fusione Inversa"

=

Avanzo/Disavanzo
"Fusione Diretta"

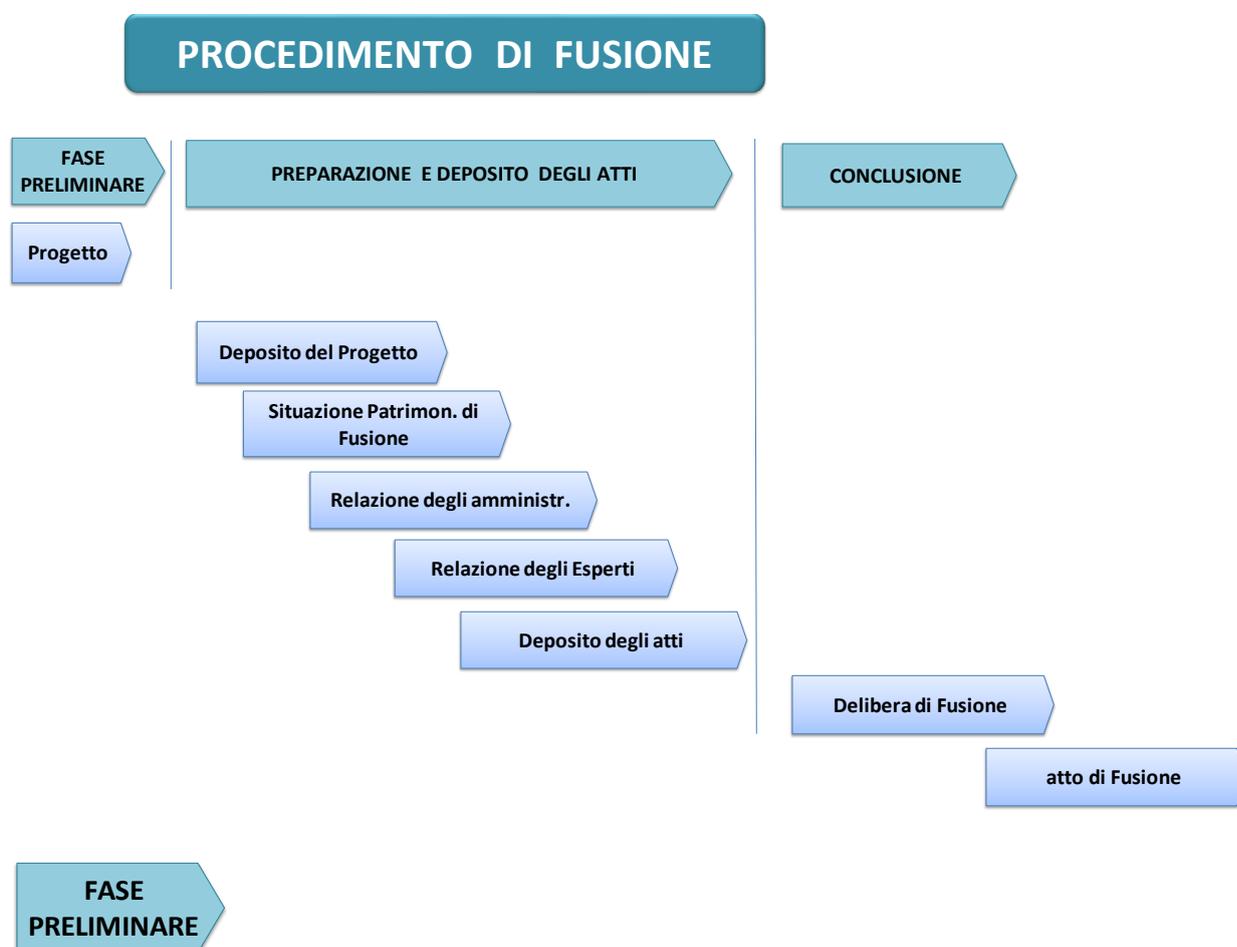
⁸ Cfr., S.SARCONI, La determinazione del rapporto di cambio di azioni o quote nelle fusioni tra società. Orientamenti della dottrina e comportamenti della pratica professionale, in Rivista dei Dottori Commercialisti n. 2/ 1988.

Nella "fusione inversa", le procedure peculiari sono le seguenti:

- 1) annullamento delle "azioni proprie";
- 2) assegnazione delle "azioni proprie" ai soci della società controllante/incorporata.

La caratteristica è spiegata dal fatto che nel procedimento di aggregazione delle attività e passività, la società controllata "incorporante" si troverà ad avere nel proprio attivo azioni o quote proprie, situazione opportunamente regolamentata dal Codice Civile agli artt. 2357 e seguenti per le società per azioni mentre, per le società a responsabilità limitata, il possesso di quote proprie è vietato dall'art. 2474 del Codice Civile.

1.3.6 Procedimento della fusione



REDAZIONE PROGETTO DI FUSIONE (ART. 2501-TER c.c.) da depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese; se alla fusione partecipano società di capitali, tra la data fissata per la delibera di fusione (ART. 2502 c.c.) e l'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese devono intercorrere almeno 30 giorni (questo lasso di tempo non è richiesto se la fusione coinvolge soltanto società di persone; come pure è derogabile, nel caso intervengano società di capitali, se tutti i soci sono consenzienti).

Gli amministratori delle singole società partecipanti alla fusione devono redigere il progetto di fusione, da cui deve risultare:

1. Il tipo, la denominazione o ragione sociale e la sede delle società partecipanti alla fusione;
2. L'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante con le eventuali modifiche derivanti dalla fusione;

3. Il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in denaro;
4. Le modalità di assegnazione delle azioni o quote della società che risulta dalla fusione o della incorporante;
5. La data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;
6. La data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o della incorporante;
7. Il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci ed ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
8. I vantaggi proposti per gli amministratori delle società partecipanti alla fusione;
9. L'eventuale conguaglio in denaro non può essere superiore al 10% del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate;
10. Deve essere depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione;
11. Se alla fusione partecipa
12. Dopo la delibera di fusione il progetto non è modificabile.

PREPARAZIONE E DEPOSITO DEGLI ATTI

DOCUMENTI ILLUSTRATIVI (ARTT. 2501-QUATER, 2501-QUINQUIES, 2501-SEXIES):
ciascuna società partecipante alla fusione deve predisporre:

- Situazione patrimoniale (art 2501-quater) (bilancio vero e proprio) riferita a data non anteriore di oltre 120 giorni dal giorno in cui il progetto di fusione è depositato presso la sede della società. La situazione patrimoniale in oggetto può essere sostituita dall'ultimo bilancio se è stato chiuso non oltre 6 mesi prima del deposito del progetto nella sede della società. Per le società di capitali, tra la data fissata per la delibera di fusione e l'iscrizione del progetto nel registro delle imprese devono intercorrere almeno 30 giorni.
- Se tutti i soci sono consenzienti il termine può essere ridotto; art. 2501-quater :

- E' un bilancio infrannuale ordinario (costituito da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa);
- Situazione riferita ad una data non anteriore di oltre 120 giorni dal giorno in cui il progetto di fusione è stato depositato nella sede sociale;
- Relazione degli amministratori che illustri il progetto di fusione e il rapporto di cambio (art. 2501-sexies). Per effetto della fusione:
 - Le azioni o quote delle SOCIETA' FUSE o INCORPORATE vengono annullate;⁹
 - I soci delle SOCIETA' FUSE o INCORPORATE devono ricevere in cambio azioni o quote della SOCIETA' RISUTANTE DALLA FUSIONE o dell'INCORPORANTE che abbiano un valore effettivo pari a quello delle azioni o quote precedentemente possedute;
 - Si chiama RAPPORTO DI CAMBIO la base su cui si scambiano le azioni o quote delle SOCIETA' FUSE o INCORPORATE con le azioni o quote della SOCIETA' RISULTANTE DALLA FUSIONE o INCORPORANTE;
 - IL RAPPORTO DI CAMBIO viene determinato sulla base dei valori economici effettivi del patrimonio delle varie società che partecipano alla fusione, valore risultante dal bilancio straordinario di fusione; - Sovente è il risultato di una trattativa dei gruppi interessati all'operazione e viene determinato nella trattativa ante fusione.
- Relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio (art.2501-sexies);
- Relazione dei sindaci sulla fusione.

DEPOSITO DEGLI ATTI (ART. 2501-SEPTIES): nei 30 giorni che precedono l'assemblea straordinaria che delibera la fusione devono restare depositati presso la sede sociale: - Il progetto di fusione con la relazione degli amministratori e la relazione degli esperti; - I bilanci degli ultimi 3 esercizi delle società partecipanti alla fusione con le relazioni accompagnatorie; - Le situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione.

⁹ Nel caso di controllo totalitario, per il concambio è stato affermato che "Se questo non avvenisse si verificherebbe l'assurda conseguenza che gli azionisti della società madre (estinta per incorporazione) non avrebbero in mano più nessuna partecipazione sociale, mentre il capitale della società incorporante essendosi estinto l'unico socio di questa, non avrebbe più alcun partecipante" "Cfr. M.S. SPOLIDORO, Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa, in *Le Società* n.3/2000, pag. 334.

CONCLUSIONE

DELIBERA DI FUSIONE

- ✚ La fusione deve essere deliberata da ciascuna delle società partecipanti alla fusione mediante l'approvazione del relativo progetto (art. 2502). Trattasi di assemblea straordinaria.
- ✚ La delibera di fusione deve essere depositata per l'iscrizione nel registro delle imprese (art. 2502-ter), insieme con il progetto di fusione, le relazioni degli amministratori, le relazioni degli esperti, i bilanci degli ultimi 3 esercizi e la situazione patrimoniale ex art 2501- quater.
- ✚ Dopo la delibera di fusione e prima dell'atto di fusione necessita comunicazione ai sensi dell'art. 2112 c.c.

L'ATTO DI FUSIONE E I CONSEGUENTI ADEMPIMENTI (ARTT. 2504, 2504 - BIS) • La fusione può essere attuata solo dopo 60 giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera di fusione (art. 2503); (particolarità rilevano nel caso esistano obbligazioni); I possessori di obbligazioni possono fare opposizione ai sensi dell'art. 2503 c.c., salvo che la fusione sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti. Ai possessori di obbligazioni convertibili deve essere data la facoltà, mediante avviso pubblicato sulla gazzetta ufficiale almeno 90 giorni prima della iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese, di esercitare il diritto alla conversione nel termine di 30 giorni dalla pubblicazione dell'atto.

- Momento conclusivo della procedura di fusione è l'atto di fusione che può essere redatto trascorsi i 60 giorni di cui all'art. 2503; tale atto va redatto sotto forma di atto pubblico. Tale atto deve essere depositato entro 30 giorni presso l'ufficio del registro delle imprese;
- La fusione ha effetto dal momento in cui è eseguita l'ultima iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese, che deve essere quella relativa all'atto di fusione della società risultante dalla fusione o della società incorporante (art. 2504).

Gli effetti contabili e fiscali relativi alla data dalla quale le azioni/quote maturano i dividendi, possono essere sempre retrodatati, mentre nelle sole incorporazioni possono essere post-datati.

1.3.7 Aspetti contabili: la rappresentazione in bilancio secondo la disciplina interna

Gli orientamenti elaborati dalla dottrina sulla natura e sul trattamento contabile da riservare alla fusione inversa sono molteplici. Ciò è dovuto al fatto che la fusione ancora oggi non trova specifico fondamento all'interno della disciplina normativa nazionale, ma è regolata attraverso le disposizioni previste dal codice civile per la fusione diretta opportunamente modificate. Appare, dunque, inevitabile riferirsi all'interpretazione e alla prassi che la dottrina più accreditata ha sviluppato. Analizzando l'aspetto operativo di questa particolare forma di fusione, così come quella diretta, l'aggregazione dei patrimoni aziendali porta ad un aumento del capitale sociale basato sul rapporto di cambio⁸. Nel caso di fusione inversa con assegnazione delle azioni sulla base dei valori effettivi⁹, il calcolo del concambio potrebbe essere influenzato dal trattamento riservato alle azioni detenute dall'incorporata nel capitale dell'incorporante. Emerge, dunque, che la maggior parte delle difficoltà interpretative riguardano le fattispecie caratterizzate dall'annullamento e dalla diretta attribuzione della partecipazione nell'incorporante.

1.3.8 La duplice natura delle differenze di fusione inversa

L'interpretazione più condivisa dalla dottrina si basa sulla duplice natura delle differenze di fusione inversa. Secondo tale visione, l'operazione è diretta a produrre, in maniera analoga alla fusione propria, differenze riconducibili essenzialmente a due categorie:

- concambio;
- annullamento della quota o delle azioni dell'incorporante possedute dell'incorporata.

In tal modo, dopo la fusione, la situazione patrimoniale dell'incorporante rifletterebbe la duplice articolazione dell'operazione, ovvero il concambio e l'annullamento della partecipazione. Tuttavia, tale duplice composizione delle differenze, non rappresenta certo un elemento innovativo nel consolidamento dei valori delle società partecipanti alla fusione per la redazione del primo bilancio successivo alla fusione dell'incorporante. Come conseguenza del ¹⁰consolidamento del patrimonio dell'incorporata con quello dell'incorporante e dell'emissione di nuove azioni, possono affiorare valori differenziali (ovvero avanzi o disavanzi da fusione), che sono calcolati confrontando il valore di bilancio delle attività nette incorporate con l'aumento di capitale.

L'analisi delle differenze da annullamento appare più complessa, difatti ci sono state varie interpretazioni al fine di individuare poste patrimoniali aventi similarità con tale tipologia di differenze. Gli aspetti comuni da un lato dovevano riguardare l'imputabilità all'attivo in conformità con l'art.2504-bis e, dall'altra, l'incidenza sul patrimonio netto dell'incorporata. Da osservare che, nella fusione inversa, così come per quella diretta, si realizza una concentrazione della partecipazione con il patrimonio dalla stessa rappresentato che giustifica la partecipazione nell'incorporante degli elementi dell'attivo e del passivo. L'annullamento della partecipazione, dunque, permette di far fronte al problema della mancata uniformità dei diversi beni. Tale meccanismo, peraltro, si ritrova nella stessa logica di omogeneità dei termini di paragone che contraddistingue l'annullamento delle azioni o quote dell'incorporata nella fusione diretta, nel caso in cui la partecipazione da annullare sostituisce il patrimonio della partecipata. La coerenza dell'annullamento della partecipazione, comporta sia nella fusione diretta, che nell'indiretta un effetto rilevante ai fini del primo bilancio successivo alla fusione, producendo così, una differenza da annullamento della partecipazione dello stesso valore. Nella fusione inversa, tale valore emerge dalla differenza tra il valore di bilancio

⁸Cfr., 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 *Rivista dei Dottori Commercialisti* n. 2/ 1988.

della partecipazione e la quota di valore netto di bilancio dell'incorporante alla data di efficacia della fusione. Pertanto, anche nella fusione inversa, ci sono avanzi e disavanzi da annullamento essendo frutto dell'aggregazione del patrimonio della partecipata in quello della partecipante.

Allorquando, per effetto dell'annullamento della partecipazione, nella fusione inversa, si formi un disavanzo, quest'ultimo sarebbe imputato a maggior valore del patrimonio dell'incorporante e per l'eccedente ad avviamento. Nel caso contrario, ossia di un avanzo, tale valore si destinerebbe a riserva disponibile oppure a fondo. In particolare, per la definizione del primo bilancio successivo alla fusione dell'incorporante, ci potrebbe essere l'esigenza di uniformità per poter determinare le differenze da annullamento.

Sulla base di come si realizza la fusione, risultano differenti i fattori che determinano le differenze da concambio. Con ciò si fa riferimento da un lato ai diversi aumenti di capitale, dall'altro ai diversi valori di bilancio di attività nette. Per ciò che riguarda i differenti aumenti di capitale, sono essenzialmente due gli aspetti che possono condizionare l'entità dell'emissione di nuove azioni o quote nella incorporazione inversa rispetto a quella diretta. Il primo aspetto è riconducibile alla significatività della quota di partecipazione infatti, nella fusione inversa l'emissione del capitale dell'incorporante è effettuato in concambio con riferimento all'intero capitale dell'incorporata annullato ed in modo diverso rispetto a quella diretta che si riconduce solo ad una parte di esso. Nel caso in cui, ci sia il controllo totalitario, nella fusione inversa non è da escludersi che emergano

differenze da concambio. Nella fusione diretta, tale ipotesi è ostacolata dall'assenza di un aumento di capitale. Un secondo aspetto, non meno importante, concerne la struttura del capitale delle società partecipanti e la configurazione del rapporto tra valore economico e valore nominale del capitale argomento. Appare dunque evidente che nella fusione inversa affiorino differenze da concambio differenti rispetto alla fusione diretta, che portino ad una diversa configurazione di patrimonio netto dell'incorporante a seguito della fusione.

1.3.9 Aspetti contabili

Il codice civile disciplina l'operazione di fusione e secondo gli articoli 2501-2505 quarter, si evince che tale operazione si manifesta con l'aggregazione degli attivi e dei passivi dei

soggetti coinvolti da cui eventualmente possono emergere delle differenze da fusione (avanzi e disavanzi): esse possono essere da concambio o da annullamento.

Per la società incorporata o fusa la fusione comporta, in termini generali, la rilevazione dell'estinzione e, quindi, la chiusura dei conti.

La chiusura dei conti alla data di efficacia reale della fusione (Art. 2504 bis c.c.) costituisce la base per le rilevazioni iniziali della società incorporante o risultante dalla fusione. Se gli effetti contabili non coincidono con quelli reali allora si userà la retrodatazione contabile, altrimenti basterà il bilancio infrannuale.

1.3.9.1 Retrodatazione contabile

Con essa le componenti reddituali della incorporata andranno ad unirsi con quelli della incorporante il cui risultato d'esercizio comprenderà perciò anche quello che deriva dalle operazioni compiute dalla incorporata nell'ultimo periodo della sua esistenza. Passano allora, nella contabilità dell'incorporante i saldi dei vari conti dell'incorporata e, il cosiddetto "patrimonio netto di fusione", non subirà alcuna modifica dovuta al risultato di periodo della incorporata.

1.3.9.2 Senza retrodatazione contabile

Oltre che a chiudere i conti della società incorporata è necessario assestarli per ottenere il risultato di periodo che parte dall'inizio dell'esercizio e termina con la data dell'atto di fusione. Tale risultato di periodo confluirà nella contabilità dell'incorporante andando a comporre, con il capitale sociale e con le eventuali riserve dell'incorporata, il cosiddetto "patrimonio netto di fusione"

1.3.10 Aspetti Fiscali

Art. 172 del TUIR:

"L'operazione straordinaria di fusione è dominata del principio della neutralità fiscale. Sulla base di tale principio, la fusione è un'operazione fiscalmente neutrale, ai fini delle imposte sul reddito, soggetta alle imposte in misura fissa ed esente dall'applicazione dell'IVA...."

Le norme tributarie di riferimento sono quelle contenute nell'art.172 T.U.I.R. che

prevede:

- l'irrelevanza in capo alla risultante o all'incorporante delle differenze di fusione;
- la possibilità dell'incorporante di beneficiare delle precedenti perdite subite dall'incorporante;
- il trattamento fiscale delle riserve in sospensione d'imposta presenti nel bilancio dell'incorporata.

Ai sensi del 1° comma dell'art. 172 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi, la: "La fusione tra più società non costituisce realizzo nè distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento." Tale principio si basa, dunque, sulla continuità delle società che partecipano alla fusione.

Nel comma 2 dell'art.172 T.U.I.R. vengono trattate le differenze di fusione: "Nella determinazione del reddito della società risultante dalla fusione o incorporante non si tiene conto dell'avanzo o disavanzo iscritto in bilancio per effetto del rapporto di cambio delle azioni o quote o dell'annullamento delle azioni o quote di alcuna delle società fuse possedute da altre. I maggiori valori iscritti in bilancio per effetto dell'eventuale imputazione del disavanzo derivante dall'annullamento o di concambio di una partecipazione, con riferimento ad elementi patrimoniali della società incorporata o fusa, non sono imponibili nei confronti dell'incorporante o della base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi."

Di recente, sono state introdotte delle norme con lo scopo di favorire la riorganizzazione aziendale consentendo la semplificazione contabile. L'incorporante o la società che risulta post-fusione potrebbe ottenere dei riconoscimenti fiscali dei maggior valori presenti in bilancio e che attengono al disavanzo, per i soggetti che attuano i principi IAS/IFRS e per i soggetti tenuti all'applicazione delle regole IFRS 3. È possibile affrancare i valori che fanno riferimento alle immobilizzazioni materiali e immateriali, tra cui l'avviamento, attraverso il pagamento di un'imposta sostitutiva progressiva a scaglioni, con effetti fiscali che si producono a partire dall'esercizio in cui si opta. Un'altra norma rilevante fa riferimento all'art.15, del d.l.29 novembre 2008 n.185 che permette di riallineare i valori di avviamento, marchi ed altre attività differenti da quelle previste dall'art.172 T.U.I.R. (immobilizzazioni finanziarie, rimanenze in magazzino, titoli, crediti, ecc.). Per quanto concerne le società che utilizzano gli IFRS 3 è importante sottolineare la possibilità che hanno di evidenziare specifici intangibili anche

se non iscritti prima in bilancio. Tali maggior valori possono riferirsi ai disavanzi oppure al valore intero (fair value) attribuito alle attività iscritte in bilancio dalle società che adottano gli IAS/FRS.

1.3.11 Elusività della Fusione inversa

Com'è noto, l'operazione di fusione, è diretta all'unione di due o più aziende ed in particolare, all'unione dei patrimoni da esse possedute. In virtù del legame successorio che si viene a creare a seguito dell'operazione, aziende fortemente redditizie possono avere convenienza ad includere nei propri bilanci il patrimonio di aziende in perdita, al fine di beneficiare di risparmi d'imposta. Tale circostanza, assai diffusa nell'ultimo decennio dello scorso secolo, ha portato il Legislatore tributario ad considerare le fusioni nell'elenco delle operazioni potenzialmente elusive.

La libertà che l'ordinamento tributario concede al contribuente quando gli riconosce la facoltà di adottare la soluzione fiscale meno onerosa tra più alternative possibili, si traduce in un implicito riconoscimento della liceità della scelta in un'ottica di liberismo nel quale trova piena espressione l'autonomia decisionale del *management*. Tale principio, nel concreto, incontra ostacoli nel caso in cui l'iniziativa si traduce in un abuso degli istituti giuridici posti a disposizione del contribuente, finalizzato ad aggirarne la *ratio*.

Per poter meglio capire l'atteggiamento del Legislatore tributario verso le operazioni di finanza straordinaria e dunque, verso le fusioni, si rende necessario analizzare l'art 37-*bis* del DPR n.600 del 1973, il quale afferma che sono inopponibili all'amministrazione finanziaria gli atti, i fatti ed i negozi anche collegati tra loro, privi di "valide ragioni economiche", che hanno l'obiettivo di aggirare obblighi o divieti previsti dall'ordinamento tributario. Tale norma, può essere attuata a condizione che nell'ambito di applicazione del disegno elusivo siano adottate una o più delle operazioni indicate nel comma 3 della norma stessa. In queste operazioni, sono comprese anche quelle di fusione sia diretta che inversa. Nella maggior parte delle pronunce emanate dal Ministero delle Finanze e dall'Agenzia delle Entrate è stato evidenziato che l'operazione di fusione di per sé, non rappresenta un'ipotesi di elusione ma ciò si verifica nel caso in cui tale condizione sia associata ad altre operazioni di tipo elusivo. In particolare, la norma rileva che, affinché un'operazione possa configurarsi come elusiva, occorre che si verificino contemporaneamente tre condizioni:

- deve trattarsi di comportamenti che, nel loro contesto, comportino l'utilizzo di

una o più delle operazioni indicate nel terzo comma dell'art 37-bis;

- deve riguardare comportamenti diretti ad aggirare obblighi o divieti previsti dall'ordinamento;
- deve trattarsi di comportamenti tesi a perseguire un risparmio d'imposta disapprovato dal sistema.

Qualora manchi anche uno solo di suddetti requisiti, l'operazione non può essere considerata elusiva.

L'Agenzia delle Entrate in una sua pronuncia ha precisato, in merito alla corretta valutazione del confine tra "lecito risparmio d'imposta" ed "elusione", che *"nulla vieta al contribuente di fare attività di pianificazione fiscale, ossia di scegliere, tra più comportamenti consentiti dall'ordinamento, quello fiscalmente meno oneroso"*¹¹. Non deve trattarsi, tuttavia, di risparmi d'imposta "patologici". Con ciò s'intende un "abuso" da parte del contribuente sulla legislazione vigente al fine di sfruttarne lacune o difetti, così da ottenere risultati che, nonostante sono formalmente legittimi, contrastano con il sistema nel suo complesso. Dunque, non è elusiva la scelta da parte di un socio di dismettere l'azienda attraverso la cessione diretta della stessa o la cessione delle partecipazioni detenute.

Con riferimento alla fusione, le condizioni che possono ritenere un'operazione elusiva sono:

- con riferimento all'assenza di valide ragioni economiche è stato precisato che esse devono essere presenti al fine dell'apprezzamento delle stesse. Le finalità sono ricollegabili alla crescita delle dimensioni oppure alle conseguenti economie di scala. Dunque, l'obiettivo di fondo è il rafforzamento della propria posizione sul mercato e il miglioramento delle capacità competitive;
- con attinenza all'indebitamento, per poter ottenere riduzioni di imposte o rimborsi, bisogna osservare che ai fini fiscali, l'operazione di fusione ai sensi dell'art.172 del TUIR è contraddistinta dalla neutralità fiscale, poiché non dà luogo a realizzo né a distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze dei beni delle società fuse, comprese quelle relative alle rimanenze e al valore di avviamento. In considerazione della riforma dell'imposta sul reddito delle società non sono più rilevanti a fini fiscali le eventuali differenze di fusione. In tal senso, ci potrebbe essere un notevole risparmio d'imposta mediante la fusione di un

¹¹ Agenzie delle Entrate – Risoluzione del 28/02/2002 n. 62.

soggetto in perdita con una società con utile. In tal caso, si permetterebbe, in assenza di valide ragioni economiche, di compensare successivamente alla fusione, le perdite dell'incorporante o dell'incorporata. Inoltre, va evidenziato che nel contesto di fusione tra soggetti che apportano perdite fiscali pregresse l'articolo 172 comma sette del TUIR prevede una disposizione antielusiva generale che condiziona il riporto delle perdite di tutte le società partecipanti alla fusione al possesso di determinati requisiti patrimoniali. Per tale limitazione al riporto delle perdite è ammessa la possibilità di richiederne la disapplicazione ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 37-*bis* del DPR n.600 del 1973. Pertanto, il risparmio fiscale frutto di un comportamento meno oneroso rispetto a quanto previsto dall'ordinamento tributario, costituisce un elemento rilevante ai fini di stabilire l'elusività dell'operazione;

- per ciò che attiene invece, obblighi e divieti, l'Agenzia delle Entrate, nella risoluzione n.32 del 23 marzo 2001, ha affermato che il concetto di aggiramento implica il ricorso ad un disegno volto al raggiungimento di un risultato non approvato dai principi cui si ispira l'ordinamento tributario.

Il risultato conseguito dal contribuente, deve in sostanza, violare un divieto posto dal sistema, pertanto, si ha elusione quando, a seguito della fusione, si realizzano risparmi di imposta disapprovati dal sistema, ovvero non riconosciuti dall'ordinamento fiscale come legittimi.

Per quanto concerne la fusione inversa, il Comitato consultivo per l'applicazione delle norme antielusive ha affermato che tale operazione può apparire elusiva, e in tal senso può figurarsi quale abuso delle possibili alternative in possesso degli agenti economici¹². Eppure, la fusione inversa, anche se non direttamente regolamentata a livello normativo, ha intanto ragione d'esistere sia sul piano fiscale che normativo. Tra l'altro, si rammenta che il caso di fusione "inversa" risulta disciplinato anche nell'ambito del consolidato fiscale: il D.M. 9 giugno 2004, art. 11 comma 2, ha infatti previsto espressamente che *"nel caso di fusione per*

incorporazione della consolidante in una consolidata permane la tassazione di gruppo nei confronti delle altre consolidate". La stessa Agenzia delle Entrate ha sostenuto che

¹² Cfr Parere del comitato consultivo 9 dic. 2004, n.31 *"l'operazione prospettata così come descritta dagli istanti non sembra presentare aspetti elusivi, a condizione che non costituisca la prima fase di un disegno preordinato alla successiva cessione di partecipazioni sociali in evasione di imposta e che, di conseguenza, i soci mantengano le proprie partecipazioni azionarie al capitale nelle proporzioni "qualificate" risultanti al termine dell'operazione di riorganizzazione del gruppo. PQM si esprime parere favorevole, sotto il profilo fiscale, all'effettuazione dell'operazione"*.

l'operazione di fusione inversa si presenta particolarmente vantaggiosa dal punto di vista economico e gestionale, affermando che essa non costituisce, di per sé, una forma elusiva poiché basata su valide ragioni economiche che ne sostengono il compimento. Difatti, spesso risulta conveniente mantenere la denominazione sociale o sede sociale e conservare licenze e autorizzazioni concesse. Da queste considerazioni, si può facilmente desumere che la fusione inversa è apparsa, in conseguenza di alcune istanze, quale operazione elusiva. A ben vedere, con Parere n. 27 del 21 settembre 2005, si afferma che la fusione prospettata presenta profili di elusività poiché l'operazione, apparentemente finalizzata ad una ottimizzazione dell'iniziativa imprenditoriale nel suo complesso, non risulta sostenuta da legittime ragioni economiche. Al contrario ha il solo fine di conseguire un indebito risparmio d'imposta (rinveniente nel mancato assoggettamento a tassazione dell'assegnazione delle partecipazioni dell'incorporata ai soci della stessa) tramite l'aggiramento di obblighi o divieti previsti dall'ordinamento tributario¹³. In particolare, l'elusione avrebbe riguardato la disposizione contenuta nell'art. 58¹⁴ secondo comma del TUIR applicabile alle operazioni di cessione e assegnazione di beni ai soci.

Secondo il Comitato consultivo, a tali risultati si può pervenire in maniera più lineare attuando la liquidazione della società controllante che "si presenta come procedura meno complessa della concentrazione e per ciò stesso fisiologica allo scopo".

La liquidazione volontaria costituisce la normale estinzione di una società da tempo inattiva e porterebbe al raggiungimento dei medesimi obiettivi che il contribuente intende perseguire senza avvalersi in modo artificioso dell'operazione di fusione inversa. Detto ciò il sospetto di elusività è legittimo e viene ulteriormente rafforzato dalla circostanza che la società non ha manifestato alcuna ragione apprezzabile dal punto di vista economico che motivi l'adozione dell'istituto giuridico scelto dal quale, peraltro, non deriva alcuna utilità economica, in termini di efficienza o di razionalizzazione dei fattori produttivi, ma esclusivamente un vantaggio fiscale.

¹³ Nel dettaglio, il *D.Lgs. 38/2005* emanato dall'UE, in attuazione della Legge 306/2003, elenca i soggetti che hanno l'obbligo o la facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali, indicando la data dalla quale decorre tale obbligo, in particolare lo estende anche al bilancio d'esercizio delle quotate. Nello specifico, le società obbligate a redigere il bilancio consolidato secondo i principi IAS/IFRS lo predispongono in base all'esercizio chiuso oppure in corso al 31 dicembre 2005. Si è provveduto ad emanare una serie di Direttive comunitarie allo scopo di innovare quelle precedenti e garantire un allineamento tra normativa nazionale e principi internazionali.

¹⁴ Da notare quanto descritto dal *Framework* (Cfr. paragrafo 23 del documento) dei principi contabili internazionali, l'intero contenuto va applicato in caso ci sia il principio di *going concern*, escludendo dunque, ipotesi di liquidazione dal *Business Combinations*.

1.4 DIFFERENZE DA FUSIONE: CONCAMBIO E ANNULLAMENTO

Per iniziare bisogna calcolare il rapporto di cambio, che consiste della quantità e nella configurabilità delle azioni che verranno cedute in cambio di quelle che dovranno essere ritirate o annullate e permette di determinare la quota di partecipazione del capitale sociale dell'incorporante o newco spettante ai soci dell'incorporata o società A e B, consentono inoltre di determinare il peso relativo di ciascun patrimonio apportato sul valore complessivo.

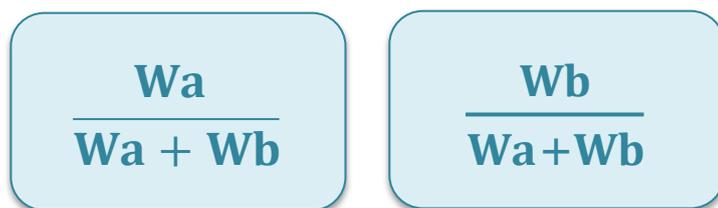
PER CIASCUNA SOCIETA' NELL'OPERAZIONE

A=Società incorporante o partecipante

B=Società incorporata o partecipante

Wa=Valore economico del patrimonio Incorporante o società A

Wb=Valore del capitale economico della incorporata o società B


$$\frac{W_a}{W_a + W_b}$$
$$\frac{W_b}{W_a + W_b}$$

Le differenze da concambio scaturiscono dalla mancata coincidenza nei rapporti tra valori economici effettivi e valori contabili dei patrimoni netti delle società interessate e dal rapporto esistente, alla data di efficacia della fusione, tra il capitale dell'incorporante e patrimonio netto contabile dell'incorporata. È la differenza tra l'aumento di C.S. deliberato dalla società risultante dalla fusione (o incorporante) destinato in concambio ai soci della società fusa (o incorporata), e la quota di patrimonio netto contabile di quest'ultima di pertinenza dei suddetti soci. Deriva dall'aumento del C.S. della risultante effettuato a fronte delle azioni o quota da assegnarsi ai nuovi soci. Il disavanzo da concambio, se ricorrono i presupposti, va imputato al maggior valore dei beni e/o dell'avviamento della società incorporata (o fusa); nel caso contrario deve o invece essere portato a riduzione del patrimonio netto post-fusione o imputato al conto economico L'avanzo da concambio va imputato a riserva quando il maggior valore del patrimonio netto contabile della società incorporata o fusa rispetto all'aumento del capitale sociale di costituzione della società risultante dalla fusione trova fondamento in un effettivo maggior valore della società acquisita. In questo caso, l'avanzo assume una natura assimilabile a quella della

riserva per sovrapprezzo di azioni. In caso contrario va attribuito ad un fondo per rischi e oneri.

1.4.1 Differenze da fusione

La differenza da fusione può avere segno positivo o negativo:

- Se positiva, si registra in dare come "disavanzo da fusione";
- Se negativa, si registra in avere come "avanzo da fusione"

1.4.2 Differenze da concambio

Si confronta il PNC di terzi e il valore dell'aumento di C.S. in virtù della fusione.



1.4.3 Differenze da annullamento

È la differenza tra il valore contabile della partecipazione nella incorporata iscritto nel bilancio dell'incorporante (da annullare con la fusione) e la quota corrispondente del patrimonio netto contabile della società incorporata. Il sorgere di una differenza da annullamento presuppone che la fusione avvenga per incorporazione e l'incorporante deve possedere all'atto della fusione una partecipazione nel capitale dell'incorporata.

Si confronta il PNC relativo alla partecipazione e il valore contabile della partecipazione.



Solamente nella fusione per incorporazione, nel caso in cui l'incorporante detiene una partecipazione dell'incorporata, possono rilevarsi sia la differenza da concambio che la differenza da annullamento. Tali differenze non possono essere compensate nella contabilità dell'incorporante

Capitolo 2

2 Capitolo 2 OPERAZIONI DI FUSIONE NELLA DISCIPLINA INTERNAZIONALE

2.1 LA RAPPRESENTAZIONE IN BILANCIO SECONDO I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI IAS/IFRS

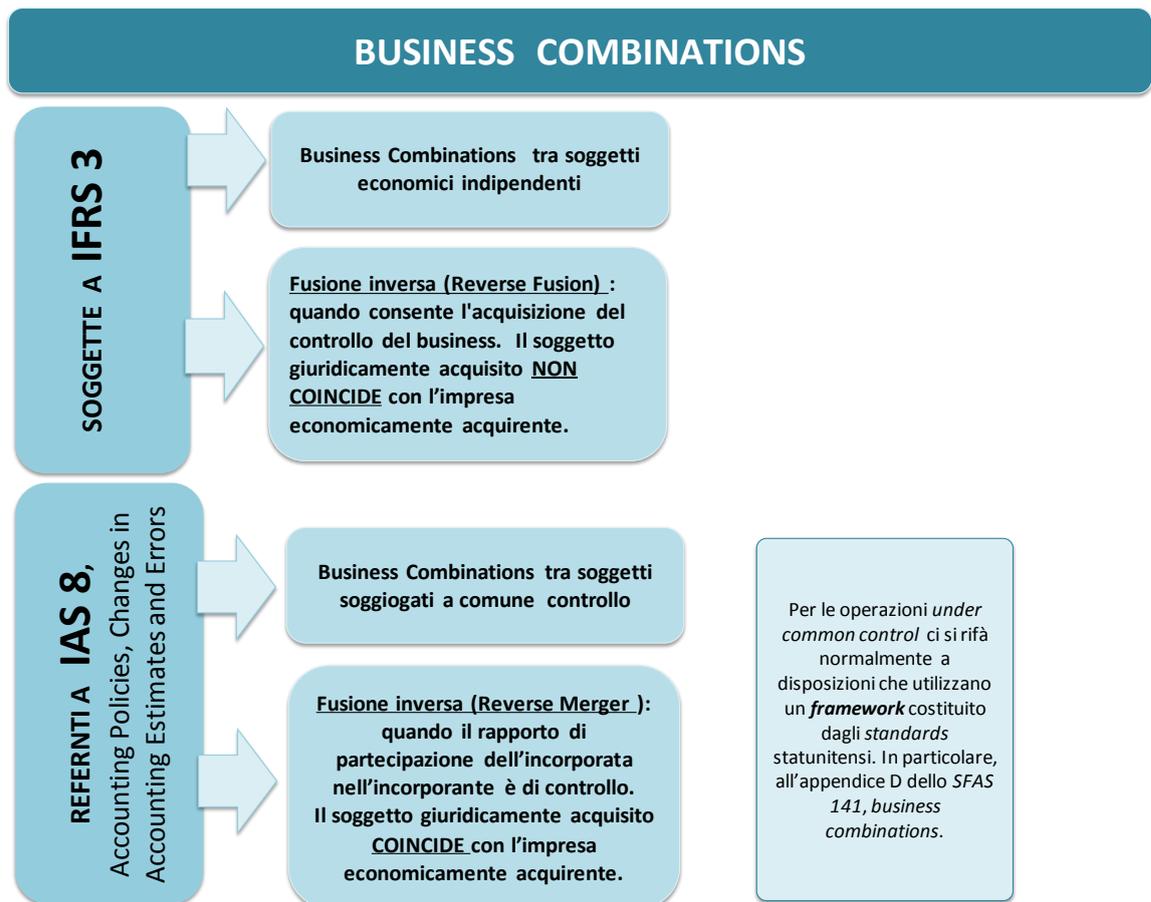
Con il passare del tempo, si avverte sempre più l'esigenza di adeguare i principi contenuti nell'Ordinamento giuridico interno ai principi internazionali¹⁵ con lo scopo di giungere ad una convergenza dei principi interni con quelli internazionali IAS/IFRS.

Nell'ottica internazionale le varie operazioni straordinarie sono rappresentate in modo uniforme e coerente tralasciando gli scopi che intendono raggiungere. I principi internazionali, sono in continua evoluzione a causa dei mutamenti che avvengono all'interno del sistema, e dunque di difficile applicazione.

A differenza di quanto avviene nel nostro paese, in cui le operazioni straordinarie sono identificate nel codice civile proprio per l'aspetto della straordinarietà che le contraddistingue, nelle *Business Combinations* l'identificazione risulta essere molto più definita¹⁶. Esse non possono far riferimento ad operazioni che comportano il trasferimento di singole attività o di gruppi di attività non costituenti un'azienda o un ramo d'azienda, a meno che queste non siano lo strumento che permette di acquisire il controllo della trasferitaria, poiché in questo caso si tratterebbe di una *reverse acquisition*. Per quanto concerne la rilevazione delle *Business Combinations*, occorre sottolineare il principio della prevalenza della sostanza sulla forma che contraddistingue gli *standards* internazionali.

¹⁵ Nel dettaglio, il *D.Lgs. 38/2005* emanato dall'UE, in attuazione della Legge 306/2003, elenca i soggetti che hanno l'obbligo o la facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali, indicando la data dalla quale decorre tale obbligo, in particolare lo estende anche al bilancio d'esercizio delle quotate. Nello specifico, le società obbligate a redigere il bilancio consolidato secondo i principi IAS/IFRS lo predispongono in base all'esercizio chiuso oppure in corso al 31 dicembre 2005. Si è provveduto ad emanare una serie di Direttive comunitarie allo scopo di innovare quelle precedenti e garantire un allineamento tra normativa nazionale e principi internazionali.

¹⁶ Da notare quanto descritto dal *Framework* (Cfr. paragrafo 23 del documento) dei principi contabili internazionali, l'intero contenuto va applicato in caso ci sia il principio di *going concern*, escludendo dunque, ipotesi di liquidazione dal *Business Combinations*.



Le business combination corrispondono al «complesso delle operazioni che combina più aziende o attività in un'unica entità economica» (Ifrs 3, appendice A). In sostanza, con tale concetto si ricomprendono un vasto numero di operazioni straordinarie previste dal nostro ordinamento, quali fusioni, acquisizioni, conferimenti di rami d'azienda o d'azienda e scissioni.

2.2 BUSINESS COMBINATION

LA FUSIONE NEI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI

Nella fusione propria i valori contabili (fair values) sono iscritti nel bilancio di apertura solo per la società che si considera acquisita. Per la società fusa che si considera acquirente sono mantenuti i valori contabili precedenti la fusione.

Nella fusione inversa che ricade negli IFRS3 l'incorporante acquisisce una sua partecipante (che però non ne è controllante) e i valori che emergono dell'acquisita

Nel caso di reverse merger si verifica una situazione analoga a quella della fusione inversa laddove è la controllata che incorpora la controllante e i valori correnti che emergono sono quelli dell'incorporante, non quelli dell'incorporata. In questo le società che partecipano alla fusione fanno parte di uno stesso gruppo e sono controllate dalla stessa società: si ricade nella situazione di *Business Combinations tra soggetti soggiogati a comune controllo* e quindi non può applicarsi l' IFRS3 e non si può procedere all'iscrizione di fair values e dell'avviamento (prevale la sostanza sulla forma; nei principi contabili nazionali, l'art. 250-bis c.c. si applica viceversa a tutte le fusioni).

E' rilevante distinguere il caso in cui le *business combinations* soggiate alla disciplina IFRS 3, in base al *business* acquistato, possano generare una *acquisition* o una *reverse acquisition*¹⁷:

1. nel caso di *acquisition*, la fattispecie che si presenta è una *business combinations* in cui vi è coincidenza tra la struttura giuridico-formale dell'operazione, con gli aspetti sostanziali: il *business* incorporato, che viene trasferito nell'incorporante, è di fatto oggetto d'acquisto. In tal caso, l'aumento di capitale posto a servizio del concambio, fa sì che coloro che possedevano la maggioranza *ante* fusione nell'incorporata riducano la propria partecipazione. Dunque, gli elementi patrimoniali pertinenti al *business* devono iscriversi nel bilancio *post* fusione, al

¹⁷ La *reverse acquisition* non va confusa con la fusione inversa, innanzitutto perché la *reverse acquisition* può trovare applicazione anche in operazioni diverse dalla fusione, ma nello specifico, perché la fusione inversa rappresentando una fattispecie di fusione per incorporazione che coinvolge società tra cui c'è un legame di capitale, in alcuni casi è esclusa dall'ambito di applicazione degli IFRS 3.

*fair value*¹⁸, mentre, gli elementi patrimoniale dell'incorporante rimangono iscritti nei conti della stessa¹⁹.

- 2 nel caso l'acquisto di controllo si configuri come una *reverse acquisition*²⁰, l'aumento di capitale sociale effettuato dall'incorporante/partecipata al servizio del concambio deve assicurare al socio di controllo dell'incorporata/partecipante anche il controllo dell'incorporante *post* fusione. In questa fattispecie si evidenzia una rottura tra la sostanza economica e le modalità di esecuzione dell'operazione stessa, che deve obbligatoriamente rispecchiarsi, nel bilancio dell'incorporante *post* operazione, nella prevalenza degli aspetti sostanziali rispetto a quelli formali.

A tale scopo, infatti, nel bilancio dell'aggregazione deve trovare evidenza il *fair value* degli elementi patrimoniali dell'incorporante *ante* fusione, il cui controllo è solo a livello formale oggetto di trasferimento da un soggetto ad un altro. Dunque, nel patrimonio dell'aggregante, potrebbe realizzarsi una *step acquisition*, fattispecie disciplinata degli *IFRS 3*, tramite la quale un soggetto ottiene il controllo di un business tramite più azioni successive²¹.

In un'aggregazione deve essere sempre identificato un aggregante, ossia un soggetto che mantiene il controllo sull'altra entità o azienda acquisita. Il controllo è il medesimo concetto utilizzato dallo *IAS 27* per la definizione dell'ambito di consolidamento.

Il costo dell'aggregazione è dato da:

- il fair value alla data dello scambio di attività dismesse, obbligazioni sostenute o assunte e strumenti rappresentativi di capitale emessi dall'acquirente per l'ottenimento del controllo;

¹⁸ Con riferimento alle rilevazioni di attività e passività secondo il *purchase method* si rinvia a M.J.MARD, J.R. HITCHNER, S.D.HYDEN, M.L.ZYLA, *Valuation for Financial Reporting, Intangible Assets, Goodwill, and Impairment Analysis, Sfas 141 and 142, Wiley, 2002, pag.38 e seguenti.*

¹⁹ Per approfondimenti si rinvia a R. PEROTTA, *La fusione inversa* pag. 166 e ss.

²⁰ Si rinvia alla disciplina contenuta nell'appendice B dell'*IFRS 3*.

²¹ Così come la fusione diretta, la fattispecie inversa, genera, nell'aggregante, gli stessi effetti economici di cui darebbe conto il bilancio consolidato delle entità che integra la quota di minoranza che deteneva la società partecipata, acquisendone la totalità del capitale. In ambedue le situazioni, ci sarebbe la necessità di tener conto della concentrazione del business della controllata sia nel bilancio dell'incorporante nella fusione che nel bilancio consolidato della controllante nel caso di *step acquisition* in senso proprio. In merito a ciò si rinvia a B. J. EPESTEIN, A.A. MIRZA, IAS. *Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards, Wiley, 2004, pagg. 445 e 456.*

- i costi direttamente imputabili all'aggregazione, quali consulenze e altre commissioni dovute a professionisti legali, contabili, periti ed altri esperti per la definizione dell'aggregazione. Sono imputabili anche le spese sostenute per le emissioni di titoli quotati in borsa connesse all'operazione di acquisizione dei titoli. Se l'aggregazione viene effettuata per mezzo di un'unica operazione, la data della transazione coincide con la data di ottenimento del controllo. Nel caso in cui, invece, il controllo sia stato ottenuto attraverso più operazioni, la data del controllo coincide con la data dell'operazione che ha determinato l'ottenimento del controllo medesimo. Ove si faccia riferimento all'acquisizione di titoli rappresentativi di capitale o titoli convertibili in essi (obbligazioni convertibili) quotati, la miglior evidenza del fair value è rappresentata – in linea con quanto previsto dallo IAS 39 – dalla quotazione degli stessi. Laddove il mercato non riesca, invece, a essere indicativo del fair value, l'entità dovrà utilizzare criteri valutativi alternativi (percentuale del fair value del capitale sociale della società acquisita, tecniche valutative consolidate nel settore, quali il Discounted Cash Flow, ecc).

L'acquirente deve iscrivere, in linea con quanto previsto dal *purchase method*, gli elementi dell'acquisita nel proprio bilancio al *fair value* della data dell'operazione. Il prezzo di acquisto può incorporare anche considerazioni e valutazioni sulla probabilità di ottenere in futuro benefici economici da elementi che alla data dell'acquisizione non soddisfano le condizioni per poter essere iscritte in bilancio, oppure passività potenziali che potrebbero divenire obbligazioni in un futuro prossimo. È previsto che le attività diverse dalle attività intangibili, debbano essere iscritte in bilancio quando è probabile che l'acquirente potrà usufruire dei connessi benefici economici e a condizione che il loro fair value sia misurabile in maniera attendibile. Le attività immateriali devono essere rilevate quando soddisfano le condizioni previste dallo IAS 38 e il loro fair value può essere misurato attendibilmente, indipendentemente dal fatto che le attività in oggetto apporteranno presumibilmente benefici economici all'entità. Occorre, perciò, che le attività soddisfino le seguenti condizioni:

- siano separabili, ossia possano essere separate, divise dall'entità e vendute, trasferite, brevettate, affittate o scambiate, individualmente o con contratti collegati; o
- originino da diritti contrattuali o legali. Gli esempi illustrativi dell'Ifrs 3 forniscono una lista di attività immateriali acquisite nel corso di una business combination e che possono essere rilevate. Tali esempi, rappresentano un'interpretazione ufficiale nonché una significativa applicazione pratica del testo del principio.

In sostanza, le passività diverse dalle passività potenziali devono essere rilevate se è probabile un deflusso di risorse per estinguere le obbligazioni ad esse connesse e se il fair value dell'obbligazione può essere misurato attendibilmente. Per dover iscrivere le passività potenziali, è richiesto esclusivamente che il loro fair value sia misurabile attendibilmente (Ifrs 3, par. 37). Negli esercizi successivi, tali passività dovranno essere

iscritte al valore maggiore tra l'importo che sarebbe determinato applicando lo IAS 37 e l'importo inizialmente rilevato al netto, se appropriato, dell'ammortamento accumulato rilevato in conformità allo IAS 18. Qualora il fair value non sia misurabile con attendibilità, la passività avrà un presumibile impatto sull'importo a cui è iscritto in bilancio il goodwill e l'acquirente dovrà riportare l'informativa prevista per le passività potenziali dallo IAS 37. Una volta effettuata l'aggregazione, gli utili e le perdite derivanti dagli elementi dell'acquisita sono fatti transitare per il conto economico dell'acquirente e le quote di pertinenza di terzi sono calcolate sui «nuovi» valori. La contabilizzazione dell'avviamento costituisce un caso sé stante. Anzitutto, l'avviamento può essere iscritto solo quando acquisito, mentre non è possibile iscrivere in bilancio l'avviamento generato internamente. L'avviamento – a differenza di quando si verifica nella disciplina nazionale e coerentemente con le disposizioni previste dal purchase method – rappresenta contabilmente un valore residuale dato dall'eccedenza tra quanto pagato ed il fair value delle attività e passività aggregate. A livello concettuale, invece, l'avviamento per lo IASb è la differenza tra la somma versata per il valore aggiunto acquisito con l'entità o l'azienda aggregata ed i connessi benefici economici futuri. Tale valore, in conformità alle disposizioni contenute nello IAS 36 e nello IAS 38, non è ammortizzabile ma deve essere rideterminato periodicamente per verificare l'esistenza di eventuali perdite di valore.

Avviamento

=

Somma pagata per l'acquisizione dell'entità (azienda) –
fair value degli elementi patrimoniali acquisiti

Si potrebbe manifestare la situazione per cui il saldo del *fair value* degli elementi aggregati eccede il prezzo pagato per l'acquisizione dell'entità o dell'azienda. In tale caso, si è in presenza di un avviamento negativo (*negative goodwill* o *badwill*). Qualora ciò si verifici, l'Ifrs 3 – a differenza del precedente IAS 22 – dispone che siano riverificate le misurazioni precedentemente effettuate e che l'eccedenza eventualmente riscontrata venga imputata come provento a conto economico. Ancora, nell'eventualità in cui l'acquisizione si sia verificata nel corso di più operazioni, occorre determinare il fair value degli elementi dell'entità o azienda aggregata sia alla data dell'avvenuta acquisizione sia alla data delle successive acquisizioni. Tali valori potrebbero essere (anzi solitamente sono) differenti. In bilancio dovranno essere iscritti i valori risultanti alla data dell'avvenuto controllo e le variazioni dovranno essere contabilizzate in base a quanto previsto dalle eventuali norme tecniche in materia di rideterminazione dei valori.

INFORMAZIONI INTEGRATIVE

Le informazioni integrative previste dall'Ifrs 3 sono numerose. Peraltro lo IASB precisa che ove non siano ritenute sufficienti, devono essere integrate così da meglio spiegare

l'impatto dell'aggregazione sulla situazione aziendale e la metodologia di contabilizzazione della stessa. La sezione risulta, peraltro, in linea con l'impostazione dello IASB di prevedere anche l'esplicazione delle linee generali che guidano e determinano la previsione di specifiche richieste informative (Ifrs3, Bc170). Lo IASB richiede, anzitutto, di fornire informazioni che siano in grado di evidenziare la natura e gli effetti finanziari delle aggregazioni aziendali eseguite nel corso dell'esercizio e dopo la data di chiusura dell'esercizio ma prima che il bilancio sia stato autorizzato alla pubblicazione. A tale scopo, l'acquirente deve indicare una serie di informazioni riportate di seguito, quali:

- ✓ Nome e descrizione delle entità economiche o aziende aggreganti e data di acquisizione;
- ✓ percentuali di voti ottenuti;
- ✓ costo dell'operazione e descrizione delle componenti del prezzo pattuito, inclusi eventuali costi direttamente attribuibili. Qualora siano stati emessi strumenti rappresentativi di capitale, il fair value di tali strumenti e il criterio per determinare tale fair value;
- ✓ importi delle categorie di elementi patrimoniali acquisiti per mezzo dell'aggregazione e le modifiche apportate al conto economico d'esercizio a seguito dell'operazione;
- ✓ descrizione dei fattori che hanno portato alla rilevazione dell'avviamento, descrizione di ciascuna attività immateriale non rilevata distintamente e motivazione di ciò, spiegazione del perché il fair value non può essere misurato attendibilmente.

Allo stesso tempo, l'Ifrs 3 prevede che l'acquirente riporti informazioni che permettano di valutare gli effetti finanziari di proventi, oneri, correzioni di errori e altre rettifiche rilevate nell'esercizio in corso che si riferiscono all'esercizio corrente o ad esercizi precedenti, ed esattamente:

- l'importo e la motivazione di proventi e perdite rilevati nel periodo in corso che si riferiscono ad attività acquisite o passività effettive o potenziali assunte nel corso di un esercizio precedente e, se rilevante, un'indicazione della portata, natura o incidenza della performance finanziaria dell'entità;
- qualora la contabilizzazione iniziale dell'aggregazione aziendale sia stata provvisoria, gli importi e le spiegazioni delle rettifiche ai valori provvisori rilevati nell'esercizio in corso;
- le informazioni sulle correzioni di errori previste dallo IAS 8 e riferite agli elementi interessati dalla combinazione

Un'entità deve, infine, indicare una serie di informazioni tali da mettere i lettori nella posizione di valutare le modifiche di valore dell'avviamento. A tale scopo, è

previsto che siano riportate separatamente altre informazioni, tra cui:

- il valore lordo, le perdite di valore accumulate e le perdite di valore dell'esercizio;
- l'importo di avviamento attribuibile all'esercizio in corso;
- le rettifiche derivanti dall'iscrizione di imposte anticipate nel corso dell'esercizio

FINALITA' DELL'IFRS 3

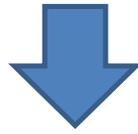
L'IFRS 3 definisce l'attività (business) come un set integrato di operazioni e beni gestiti con il fine di fornire:

- un ritorno in termine di benefici economici agli investitori; oppure
- costi inferiori o altri benefici economici direttamente e proporzionatamente ai possessori e ai partecipanti.

Esse sono spiegate nel primo paragrafo:

« The objective of this IFRS is to improve the relevance, reliability and comparability of the information that a reporting entity provides in its financial statements about a business combination and its effects. To accomplish that, this IFRS establishes principles and requirements for how the acquirer: (a) recognises and measures in its financial statements the identifiable assets acquired, the liabilities assumed and any non-controlling interest in the acquiree; (b) recognises and measures the goodwill acquired in the business combination or a gain from a bargain purchase; and (c) determines what information to disclose to enable users of the financial statements to evaluate the nature and financial effects of the business combination.».

La finalità dell' IFRS 3



dettare le regole di contabilizzazione delle aggregazioni aziendali

In Italia non esiste un documento analogo all'IFRS 3, anche se alcune regole sulla contabilizzazione delle acquisizioni sono contenute nel PC - OIC 17 (Il bilancio consolidato) e nel PC-OIC 4 (Fusioni e scissioni)

Per comprendere le finalità delle operazioni straordinarie e la loro rappresentazione contabile bisogna distinguere le operazioni in:

- Business combinations propriamente dette
- Business combinations tra soggetti soggiogati a comune controllo

2.2.1 Business Combinations propriamente dette

Le Business Combinations propriamente dette concernono transazioni tra soggetti indipendenti. Il concetto di *Business Combination* è stato rivisto in modo sostanziale passando dalla definizione originaria che descriveva un'acquisizione di aziende come "unione di imprese o attività aziendali distinte in un'unica impresa tenuta alla redazione del bilancio consolidato" ad una nuova definizione coincidente con quella già da tempo adottata dal FASB, ovvero: "una transazione, od evento di altra natura, nella quale un acquirente ottiene il controllo di uno o più attività aziendali". In questi termini si sminuisce l'aspetto contabile a favore del sottostante evento economico, rappresentato dall'effettivo trasferimento del controllo di un aggregato aziendale da un soggetto

giuridico ad un altro²².



L'ambito di regolamentazione delle *Business Combinations* viene descritto all'interno dell'IFRS3 secondo paragrafo: « *This IFRS applies to a transaction or other event that meets the definition of a business combination. This IFRS does not apply to:*

- a) *the accounting for the formation of a joint arrangement in the financial statements of the joint arrangement itself.*
- b) *the acquisition of an asset or a group of assets that does not constitute a business. In such cases the acquirer shall identify and recognise the individual identifiable assets acquired (including those assets that meet the definition of, and recognition criteria for, intangible assets in IAS 38 Intangible Assets) and liabilities assumed. The cost of the group shall be allocated to the individual identifiable assets and liabilities on the basis of their relative fair values at the date of purchase. Such a transaction or event does not give rise to goodwill.*
- c) *a combination of entities or businesses under common control (paragraphs B1–B4 provide related application guidance).*

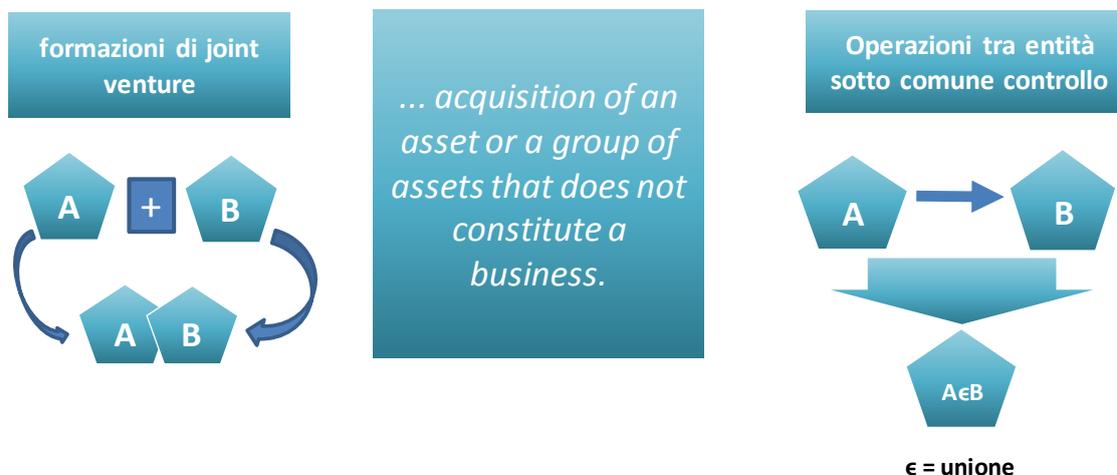
²² Potito Lucio, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, cit. pag.137

The requirements of this Standard do not apply to the acquisition by an investment entity, as defined in IFRS 10 Consolidated Financial Statements, of an investment in a subsidiary that is required to be measured at fair value through profit or loss».

Ambito di applicazione di IFRS 3

Acquisizione di partecipazioni o rami d'azienda da parte di imprese operative	Conferimenti d'azienda o rami d'azienda a favore di imprese operative.	Scissioni a favore di beneficiarie esistenti ed operative	Operazioni di fusione per unione o per incorporazione
---	--	---	---

Esclusioni dall'ambito di applicazione di IFRS 3



L'IFRS 3 definisce *business combination* un'operazione straordinaria quando possiede i seguenti requisiti: «An entity shall determine whether a transaction or other event is a business combination by applying the definition in this IFRS, which requires that the assets acquired and liabilities assumed constitute a business. If the assets acquired are not a business, the reporting entity shall account for the transaction or other event as an asset acquisition. Paragraphs B5–B12 provide guidance on identifying a business combination and the definition of a business».

Dal punto di vista contabile le Business Combinations sono descritte e disciplinate dall'IFRS 3 paragrafi 4-5: «4. *An entity shall account for each business combination by applying the acquisition method.* 5. *Applying the acquisition method requires: (a) identifying the acquirer; (b) determining the acquisition date; (c) recognising and measuring the identifiable assets acquired, the liabilities assumed and any non-controlling interest in the acquiree; and (d) recognising and measuring goodwill or a gain from a bargain purchase*».

La rappresentazione contabile consta nell'identificazione dell'acquirente, nella *definizione del costo dell'operazione nonché nell'allocazione di quest'ultimo al fair value*²³ misurato alla data dell'operazione compiuta, degli elementi patrimoniali riguardanti il solo *business* acquistato. La rilevazione delle *Business Combinations* attuale, si basa sul *cost based approach* che qualifica l'avviamento quale posta avente natura residuale e che trae origine dal raffronto tra il prezzo corrisposto dall'acquirente e la quota spettante a quest'ultimo nelle attività nette rilevate.

La *ratio* della norma appena evidenziata è constatare che la società che abbia registrato perdite sia operativa e che non sia stata depotenziata economicamente e finanziariamente poco prima della fusione con lo scopo di far conseguire alla società incorporante un risparmio d'imposta indebito. Valori medi inferiori alla soglia del 40% rendono lecito supporre che la partecipazione posseduta da esse sia legata alla volontà delle altre società partecipanti di fruire di dette perdite per compensare con i propri redditi, anziché dovuta a valide ragioni economiche.

²³ Gli international standards on accounting definiscono il *fair value* as "*the amount for which an asset could be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction*".

2.2.2 IAS/IFRS 3: passaggi fondamentali



In primis, il principio richiede di identificare l'acquirente (e dunque, indirettamente, l'acquisito), che sarà il punto di riferimento di tutta l'operazione e il soggetto, o più propriamente l'entità economica (persona fisica o società), che di fatto, ottiene il controllo sull'azienda o sul ramo d'azienda acquisiti." (da qui *Acquisition Method*). È necessario sottolineare che, come spesso accade, nel caso non risultasse immediata l'identificazione dell'entità economica che eserciterà il controllo, sarà considerata acquirente, fra le partecipanti all'operazione, l'entità che:

- Ha un *fair value* (che qui ha il senso di valore economico) più elevato ovvero quella che è in grado di assumere un ruolo preminente, nel senso che gli interessi e le decisioni della sua proprietà o del suo management prevalgono su quelli delle altre, anche in virtù di accordi;
- Riesce ad ottenere il potere su più della metà dei diritti di voto, anche mediante appositi patti".

Conclusa la fase d'identificazione dei soggetti in gioco è possibile passare alla definizione della data dell'acquisizione, che rappresenterà la data in cui, di fatto, si

conquista il controllo dell'azienda e va scelta "con cura" perché costituirà la data di riferimento di tutte le operazioni da compiere, anche se non coincide obbligatoriamente con quella del *closing*.

Il terzo *step* è la rilevazione e la valutazione delle attività identificabili acquisite, delle passività identificabili assunte e qualsiasi partecipazione di minoranza nell'acquisita: vi è la necessità di riconoscere anche le attività che non trovano rappresentazione nel bilancio dell'acquisita, definite come *intangibles* o "attività non monetarie identificabili o prive di consistenza fisica". Queste sono da rilevare alla presenza di due condizioni, anche se in precedenza non erano state contabilizzate:

- Sono separabili, o suscettibili di esserlo, dall'entità economica di appartenenza e quindi atte a essere vendute, trasferite, date in licenza, affittate o scambiate;
- Derivano da diritti contrattuali o comunque legali, ancorché tali diritti non siano trasferibili o separabili.

Alcuni esempi di *intangibles* sono riportati direttamente nel principio IFRS 3 e possono essere:

- *legate al marketing*: nomi commerciali, marchi, domini internet, testate giornalistiche, accordi restrittivi della concorrenza;
- *legate al cliente*: liste di clienti, portafoglio ordini, relazioni con la clientela non contrattuali;
- *legate ad opere dell'ingegno*: diritti contrattuali o diritti d'autori relativi a spettacoli, libri, opere musicali, immagini, fotografie, materiali audiovisivi;
- *basate su contratti*: accordi di licenze, contratti pubblicitari, di servizio e di fornitura, contratti di leasing, di franchising, d'uso;
- *legate alla tecnologia*: brevetti, software, segreti di fabbricazione e tecnologie esclusive, banche dati.

2.2.3 Business combinations tra soggetti soggiogati a comune controllo

Le Business Combinations che coinvolgono aziende / business *under common control* sono escluse dalle norme inserite nel IAS/IFRS.

In questo caso la modalità di rappresentazione deve essere improntata alla conservazione delle risultanze contabili emergenti dalle entità che si aggregano. La soluzione proposta in ambito internazionale presuppone il ricorso ad una metodologia che permetta la trasmissione dei valori dall'incorporata all'incorporante.

Per poter inquadrare tali operazioni è opportuno riferirsi alle indicazioni contenute negli IAS 8, *Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors*²⁴. Va osservato che la disciplina domestica non può essere totalmente applicata allo scopo di rilevare le aggregazioni aziendali *under common control* poiché c'è l'assenza del riconoscimento del principio della sostanza sulla forma, principio che invece, nel quadro contabile internazionale assume un ruolo preponderante.

La caratteristica più evidente della disciplina contabile internazionale in merito alle aggregazioni aziendali appare quindi essere rappresentata dallo stretto legame tra la sostanza economica e l'operazione illustrata, facendo emergere così la situazione in cui la combinazione di imprese dia luogo allo spostamento del controllo di un *business*.

Da quanto sin ora esposto, emerge che la fusione inversa può rappresentare una *business combination* se risulta essere un'operazione di acquisto del controllo di un business ed è perciò soggiogata alla disciplina dell'IFRS 3 e al rispetto di alcuni requisiti indicati dai principi internazionali²⁵. Qualora però il rapporto di partecipazione dell'incorporata nell'incorporante fosse di controllo, eccetto casi particolari, l'operazione è considerabile come fusione tra soggetti *under common control*, e quindi fuori dall'ambito applicativo dell'IFRS 3.

²⁴ Cfr. R.PEROTTA, *Fusione inversa* pag.155 e ss.

²⁵ Per poter parlare di *business combination* rientrante nell'ambito degli IFRS 3 l'operazione deve avere il requisito della stessa natura del comune controllo che non deve essere transitorio come indicato dal paragrafo 10 del principio contabile.

Per le operazioni *under common control* ci si rifà normalmente a disposizioni che utilizzano un *framework* costituito dagli *standards* statunitensi. In particolare, all'appendice D dello *SFAS 141, business combinations*, dove è evidenziato che i trasferimenti *under common control* di *net assets* conducono all'iscrizione di questi ai valori contabili a cui erano in carico, alla data dell'operazione, secondo la metodologia *predecessor basis*²⁶. Se si fa riferimento ad un principio non ispirato a quello della continuità, le operazioni non vengono rappresentate adeguatamente. Da un lato appare giustificato il ricorso ad una tecnica simile alla *predecessor basis*, dall'altra si deve evidenziare che il metodo di continuità dei valori non è interpretabile in maniera univoca. Difatti, tale principio potrebbe riferirsi al bilancio d'esercizio, così come al bilancio consolidato dell'incorporata o dell'entità che la controlla.

Se si intende adottare altre interpretazioni, l'incorporante mantiene iscritte le proprie attività e passività adattandone i valori a quelli emergenti dal bilancio consolidato nonché adattando il proprio patrimonio netto. Suddetto approccio, è coerente sia nel caso di fusione inversa che di quella diretta con il bilancio consolidato. Tale bilancio già rappresenta l'aggregazione dei patrimoni che, sotto l'aspetto giuridico-formale, si realizza solo tramite l'operazione di fusione. Dunque, il soggetto preposto alla redazione del bilancio vede ridimensionata la discrezionalità nella riespressione dei valori della partecipata, che opererebbe secondo quanto disciplinato dal legislatore nazionale. Di contro, la situazione patrimoniale dell'incorporante *post* fusione deve basarsi sullo storno, effettuato in seguito alla fusione, della partecipazione che la partecipante deteneva nella controllata, provvedendo ad iscrivere le attività e le passività delle società coinvolte nell'operazione agli stessi valori cui emergono dal consolidato della partecipante alla data dell'operazione nonché adeguando il patrimonio netto contabile ai valori del consolidato.

Un diverso trattamento per la rappresentazione delle differenze da annullamento potrebbe attenersi al ritenere il valore differenziale in questione un elemento del patrimonio netto dell'entità risultante dalla fusione e, perciò, portato ad aumento o riduzione dello stesso. In tale rappresentazione sembra giocare un ruolo importante, l'assimilazione dell'incorporazione di una società interamente controllata da parte di un soggetto controllante, o viceversa, nel caso di fusione inversa, ad uno scambio tra

²⁶ Il *predecessor basis* indica che i valori da considerare per la rilevazione in capo alla trasferitaria, degli elementi trasferiti sono gli stessi che erano in carico alla trasferente. A tal proposito, il paragrafo D12 dello *SFAS 141* afferma che: «*When accounting for a transfer of assets or exchange of shares between entities under common control, the entity that receives the net assets or the equity interests shall initially recognize the assets and liabilities transferred at their carrying amounts in the accounts of the transferring entity at the date of the transfer*». Dunque, nel ambito dei principi statunitensi si concretizza una modalità di contabilizzazione delle operazioni *under common control* che si ricollega a quanto precisato dalla dottrina, ai principi del *pooling of interests method*, ossia il principio adottato dagli *IAS 22, Business Combinations*, principio sostituito dall'*IFRS 3*.

azionisti, contraddistinte da similitudini per ciò che attiene l'acquisto di azioni proprie da parte di una società, che secondo lo IAS 32, *Financial Instruments: Disclosure and Presentation*, non può originare componenti positivi o negativi di reddito ma piuttosto solo variazioni dell'*equity*. È da rilevare, che tale trattamento contabile, rifletta una teoria del gruppo, *l'economic entity theory*, diversa rispetto a quella adottata dai principi contabili IAS/IFRS, in base al quale le minoranze rappresentano soggetti esterni al gruppo. La soluzione potrebbe essere l'utilizzo di un criterio di continuità basato sulle risultanze di bilancio d'esercizio.

2.3 VALUTAZIONE DEL PREZZO DI ACQUISTO



In linea generale, i metodi di valutazione previsti si possono distinguere in:

- quelli che utilizzano dati tratti da transazioni di mercato o *cost based* (o di rimpiazzo), che però hanno il limite di necessitare di un mercato attivo esistente o il verificarsi di condizioni similari);
- quelli che si ispirano ad una logica di capitalizzazione dei flussi finanziari o reddituali futuri di pertinenza dell'intangibile, attualizzati a tassi che ne riflettano la rischiosità.

La loro valutazione risulta in ogni caso incerta, poiché il metodo varia a seconda del tipo di intangibile, e non sono fornite indicazioni specifiche e ufficiali. Tutto ciò rende necessario l'introduzione di procedimenti di stima.

Attività e passività devono essere valutate ai rispettivi *fair value*. Nelle passività vanno sempre incluse le passività potenziali originate da eventi antecedenti e di cui è possibile misurare in maniera attendibile il *fair value*. Vanno inoltre incluse, contrariamente a quanto prevede lo IAS 37, le passività per le quali possa dirsi non probabile che si verificherà una fuoriuscita di risorse per estinguerle²⁷.

Il corrispettivo riconosciuto al cedente è determinato sulla base del fair value di quanto trasferito all'acquirente, e se questo trasferimento avviene senza corrispettivo, il fair value del complesso aziendale di cui l'acquirente è entrato in possesso deve essere calcolato con appropriati metodi di valutazione. Nelle fusioni il corrispettivo è di regola costituito dalle nuove azioni o quote emesse" (Potito, 2013).

Measurement period: se non si dispone di tutti i dati completi per poter redigere il bilancio nell'esercizio in cui viene effettuata l'acquisizione è possibile utilizzare dati provvisori che potranno poi essere aggiustati entro un termine massimo di 12 mesi, sempre che, le rettifiche siano date dall'ottenimento di nuove informazioni su fatti e dati già esistenti alla data in cui è stata effettuata l'acquisizione (ovvero che avrebbero comportato le medesime modifiche se conosciute allora.). Entro il termine fissato è possibile aggiustare sia elementi attivi che passivi, sia di pertinenza di terzi, sia della quota, sia del corrispettivo riconosciuto al cedente, sia dell'avviamento. Per poter applicare il metodo dell'acquisizione c'è la *rilevazione e la valutazione dell'avviamento (goodwill) o di un utile derivante da un acquisto a prezzi favorevoli (derivanti da un buon affare)*. Alla data di acquisizione, l'acquirente deve rilevare l'avviamento valutandolo per

²⁷ Per una visione degli elementi cui non va applicato il fair value v. Potito Lucio, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2009

l'eccedenza di (a) su (b), nel seguente modo:

(a) somma di: corrispettivo riconosciuto al cedente + valore delle interessenze di minoranza *fair value* rideterminato di quote non di controllo dell'acquisita in possesso dell'acquirente, nel caso in cui l'acquisto sia avvenuto in più stadi; (b) valore dell'attivo netto acquisito.

Nel caso in cui ci sia un'eccedenza del primo aggregato rispetto al secondo, l'acquirente rileva nel proprio stato patrimoniale un *goodwill*. Al contrario, avremo un provento straordinario, il cosiddetto *gain on a bargain purchase, derivante da un buon affare*, da iscrivere nel conto economico. Tale ipotesi è da ritenersi straordinaria, in quanto all'azienda viene di solito assegnato un valore sulla base degli eventuali benefici, ma anche sulla base del valore corrente del proprio patrimonio e potrebbe verificarsi nel caso in cui il cedente ha dovuto effettuare una vendita forzata. L'avviamento (*goodwill*), è collegato agli elementi intangibili, per cui è molto importante riconoscerli e determinarli in maniera adeguata come specificato in precedenza. Afferma Potito (2013) *"è importante porre in evidenza che in un'acquisizione non totalitaria, l'acquirente contabilizza l'intero avviamento (full goodwill), compreso quindi quello di competenza della minoranza, se sceglie di stimare a fair value la partecipazione di minoranza. Se al contrario la valutazione della partecipazione non è di controllo è fatta sulla base della percentuale dei fair delle attività di spettanza ai terzi, l'acquirente rileverà soltanto la quota di goodwill di sua competenza."* Secondo i principi internazionali, l'ammortamento dell'avviamento, non ne è soggetto *"al pari di ogni altro bene immateriale che si ritiene abbia vita indefinita"* (IAS 38). Si procede, periodicamente a controllo del valore, sottoponendolo al *"test di deterioramento"* (*impairment test*).

2.4 IL CONTROLLO ED I MODI IN CUI PUO' ESSERE OTTENUTO

Varie sono le metodologie di acquisizione del controllo nelle business combinations:

- Tramite il trasferimento di denaro, di suoi equivalenti o altre attività;
- Assumendosi una passività;
- Emettendo nuovi titoli azionari;
- Assegnando più di un tipo di corrispettivo;
- In virtù di un mero rapporto contrattuale, senza contropartita.
- Quando una o più entità diventano controllate dall'acquirente, che diventa così la capogruppo;

- Attraverso una fusione per incorporazione nell'acquirente;
- Trasferendo parte di attivo netto o di strumenti di capitale da un'entità aziendale ad un'altra, anche se neocostituita;
- Quando un gruppo di soci delle entità oggetto di aggregazione ottengono il controllo dell'entità che ne scaturisce.

La principale innovazione della nuova nozione di *Business Combination* è il passaggio dal *purchase method* all'*acquisition method*, grazie al quale l'aggregato aziendale può essere attuato tramite "una transazione o evento di altra natura" che non implica necessariamente il trasferimento di un corrispettivo²⁸.

Non si tratta più, dunque, di determinare solo un costo di acquisto e di allocarlo alle attività, bensì di determinare anche il valore della partecipazione di cui è titolare la minoranza azionaria ed il valore dell'intero *goodwill* (*full goodwill*), ripartendolo poi (nel bilancio consolidato) fra quello di pertinenza della maggioranza e quello di pertinenza della minoranza azionaria. In mancanza di prova contraria, si presume che il corrispettivo pagato sia equivalente al valore dell'azienda acquisita e costituisca il miglior valore dell'azienda, specie qualora si tratti dell'acquisto del 100% di essa. Ciò non è valido se in alcune operazioni non c'è alcun corrispettivo pagato oppure il valore del corrispettivo non è una misura attendibile del *fair value* della quota di partecipazione acquisita. In tali casi bisogna procedere direttamente ad una valutazione d'azienda con gli opportuni metodi. Ulteriore novità è che i costi diretti dell'operazione non possono più avere un valore incrementativo; essi divengono, dunque, costi di periodo da imputare a conto economico.

2.5 L'EVOLUZIONE DELL' IFRS 3

Il 10 gennaio 2008 l'International Accounting Standards Board (IASB) ha pubblicato l'International Financial Reporting Standard (IFRS) 3 intitolato "Aggregazioni Aziendali" nella sua versione rivista¹⁹. Tale principio contabile internazionale è stato inizialmente adottato con il Regolamento CE n. 1126/2008 della Commissione Europea e pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale con Legge n. 320 del 29 novembre 2008. Successivamente è stato

²⁸ Anche in italiano, il termine "comprare" lascia intendere una compravendita, mentre il termine "acquisire" comprende una più ampia sfera di possibilità per ottenere qualcosa. Per ulteriori raffronti cfr. Potito L., "le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Giappichelli, Torino, 2013;

modificato con il Regolamento CE n. 495/2009 del 3 giugno 2009 tradottosi, nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, nella Legge n. 149/22 del 12 giugno 2009. Il Regolamento CE prevede che tale principio trovi applicazione a partire dagli esercizi sociali che hanno avuto inizio dopo il 30 giugno 2009. L'evoluzione intervenuta nel principio contabile internazionale IFRS 3, dalla struttura originaria del 2004 alla versione rivista del 2008, rappresenta un ulteriore passo del processo di convergenza voluto dallo IASB e dal FASB nei metodi di contabilizzazione, rilevazione e valutazione delle aggregazioni aziendali, anche se non tutte le problematiche sul tema hanno trovato soluzione.

Secondo il dettato dell'Ifrs 3 2008, sono da considerarsi aggregazioni aziendali tutte quelle operazioni o quegli eventi in cui un'entità detta acquirente acquisisce il controllo di una o più attività aziendali. Già da questa prima formulazione è possibile cogliere una differenza rispetto al principio Ifrs 3 nella versione del 2004: la definizione di aggregazione aziendale data dal dettato originario del principio 21 era se vogliamo più generica rispetto a quella dell'Ifrs 3 revised che pone maggiore attenzione al concetto di controllo. Secondo l'Ifrs 3 revised essa consiste in un insieme integrato di attività e beni che possono essere coordinati e gestiti allo scopo di assicurare un rendimento sotto forma di dividendi, minori costi o altri benefici economici, direttamente a investitori, soci, membri o partecipanti

La relazione IFRS3 è stata redatta a conclusione del progetto "Business Combination Project" articolato in due fasi:

1. Una prima a breve termine che, seguendo l'evoluzione normativa americana, prevedeva l'eliminazione del *pooling of interests* come metodo di contabilizzazione e la sostituzione della procedura di *impairment* rispetto all'ammortamento dell'avviamento. La fase termina nel 2004 con l'emanazione della prima scrittura del IFRS3 del 2004 che ha sostituito l'IAS22.
2. La seconda fase a lungo termine anticipa il perfezionamento dell'applicazione del *purchase method*²⁹ (detta *acquisition method*) e, grazie ad una vigorosa

²⁹ Il purchase method sulla base del quale il prezzo di acquisizione è posto a confronto con il fair value delle attività e delle passività dell'entità acquisita e l'eventuale differenza positiva che dovesse scaturire da tale confronto rappresenta l'avviamento. L'Ifrs 3, avendo eliminato il metodo di contabilizzazione pooling of interests ed avendo individuato nel purchase method l'unico metodo applicabile, adotta la Teoria della Capogruppo: il pooling of interests prevede la rilevazione dell'avviamento per il suo intero ammontare (full goodwill approach) e considera il gruppo come un'unica entità di cui il bilancio consolidato deve esprimere l'interezza degli asset posseduti senza distinzione tra interessi della capogruppo e delle minoranze. Rispetto alla versione del 2004, l'IFRS 3 2008 prevede anche la possibilità (non l'obbligo) di contabilizzare l'acquisizione secondo l'entity theory (teoria dell'entità). Questa impostazione implica l'adozione del full goodwill approach (metodo dell'avviamento totale).

cooperazione tra IASB e FASB, cerca di allineare il più possibile l'IFRS 3 con lo SFAS 141. Questa termina nel 2005 con la pubblicazione dell'*Exposure Draft of Proposed Amendments to IFRS 3 Business Combinations* (unitamente agli *Exposure Draft* che riguardano lo IAS 21- "*Consolidated and Separated Financial Statements*" e lo IAS 37- "*Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*"). Il FASB pubblica il documento *Business Combinations replacement of FASB Statement No. 141 (Proposed Statement of Financial Accounting Standards)*, insieme a quello relativo al bilancio consolidato (*Consolidated Financial Statements, Including*

Accounting and Reporting of Noncontrolling Interests in Subsidiaries-Proposed Statement of Financial Accounting Standards) sostitutivo dell'Arb n. 51.

Le modifiche apportate da questi nuovi documenti vanno al di là degli aspetti applicativi, interessando anche alcuni aspetti di principio e di metodo.

Le principali novità apportate dallo IASB, e nello stesso tempo dal FASB, in merito all'approccio "generale" contenuto nell'IFRS 3 sono mosse dalla necessità di avere regole contabili standard e universalmente valide tali da permettere una comparazione tra bilanci differenti e una comoda lettura a chiunque fosse interessato e riguardano:

- a) l'ambito di applicazione (lo scopo);
- b) la definizione di *business combination*, che identifica un'operazione o altro evento in cui un'acquirente ottiene il controllo di una o più attività aziendali e non più come
«una unione di entità o attività aziendali distinte in un'unica entità tenuta alla redazione del bilancio»);
- c) la definizione di attività aziendale; intesa come l'insieme di attività e beni integrati atti ad essere coordinati e gestiti (*capable of being conducted*) allo scopo di assicurare agli investitori un rendimento o minori costi o altri benefici economici ai partecipanti³⁰;
- d) la valutazione del *fair value*, che rappresenta uno degli elementi di maggiore innovazione introdotti dai principi contabili internazionali: da un punto di vista

³⁰ Questa modifica, introdotta per raggiungere una convergenza con la definizione FASB, riguarda l'introduzione del concetto di potenzialità nella definizione di attività aziendale, anche se essa «potrebbe dar luogo in alcuni casi a interpretazioni discrezionali da parte del redattore del bilancio».

prettamente contabile le operazioni straordinarie, siano esse fusioni, acquisizioni di rami d'azienda o di partecipazioni, vengono tutte considerate delle "*acquisition*" vale a dire operazioni con le quali si attua lo scambio di beni aziendali contro corrispettivo, sia esso rappresentato da denaro, azioni, crediti o altre attività.

All'inizio del 2008, lo IASB ha pubblicato una versione rivista dell'IFRS 3 a integrazione della seconda fase del *Business combination project*.. Nella Tabella, si evidenziano sinteticamente le principali modifiche apportate dall'IFRS 3.

Confronto tra gli IFRS 3 del 2004 e quelli del 2008

Aspetto modificato	IFRS 3 2004	IFRS 2008
Definizione di aggregazione aziendale o business combination	Unione di entità o attività aziendali distinte in un'unica entità tenuta alla redazione del bilancio di esercizio	Operazione in cui un acquirente ottiene il controllo di una o più attività aziendali
Definizione di business o attività	Insieme di attività e beni gestiti e condotti allo scopo di assicurare agli investitori un rendimento ed ai partecipanti minori costi o altri benefici economici, in modo diretto o proporzionale	Insieme di attività e beni integrati atti ad essere gestiti e coordinati allo scopo di assicurare agli investitori un rendimento, ai soci di entità a scopo mutualistico ed ai partecipanti minori costi o altri benefici economici in modo diretto o proporzionale
Esclusioni dell'ambito applicativo	Aggregazioni fra società sottoposte a comune controllo. Operazioni di joint venture. Aggregazioni fra entità mutualistiche	Aggregazioni tra società sottoposte a comune controllo. Operazioni di joint venture . Acquisizioni di attività che non rientrano nella definizione di attività aziendale
Acquisizione del controllo	Il controllo é ottenuto tramite un'acquisizione che comporta una controprestazione, sia essa monetaria o meno	Il controllo é ottenuto indipendentemente dall'ottenimento della controprestazione sia essa monetaria o meno
Determinazione del fair value dell'acquisto	Alla data di scambio	Alla data di acquisizione
Avviamento	Viene iscritto solo l'avviamento di pertinenza del gruppo (partial goodwill approach)	Viene scritto l'avviamento pieno (full goodwill approach)
Metodo di contabilizzazione	Purchase method	Acquisition method (in alternativa al Purchase method)
Costo dell'acquisizione	È dato dalla sommatoria dei fair value di: attività cedute passività sostenute, strumenti rappresentativi di capitale messi in cambio del controllo sulla acquisito e di ogni altro costo attribuibile all'operazione	È dato dalla sommatoria dei fair value di: attività cedute, passività sostenute o assunte, strumenti rappresentativi di capitale messi in cambio del controllo sull'acquisto e di ogni altra partecipazione non di controllo posseduta dall'acquirente appena prima dell'operazione di acquisizione. I costi attribuibili all'operazione vengono imputati a conto economico nel momento del loro sostenimento
Attività immateriali	Vengono rilevate dall'acquirente solo se il relativo fair value può essere attendibilmente valutato	Deve essere possibile valutare attendibilmente il loro fair value e devono essere qualificate come identificabili
Avviamento negativo	L'eventuale eccedenza del fair value netto di attività e passività, anche potenziale, dell'acquisita rispetto al costo dell'acquisizione deve essere imputata a conto economico	L'eventuale eccedenza del fair value netto di attività e passività, anche potenziali, dell'acquisita rispetto al costo dell'acquisizione deve essere imputato a riduzione dell'avviamento e solo successivamente a conto economico
Acquisizione in più fasi o step acquisition	L'avviamento è dato dal cumulo degli avviamenti parziali rideterminati alle diverse date di acquisizione	Perdono di rilevanza in momenti degli acquisti parziali antecedenti alla data di acquisizione
Trattamento delle acquisizioni e dismissione successive all'ottenimento del controllo	Non veniva contemplata questa situazione	Equity transaction: nessun effetto sul conto economico, nessun avviamento

2.6 CONFRONTO TRA DISCIPLINA INTERNA E PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI

Confronto con la disciplina nazionale in materia di operazioni straordinarie

Ambito di applicazione e metodi di contabilizzazione

IFRS 3

L'IFRS 3 si applica alle operazioni di aggregazione aziendale (acquisto di partecipazioni, acquisto di rami d'azienda, fusioni, scissioni e conferimenti d'azienda) che comportano il trasferimento del controllo.

L'IFRS 3 non si applica, invece, alle operazioni tra imprese assoggettate a controllo comune (operazioni infragruppo) o ad operazioni che riguardano la creazione di Joint Ventures.

Tutte le operazioni di aggregazione aziendale sono contabilizzate con il metodo dell'acquisizione. Tale metodo prevede che la BC sia considerata secondo la prospettiva dell'impresa identificata come parte acquirente.

Disciplina nazionale

Per le operazioni di fusione e scissione, la disciplina codicistica non distingue fra operazioni di tipo realizzativo (effettuate fra parti indipendenti) ed operazioni infragruppo di riorganizzazione.

Le fusioni e le scissioni sono contabilizzate utilizzando il principio della continuità dei valori contabili, che ignora la natura di scambio economico delle operazioni fra parti indipendenti (ex art. 2504-bis comma 4 e art. 2506-quater)

Solo, per le operazioni di conferimento è prevista l'iscrizione dei beni conferiti a valori correnti (art. 2343).

Valutazione delle attività e delle passività

IFRS 3

Valutazione a valori correnti delle attività e passività delle imprese acquisite.

Disciplina nazionale

Iscrizione delle attività e passività dell'incorporata ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione e della scissione (il conferimento, viceversa è a valori correnti).

Tuttavia, l'OIC 4 ammette l'iscrizione del disavanzo di fusione come attività residuale rappresentativa della differenza tra il valore corrente dell'attivo netto acquisito ed il relativo costo

Riguardo il disavanzo di scissione, l'OIC 4 ammette la sua iscrizione secondo le modalità e cautele previste per il disavanzo di fusione.

Data di acquisizione

IFRS 3

È la data in corrispondenza della quale l'acquirente ottiene effettivamente il controllo sul business oggetto di acquisizione.
Non è prevista la retroattività contabile.

Disciplina nazionale

È la data in corrispondenza della quale è eseguita l'ultima delle iscrizioni dell'atto di fusione o scissione (data di efficacia reale), secondo quanto previsto dall'art. 2504-bis per le fusioni e 2506-quater per le scissioni. È prevista la possibilità di retrodatare gli effetti contabili dell'operazione.

Criteri di identificazione delle attività e delle passività

IFRS 3

Per le attività diverse da quelle immateriali: probabilità di benefici economici futuri e determinazione attendibile del fair value;
Per le passività diverse da quelle potenziali: probabilità del deflusso dei benefici economici e determinazione attendibile del fair value;
Per le passività potenziali e le attività immateriali: determinazione attendibile del fair value

Disciplina nazionale

Il PC-OIC4 prevede criteri più restrittivi rispetto all'IFRS 3: iscrizione nel bilancio di apertura delle sole attività e passività dell'incorporata risultanti dal suo bilancio di chiusura.
Tuttavia, è prevista anche la possibilità di iscrivere, in sostituzione del disavanzo di fusione (avviamento), altre attività e passività non iscritte nel bilancio dell'incorporata ma iscrivibili in esso, purché effettivamente esistenti alla data di efficacia della fusione (ad es. know-how, software).

Alla luce degli argomenti sin ora affrontati emerge con chiarezza che la rappresentazione di bilancio della fusione inversa presenta criticità applicative ed interpretative sia nel contesto domestico che in quello internazionale, evidentemente riconducibili a insufficienze normative e regolamentari proprie delle rispettive discipline di riferimento. Con riferimento al contesto interno ai sensi dell'art 2504-bis, quarto comma, pur prevedendo il principio della continuità³¹ dei valori ai fini dell'iscrizione, nei conti dell'incorporante degli elementi patrimoniali dell'incorporata, non sono disciplinate alcune particolarità della rappresentazione della fusione inversa, così da renderne difficoltosa l'interpretazione. Le criticità emerse, a tal proposito, riguardano principalmente due aspetti:

1. da una parte, la natura (duplice o unitaria) delle differenze di fusione ivi emergenti;

³¹ In base al principio richiamato, occorre sottolineare che, rispettando il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, la rappresentazione ipotizzata si applicherebbe anche nell'ipotesi in cui la stessa partecipazione sia adottata per il concambio.

2. dall'altra, la possibilità di applicare concretamente il principio della prevalenza della sostanza sulla forma con lo scopo di rendere omogenea la rappresentazione delle varie modalità di effettuare la fusione inversa con la fusione diretta.

Nel contesto dei principi internazionali, l'elemento caratterizzante è il principio della prevalenza della sostanza sulla forma che permette la continuità cui soggiogare la trasmissione dei valori. Nel contesto domestico, d'altro canto, esiste un limite legislativo di trasmissione dei valori all'incorporata. La differenziazione della rappresentazione di fusione inversa è riconducibile, non già alle varie modalità di esecuzione del concambio bensì al fatto che con l'operazione sia o meno verificata l'acquisizione di un complesso aziendale. Da questo punto di vista, è importante la ripartizione delle operazioni rientranti nel contesto dell'*IFRS 3*, a cui si applica la metodologia *purchase*, e quelle *under common control*, caratterizzate dalla continuità. In tale contesto, inoltre, la rappresentazione di bilancio, valorizzando la sostanza dell'operazione rispetto alle modalità giuridico-formali della stessa, permette di conseguire lo stesso risultato a prescindere dal verso dell'incorporazione, avvalorando l'ipotesi secondo cui si raggiunge lo stesso effetto aggregativo. Per di più, le ipotesi sostenute sin ora, sono caratterizzate dalla emersione e definizione di potenziali valori differenziali dalla fusione inversa in ambito nazionale coerente con quello internazionale. Difatti, mentre nel contesto interno, così come evidenziato dal presente lavoro di tesi, le interpretazioni permettono la possibilità che emergano differenze, sia da concambio che da annullamento, in riferimento all'analisi della fusione nel contesto internazionale è stata palesata la possibilità che emergano solo differenze da annullamento. Oltretutto, potrebbero emergere valori differenziali riconducibili alla fusione delle metodologie proprie delle operazioni di *step up* e di *step acquisition*.

2.7 IL PRINCIPIO DELLA PREVALENZA DELLA SOSTANZA SULLA FORMA NELLE BUSINESS COMBINATION

"Il principio IFRS 3 prescinde dalla forma giuridica con cui la business combination può realizzarsi, perché bada all'aspetto economico sottostante l'esistenza di un complesso aziendale il cui controllo economico è oggetto di trasferimento. [...] Il principio,

difatti, parte dal presupposto che dal punto di vista economico, che è il solo che davvero accomuna tutte le richiamate operazioni, se c'è un soggetto che acquisisce il controllo di un'azienda o di un ramo aziendale, la contabilizzazione debba avvenire in ogni caso nell'identica maniera senza che la diversa struttura formale data dall'operazione la condizioni³²". (Potito, 2013).

Le operazioni di concentrazione aziendale si realizzano attraverso diversi strumenti e forme giuridiche, tra cui: l'acquisizione d'azienda o di partecipazioni, il conferimento d'azienda o di partecipazioni, la fusione e in alcuni casi la scissione. La *Reporting Entity* in cui confluiscono le imprese partecipanti all'aggregazione non deve necessariamente coincidere con una nuova entità giuridica ³³.

Sono irrilevanti:

- L'istituto giuridico prescelto come veste formale dell'operazione;
- Lo status giuridico dei soggetti contraenti;
- La modalità di regolamento economico dello scambio realizzato.

Un'aggregazione aziendale può essere strutturata con varie modalità e possono essere determinate da motivi legali, fiscali o di altro genere:

- A. Una o più attività aziendale diventa controllata di un acquirente piuttosto che essere concretizzata in una fusione dell'attivo netto di una o più attività aziendali dell'acquirente;
- B. Un'entità aggregante trasferisce il proprio attivo netto, o i suoi soci trasferiscono le proprie interessenze, ad un'altra entità aggregante, o ai suoi soci;
- C. Tutte le entità aggreganti trasferiscono il proprio attivo netto, o i soci di dette entità trasferiscono le proprie interessenze, a un'entità costituita di recente (denominata talvolta "operazione di accorpamento");
- D. un gruppo di precedenti soci di una delle entità aggreganti acquisisce il controllo di maggioranza dell'entità risultante dall'aggregazioni.

³² L. POTITO, *op.cit.*, pagg. 137 e 138

³³ PORTALUPI A., *Business Combinations e partecipazioni: IFRS 3 revised*, Pwc;

2.7.1 Il principio della prevalenza della sostanza sulla forma in Italia

L' Organismo Italiano di Contabilità con riferimento al documento attinente alla fusione e alla scissione richiama il principio della sostanza sulla forma. Secondo codesta impostazione, gli effetti che comportano la formazione del patrimonio, sono gli stessi, sia per la fusione inversa che per la diretta. Pertanto, il patrimonio formatosi avrà la stessa rappresentazione e laddove non ci sia corrispondenza si dovrà provvedere ad adeguare i corrispettivi valori. Ciò probabilmente condurrebbe a difficoltà allorquando nella fusione inversa ci sia un avanzo da concambio piuttosto che un disavanzo inferiore rispetto a quello emerso nella fusione diretta. Si potrebbero, a tal proposito, prospettare due soluzioni:

allocare il disavanzo nei limiti del minor importo riscontrato (ciò sarebbe in contrasto con la posizione assunta dal OIC);

aumentare il disavanzo da concambio emerso, in modo da adeguarlo a quello derivante da fusione diretta (tuttavia, ciò comporterebbe un aumento del patrimonio netto per la restante parte che sarebbe difficile da allocare agli elementi patrimoniali). In tale ottica si procederebbe, dunque, ad una rivalutazione degli elementi patrimoniali dell'incorporante.

A questo punto, si rende necessario accertarsi che il principio della prevalenza sulla forma sia invocabile nelle norme interne. A tal proposito, l'OIC 4 fa implicito riferimento all'art. 2423-bis, primo comma, introdotto dal legislatore con la riforma societaria, asserendo che la valutazione delle voci di bilancio deve essere effettuata «*tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato*». Seppur non condivisa da tutti, l'OIC esprime una propria interpretazione, appoggiando quanto sostenuto nel Principio Contabile 11, *Bilancio d'esercizio – finalità e postulati*.

In principio, l'obiettivo del legislatore era quello di riferirsi al principio sopra menzionato, ma in sede di attuazione, ha prevalso la consapevolezza circa l'impossibilità di garantire un adeguato inserimento di tale principio nel sistema giuridico interno. L'applicazione del principio della sostanza sulla forma, risulta ostacolata dalla disciplina civilistica del bilancio, infatti il Principio Contabile 11, afferma esplicitamente che tale principio non possa essere attuato in una molteplicità di ambiti applicativi per effetto dei limiti previsti dalla legge o dalla possibilità di usufruire di agevolazioni fiscali. L'impostazione, sin ora descritta è destinata a risolversi nella prospettiva di attuazione della Direttiva 51/2003, che accoglie la possibilità per gli Stati membri di prescrivere o autorizzare l'osservanza di bilancio al principio della prevalenza della sostanza sulla forma. Oggi, fare ricorso a quanto proposto dall'OIC significherebbe adottare un principio non ancora pronto a essere recepito pienamente nel contesto di riferimento e ciò si tradurrebbe dunque, in un'applicazione meccanica dei criteri della fusione diretta a quella inversa.

Nel documento OIC la fusione inversa è giustificata ricorrendo al principio della prevalenza della sostanza sulla forma. Inoltre, è evidenziato il legame tra la fusione inversa e quella diretta dei valori iscrivibili all'attivo per quanto concerne le differenze da annullamento e da concambio.

Cfr. G.E. COLOMBO, il bilancio d'esercizio, in COLOMBO G.E.-PORTALE G.B. (diretto da), Trattato delle società per azioni, vol. 7*, Utet, Torino, 1994, pag. 196.

La Direttiva 51/2003 ha lo scopo di permettere la convergenza tra i principi contabili internazionali e le Direttive comunitarie in materia di bilancio: dunque, gli Stati membri, hanno l'opportunità di prevedere ulteriori documenti nonché di fare ricorso allo schema di bilancio previsto dallo IAS 1, *Presentation of Financial Statements* che distingue gli elementi del patrimonio correnti da quelli non correnti.

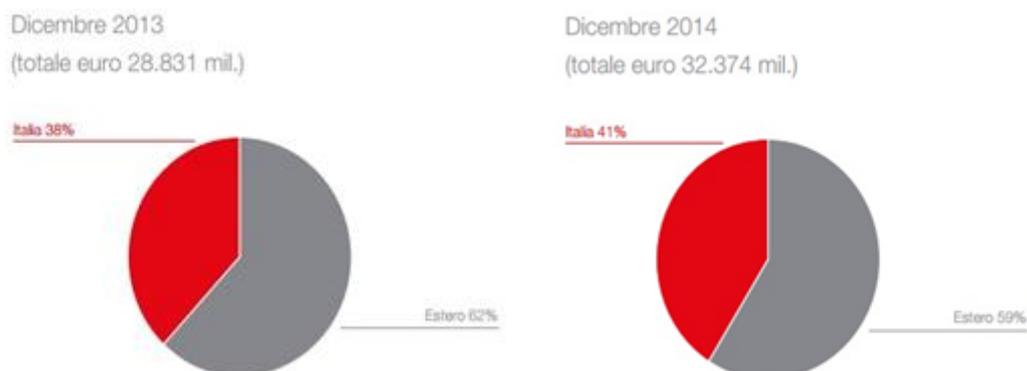
Capitolo 3

3 Capitolo 3 ANALISI DI MERCATO DELLE COSTRUZIONI DI GRANDI OPERE COMPLESSE

3.1 L'INDUSTRIA DELLE COSTRUZIONI NELL'ECONOMIA GLOBALE

L'operazione di fusione di Salini e Impregilo ha dato vita ad un *Global player* che invade prepotentemente e in modo alquanto competitivo il settore delle costruzioni di infrastrutture complesse e strategiche. Questo mondo d'*élite* dell'industria delle costruzioni ha permesso al nuovo Gruppo di ammortizzare gli effetti della crisi. Nonostante i primi 100 operatori mondiali più efficienti avevano sostenuto un incremento del fatturato di appena lo 0,7% rispetto all'anno precedente e il loro margine di profitto medio era aumentato leggermente dal 1,36% al 1,49%, la Salini Impregilo Spa è riuscita a incrementare il fatturato del 10%, sfruttando soprattutto gli ordini del portafoglio estero.

Portafoglio ordini per area di vendita



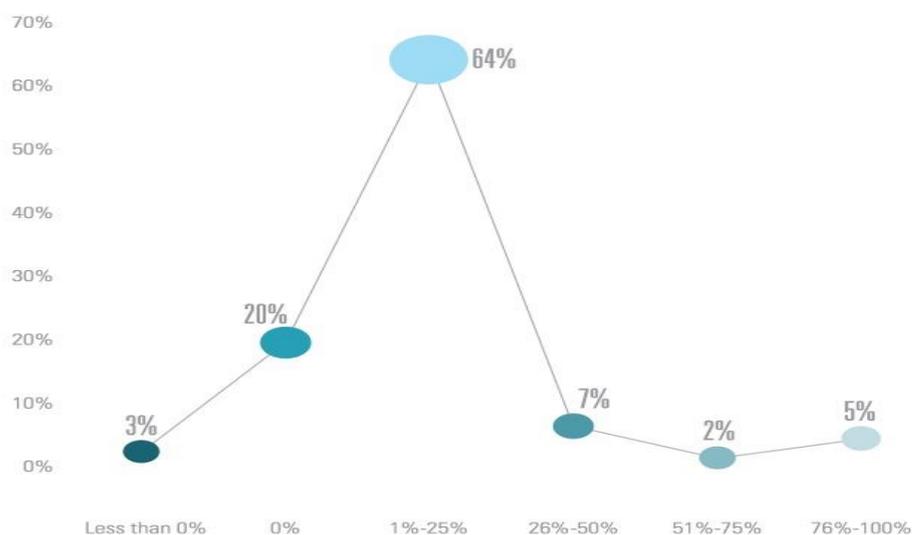
Relazione Finanziaria Annuale al 31

dicembre 2014 Fonte: www.salini-impregilo.com

La ragione di questo slancio anomalo rispetto i suoi *competitors* risiede nella scarsa volatilità delle particolari infrastrutture che le sono state commissionate e nella priorità strategica che queste in generale rivestono all'interno dei progetti di crescita economica sia dei Paesi industrializzati sia di quelli emergenti.

Crescita del fatturato delle imprese di costruzione nel mondo - 2013

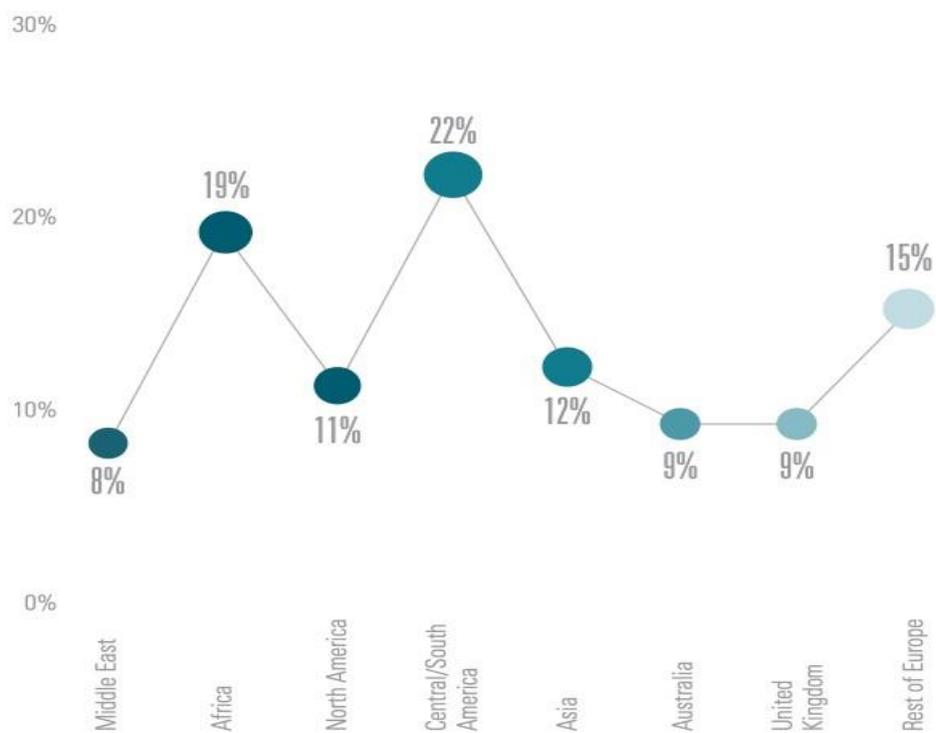
Fonte: KPMG 2013



Il settore delle costruzioni, soprattutto nei paesi in via di sviluppo, può arrivare ad assorbire fino al 55% del loro investimento interno lordo, utilizzato soprattutto per la creazione delle strutture fisiche e infrastrutture necessarie a soddisfare un'ampia gamma di bisogni fisici, economici e sociali, contribuendo in modo significativo alla realizzazione di diversi importanti obiettivi nazionali.

La dimensione dell'industria delle costruzioni, la natura del suo funzionamento e la sua presenza in tutte le attività di sviluppo, lo hanno reso un settore attraente e sfruttato dai Paesi più sviluppati per avviare partnership e progetti di cooperazione con Paesi emergenti finalizzate a sfogare l'eccesso di risorse che non vengono consumate all'interno del Paese stesso.

Crescita del settore nel 2013 suddiviso per continenti

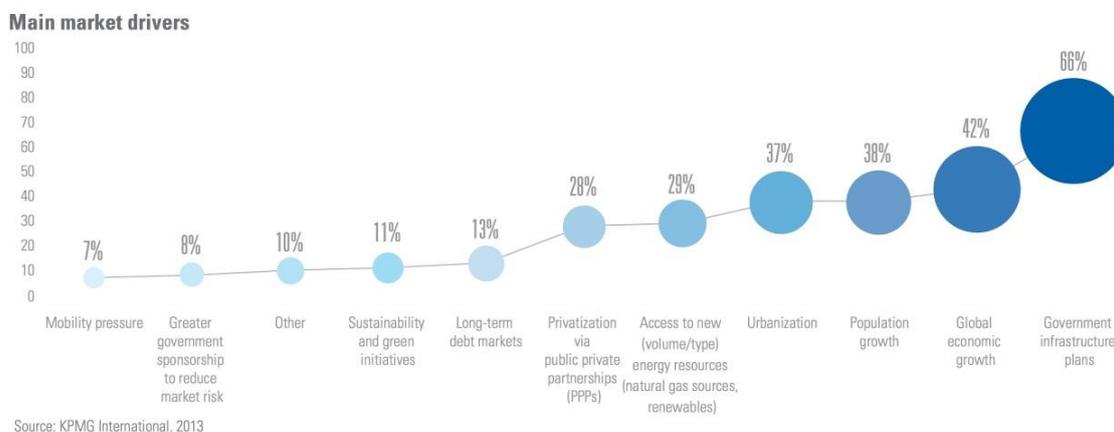


Fonte: KPMG International, 2013.

È possibile schematizzare il processo di sviluppo tecnologico delle imprese di costruzioni che caratterizza un Paese emergente spiegandolo in tre fasi principali:



Drivers dell'industria delle costruzioni, 2013



Fonte: KPMG, International, 2013

Il risultato è un afflusso di capitali positivo sia nei paesi emergenti, sia nelle economie più sviluppate non a caso, per combattere la crisi finanziaria, l'attuale politica monetaria favorisce l'espansione degli investimenti pubblici in infrastrutture abbassando i tassi d'interesse nonostante l'alta volatilità e i rischi di bruschi aggiustamenti, così come le politiche dei Paesi più sviluppati hanno indirizzato le risorse verso lo sviluppo di infrastrutture soprattutto in quei Paesi in cui vi sono dei deficit infrastrutturali con la speranza di:

- velocizzare la ripresa della domanda aggregata, ancora molto al di sotto dei livelli pre-crisi;
- favorire la crescita economica nel breve periodo;
- permettere un effetto moltiplicatore sulla domanda di lungo termine.

Un paese in via di sviluppo, inoltre, tende a concentrarsi sulla costruzione di infrastrutture di base in agricoltura, miniere, trasporti, comunicazioni, e le utility, in generale con il governo come il client.

Ranking top 10 by market in water and transportation sector.

ENR rankings:
Top 10 by market

Water		Transportation	
1	Salini Impregilo SpA	1	China Communications Constr. Group
2	Grupo ACS	2	Grupo ACS
3	Construtora Norberto Odebrecht	3	Vinci
4	HOCHTIEF	4	Bouygues
5	Strabag SE	5	Strabag SE
6	Sinohydro Group Ltd.	6	HOCHTIEF
7	China Int'l Water & Electric Corp. (CWE)	7	Construtora Norberto Odebrecht
8	Abeinsa SA	8	Skanska AB
9	FCC, Fomento de Constr. y Contratas SA	9	Bechtel
10	China Gezhouba Group Co. Ltd.	10	Royal BAM Group NV

Top 10 with revenue of \$9.6 bil., of \$15.8 bil. total

Top 10 with revenue of \$71.4 bil., of \$136.9 bil. total

Source: ENR

Bisogna inoltre considerare l'evoluzione del processo di sviluppo tecnologico, infatti, la Impregilo SpA, grazie all'operazione di fusione con la Salini ha continuato inesorabilmente il suo processo realizzativo, ha poi consolidato la sua posizione in altri Paesi nonostante il

perdurare della crisi finanziaria globale.

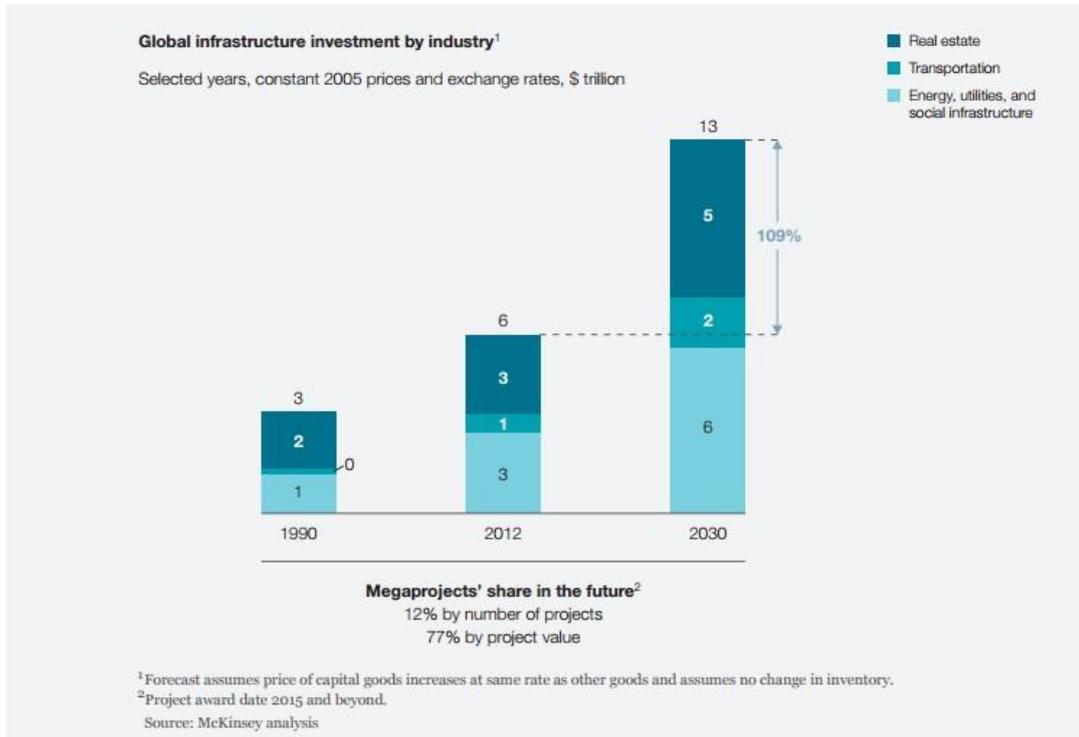
Pertanto è necessario ricordare che il successo di questa operazione deriva proprio dal contesto in cui essa opera, le infrastrutture realizzate in un paese sviluppato sono completamente differenti da quelle realizzate in un paese in via di sviluppo: un paese nelle prime fasi di sviluppo tende a dedicare una quota maggiore delle sue risorse al nuovo lavoro, in parte perché le strutture esistenti sono in numero minore e generalmente più recenti, e in parte perché ci tende ad esserci poca enfasi sull'importanza di manutenzione.

Tipico profilo degli input dell'industria delle costruzioni in riferimento ai Paesi sviluppati e in via di sviluppo

Inputs	Developing country ^a			Developed country ^b		
	Domestic	Imports	Total	Domestic	Imports	Total
Inputs from agriculture, forestry, mining, quarrying, manufacturing	16	24	40	25	8	33
Fuel, power, electricity, gas water	1	1	2	1	-	1
Other service inputs, including transport	8	5	13	7	1	8
TOTAL VALUE OF INTERMEDIATE INPUTS	25	30	55	33	9	42
Wages, salaries, associates expenditure	28	3	31	43	-	43
Amortization of plant and equipment, rentals paid	-	2	2	2	1	3
Indirect taxes less subsidies	2	-	2	2	-	2
Other gross business income	8	2	10	10	-	10
TOTAL GROSS VALUE OF PRODUCTION	63	37	100	90	10	100

Construction Industry, Monograph No. 2, UNIDO Monographs on Industrialization of Developing Countries, Based on the proceedings of the International Symposium on Industrial Development (Athens, November -December 1967), U.N., York, 1969, ID/40/2 (valore lordo della produzione è 100 unità).

Investimenti in infrastrutture raddoppieranno in 15 anni.



Fonte: <https://www.mckinsey.it/idee/the-construction-productivity-imperative>³⁴

³⁴ Secondo quanto descritto dalle analisi condotte da McKinsey "Three factors are defining the future of largescale capital projects. First, investment is growing fast. In 2013, global investment in energy, infrastructure, mining, and real-estate-related projects was about \$6 trillion; by 2030, that, could be \$13 trillion, according to McKinsey research"

IL CASO ITALIANO

In Italia, l'industria delle costruzioni rappresenta la filiera economica più importante, sia per il contributo al PIL sia per il numero di occupati. Tale definizione comprende la totalità dei soggetti che operano nell'edilizia: imprese di costruzioni, produttori di materiali edili, fornitori, consulenti, professionisti. La filiera edilizia, nel nostro Paese, è articolata in prevalenza in imprese di piccole o medie dimensioni, la cui gestione e la cui produzione sono fortemente connotate da un carattere artigianale. La compresenza di artigianale e industriale, e non la graduale trasformazione dall'uno all'altro, ha sempre accompagnato l'evoluzione del settore. Allo stato attuale, infatti, l'industrializzazione abbraccia soprattutto la produzione di materiali e di elementi del costruire, e solo parzialmente il processo produttivo in cantiere, che rimane fortemente improntato a un'eterogeneità di specializzazioni, le quali confluiscono nel processo in modo seriale e raramente sinergico.³⁵

Numero di imprese nel settore delle costruzioni



* Include l'impresa d'installazione impianti

**Dati Istat 2011, 2012, 2013; elaborazione Ance su dati Istat per il 2008, 2009, 2010 Elaborazione Ance su dati Istat.

Fonte: <http://www.ance.it/docs/docDownload.aspx?id=26602>

³⁵ Enciclopedia online "treccani"



3.2 INFORMAZIONI CIRCA LA FUSIONE

Come conseguenza di un ambizioso disegno industriale e strategico promosso dal Gruppo Salini, nasce un Campione Nazione nel settore delle costruzioni di grandi opere complesse, con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana s.p.a. Si tratta di un nuovo Gruppo in grado di posizionarsi tra i primi operatori mondiali nel settore del grande genio civile e di competere con i principali concorrenti in termini di economie di scala, di dimensioni e di complementarità geografica e settoriale. La Fusione rappresenta l'approdo di un'operazione di mercato che nel 2012 ha registrato il successo di una delle più importanti operazioni di *proxy fight*³⁶ concretizzate in Europa, supportata da piccoli risparmiatori, investitori istituzionali e attivisti, cui è seguita l'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria³⁷ (l'"OPA") promossa da Salini su Impregilo e conclusa definitivamente nell'aprile del 2013. La fusione costituisce, dunque, il presupposto per la piena realizzazione dei benefici dell'integrazione, in parte già conseguiti nel settembre 2012 attraverso l'Accordo Strategico di collaborazione commerciale e organizzativa stipulato tra Impregilo e Salini Costruttori S.p.A., socio unico di Salini.

L'Operazione trattata è una Fusione (c.d. inversa) per incorporazione di Salini in Impregilo. È stata effettuata sulla base dei bilanci relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 delle Società Partecipanti alla Fusione, approvati dalle rispettive assemblee, che sono utilizzati come situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501-*quater* cod.civ. e ha prodotto come conseguenza l'estinzione della Società Incorporata e la modifica della denominazione sociale della Società Incorporante in "Salini Impregilo S.p.A.". Al fine di concretizzare l'Offerta Pubblica di Acquisto la Salini ha fatto ricorso all'indebitamento finanziario per la realizzazione della Fusione.

³⁶ La *proxy fight* è un'operazione attraverso la quale una società tenta di acquisire il controllo di un'altra raccogliendo dagli azionisti esistenti il numero di deleghe necessarie per avere la maggioranza dei diritti di voto in assemblea. In un'assemblea di azionisti per votare la sfiducia o il rinnovo a un consiglio di amministrazione possono votare i presenti in sala in proprio o per delega.

³⁷ Ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del TUF e delle applicabili disposizioni del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 ("Regolamento Emittenti" o "RE")

In ciò trova applicazione l'art. 2501-*bis* cod. civ. per cui, i Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini:

- a) ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 2, e 2501-*ter* cod. civ., hanno indicato nel Progetto di Fusione le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione;
- b) hanno affidato a PwC, società di revisione incaricata della revisione legale dei conti di Impregilo, l'incarico di rilasciare la relazione ai sensi dell'art. 2501-*bis*, comma 5, cod. civ., emessa in data 28 giugno 2013 e allegata al Progetto di Fusione;
- c) ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3, e 2501-*quinquies* cod. civ., hanno predisposto e pubblicato una relazione, indicando le ragioni che motivano l'Operazione, includendovi un piano economico e finanziario indicante la fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere;
- d) ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 4, e 2501-*sexies* cod. civ., hanno richiesto congiuntamente e ottenuto dal Tribunale di Milano la nomina di BAKER TILLY REVISA in qualità di Esperto Comune, ai fini del rilascio della relazione ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 4, e 2501-*sexies* cod. civ., per l'attestazione della congruità del Rapporto di Cambio e della ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione. L'Esperto Comune ha rilasciato detta relazione in data 5 agosto 2013.
- e) Grazie all'Offerta Pubblica di Acquisto si è instaurato tra la Società Incorporata e la Società Incorporante un rapporto di controllo di diritto che ha condotto in un secondo momento alla Fusione. Questa rappresenta un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. L'operazione di Fusione è stata assoggettata all'approvazione delle rispettive assemblee delle Società Partecipanti alla Fusione in sede straordinaria entrambe convocate per il 12 settembre 2013³⁸.

³⁸ L'avviso di convocazione dell'assemblea di Impregilo e l'ulteriore documentazione relativa alla Fusione sono stati messi contestualmente a disposizione del pubblico, tra l'altro, sul sito internet www.impregilo.it - sezione "Governance - Assemblea degli azionisti" in data 9 agosto 2013.

3.2.1 Società incorporante



La Società Incorporante è Impregilo S.p.A., con sede legale in Milano, società soggetta a direzione e coordinamento da parte di Salini ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ., con azioni quotate sul MTA. La Società Incorporante nasce a metà degli anni Novanta dalla fusione di quattro importanti società di costruzioni italiane ed è un player mondiale attivo nel settore della progettazione e costruzione di grandi opere infrastrutturali, avendo per oggetto sociale la costruzione, per conto proprio e per conto di terzi, di opere stradali, portuali, idrauliche, idroelettriche, edilizie, ferroviarie, ed in genere ogni costruzione di ingegneria civile in Italia ed all'estero. Il Consiglio di Amministrazione non è delegato ad aumentare il capitale sociale. L'Emittente, inoltre, non ha emesso obbligazioni convertibili in azioni, né sussiste alcun impegno per l'emissione di obbligazioni e alcuna delega che attribuisca al Consiglio di Amministrazione il potere di deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni e/o strumenti finanziari diversi dalle azioni. Impregilo opera in più di 30 paesi distribuiti in 5 continenti, con una presenza consolidata nelle Americhe e in Italia ed un organico a fine 2012 pari a 11.890 dipendenti. Forte di uno straordinario know-how tecnico e professionale, l'Emittente è oggi tra i protagonisti mondiali nella realizzazione di importanti impianti idroelettrici e grandi dighe e vanta la realizzazione di migliaia di chilometri di vie di comunicazione e di infrastrutture di trasporto: ferrovie, metropolitane nelle principali città del mondo, strade e autostrade in aree urbane ed extra urbane. Alcune tra le opere realizzate e in corso di realizzazione rappresentano oggi pietre miliari dell'evoluzione della tradizione ingegneristica italiana nel mondo: dal salvataggio dei Templi di Abu Simbel in Egitto alla costruzione del Traforo del San Gottardo, fino all'ampliamento del Canale di Panama. Si tratta di grandi opere infrastrutturali in Italia e nel mondo che ne confermano la leadership e una riconosciuta eccellenza realizzativa; il Gruppo Impregilo vanta la costruzione di oltre 200 dighe ed impianti idroelettrici con una potenza complessiva installata di 25.000 MW, più di 1.000 km di gallerie completate, oltre 5.700 km di nuove linee ferroviarie, più di 30 km di strade e, negli ultimi 10 anni, 56 km di ponti e viadotti.³⁹

Al 31 dicembre 2012:

³⁹ Per maggiori informazioni al riguardo, si rinvia a quanto dettagliatamente descritto nelle note esplicative al Bilancio consolidato del Gruppo Salini per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013.

- i ricavi consolidati del Gruppo Impregilo ammontavano a Euro 2.281 milioni. Tale valore è stato realizzato per circa il 77% all'estero e riflette soprattutto lo sviluppo del settore "Costruzioni" (+26,3%);
- il risultato delle attività operative cessate era positivo per Euro 717 milioni ed era quasi integralmente riconducibile all'operazione di dismissione della partecipazione nella concessionaria brasiliana EcoRodovias Infraestrutura e Logistica S.A. (Euro 720,7 milioni);
- l'utile netto consolidato di pertinenza del Gruppo Impregilo era pari a Euro 602,7 milioni;
- il patrimonio netto del Gruppo Impregilo ammontava complessivamente a Euro 1,8 miliardi, mentre la posizione finanziaria netta consolidata era positiva per Euro 566,7 milioni;
- il portafoglio ordini delle costruzioni e impianti ammontava a circa Euro 10,6 miliardi.

3.2.2 Società Incorporata



La Società Incorporata è Salini S.p.A., società soggetta a direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ., da parte del socio unico Salini Costruttori. Salini è stata costituita in data 6 dicembre 2011 ed è divenuta beneficiaria, in data 21 dicembre 2011 e con efficacia dal 1° gennaio 2012, del Conferimento. Ai sensi dell'articolo 4 dello statuto sociale, la durata della Società Incorporata è attualmente fissata fino al 31 dicembre 2050, salvo proroga o scioglimento anticipato, deliberati dall'assemblea straordinaria. Il capitale sociale di Salini, interamente sottoscritto e versato, è pari a Euro 62.400.000,00, suddiviso in n. 62.400.000 azioni, ciascuna del valore nominale di Euro 1,00.⁴⁰ Le azioni della Società Incorporata non sono quotate in alcun mercato regolamentato. Il capitale sociale di Salini è interamente detenuto da Salini Costruttori.

Ex-ante fusione Salini Simonpietro e C. S.a.p.a. deteneva n.56.555.725 azioni di Salini Costruttori, pari al 47,13% circa del capitale sociale della medesima e al 52,23% circa delle azioni con diritto di voto, stante l'esistenza di n. 11.708.900 azioni proprie. Il socio

⁴⁰ Informazioni reperite dal sito del Gruppo Salini Impregilo S.p.A., c

accomandatario della Salini Simonpietro & C. S.a.p.a. e, quindi, azionista ultimo della catena di controllo, è Simonpietro Salini. Non risultano in vigore patti parasociali aventi ad oggetto le azioni di Salini.

La Società Incorporata è un leader nella realizzazione di grandi e complesse opere infrastrutturali, specializzato in progetti idroelettrici e nella costruzione di dighe, ferrovie, metropolitane, strade e autostrade, nell'edilizia civile e industriale nonché nei progetti integrati. Negli oltre 75 anni di storia ed esperienza maturata nel settore, il gruppo cui appartiene la Società Incorporata si è affermato tra i principali player a livello globale nella realizzazione di progetti "chiavi in mano".

3.2.3 Il Progetto di Fusione

Il primo documento redatto in ossequio agli artt. 2501-*bis*, comma 2, e 2501-*ter* cod. civ., è il Progetto di Fusione⁴¹.

Quest'ultimo assieme al Piano, sono stati approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione in data 24 giugno 2013.

Il Progetto di Fusione riassume l'insieme degli accordi che gli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione hanno raggiunto e contiene:

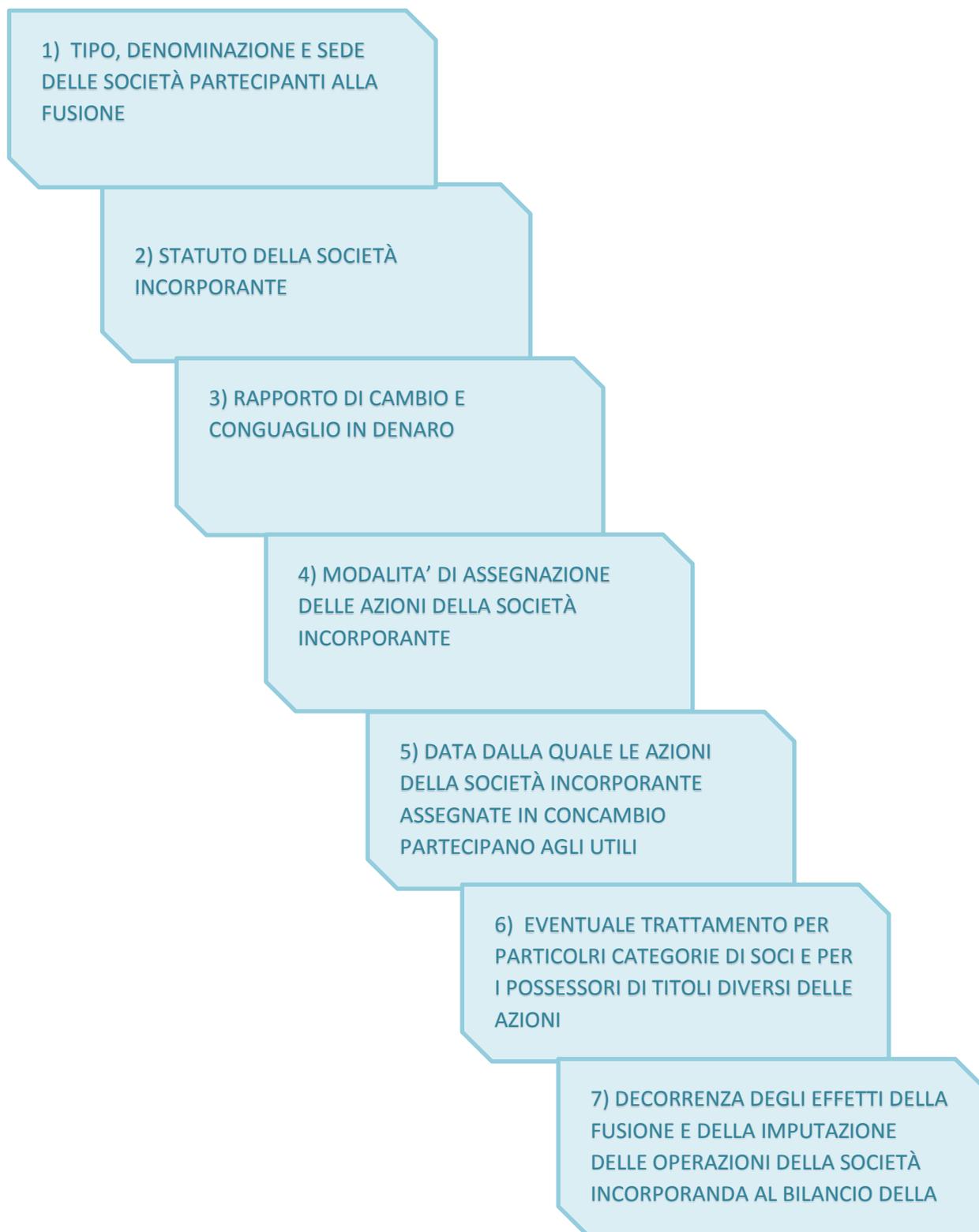
- il Piano con l'indicazione delle risorse finanziarie previste per far fronte alle obbligazioni assunte della società risultante dalla Fusione
- le relazioni illustrative predisposte ai sensi degli artt. 2501-*bis* e 2501-*quinqües* cod. civ., contenenti l'indicazione delle ragioni che giustificano l'operazione.

Tra le motivazioni che hanno spinto le società a compiere l'operazione di Fusione c'è la volontà di creare di un "Campione Nazionale", ovvero di un leader mondiale con il *know-how*, le competenze, il *track record* e le dimensioni necessarie per competere nel settore globale delle costruzioni attraverso una più efficiente ed efficace gestione del business. Il progetto rappresenta un'opportunità di crescita dimensionale esclusiva per Salini ed Impregilo, che ravviserebbero una valorizzazione nell'ambito delle competenze specifiche e delle referenze acquisite nei rispettivi mercati geografici di riferimento nell'ambito delle costruzioni di grandi opere complesse. Nonostante, il settore dell'edilizia residenziale e commerciale sia messo a dura prova a causa del perdurare delle condizioni di instabilità dell'economia globale, si può ugualmente affermare che le grandi infrastrutture continuano a rappresentare una priorità per lo sviluppo delle economie nazionali soprattutto in quelle aree geografiche caratterizzate da tassi di crescita più elevati. La

⁴¹ Informazioni reperite dal sito del Gruppo Salini Impregilo S.p.A., <http://www.https://www.salini-impregilo.com/static/upload/2.-/2.-allegato-1-progetto-fusione.pdf>

competizione tra i principali player del mercato è sempre più incentrata sul possesso di competenze e adeguate risorse finanziarie.

Il progetto di fusione Salini-Impregilo, in conformità all'art 2501 ter del Codice Civile, si sviluppa in 7 punti essenziali:



3.2.3.1 TIPO, DENOMINAZIONE E SEDE DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

1. Società Incorporante

Impregilo S.p.A., con sede legale in Milano, Via dei Missaglia n. 97, con capitale sociale Euro 718.364.456,72 interamente versato, diviso in n.404.073.428 azioni prive di valore nominale, delle quali n.402.457.937 azioni ordinarie e n. 1.615.491 azioni di risparmio, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano: 00830660155, Partita IVA: 02895590962, iscritta al R.E.A. di Milano al n. 525502, società soggetta a direzione e coordinamento da parte di Salini ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ., con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa italiana S.p.A..

2. Società Incorporata

Salini S.p.A., con socio unico, sede legale in Roma, Via della Dataria n. 22, codice sociale Euro 62.4000.000,00 interamente versato, rappresentato da n. 62.400.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Roma: 11664581003, iscritta al R.E.A. di Roma al n. 1319966, società soggetta a direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ., da parte del socio unico Salini Costruttori S.p.A. ("Salini Costruttori").

3.2.3.2 STATUTO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

La fusione determinerà l'estinzione della Società Incorporanda Salini.

1. Denominazione sociale.

Per effetto della Fusione, la Società Incorporante modificherà la propria denominazione sociale in "Salini Impregilo S.p.A."

2. Riduzione del capitale sociale.

In occasione della delibera di approvazione della Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di Impregilo, quest'ultima sarà chiamata ad approvare – con efficacia dalla data di Fusione ovvero successivamente, qualora la riduzione dovesse essere attuata dopo tale data – una riduzione del capitale di una riduzione del capitale sociale della Società Incorporante da Euro 718.364.456,72 a Euro 500.000.000,00, vale a dire per un importo pari

a Euro 218.364.456,72, da destinare per Euro 100.000.000,00 a "Riserva legale" e per Euro 118.364.456,72 alla costituzione di una specifica riserva di patrimonio netto, che viene proposto

di denominare "Altre riserve". L'operazione di riduzione del capitale sociale si rende opportuna al fine di una migliore configurazione della struttura del patrimonio netto della società risultante dalla Fusione, anche per ottimizzarne l'efficienza sotto il profilo della possibile operatività, ferma restando l'entità complessiva del patrimonio netto della stessa. Ove approvata, ai sensi dell'art. 2445 cod. civ., potrà essere eseguita dopo novanta giorni dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese della delibera assembleare, purché entro tale termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione.

In considerazione del fatto che le azioni Impregilo sono prive del valore nominale, la riduzione del capitale non determinerà alcun annullamento di azioni. L'operazione di riduzione del capitale di Impregilo non dovrà essere sottoposta all'approvazione dell'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio di Impregilo in quanto i privilegi riconosciuti dallo statuto della Società Incorporante a tale categoria di azioni non sono parametrati alla quota di valore nominale del capitale sociale implicitamente rappresentata dalle stesse.

3.2.3.3 RAPPORTO DI CAMBIO E CONGUAGLIO IN DENARO

La fusione verrà deliberata sulla base dei bilanci delle Società Partecipanti alla Fusione relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012.

Come già evidenziato, il Progetto di Fusione è stato predisposto sulla base dei bilanci relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 di Impregilo e di Salini. In data 24 giugno 2013, i Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini, dopo aver attentamente esaminato e, condividendone l'impostazione metodologica, i criteri adottati e le conclusioni, fatto proprie le valutazioni dei rispettivi *advisor*, nonché - quanto ad Impregilo - preso altresì atto del motivato parere favorevole del Comitato OPC alla luce degli intervalli di valore individuati pur nei limiti di ciascuna delle metodologie adottate hanno approvato il Rapporto di Cambio, inteso come rapporto idoneo ad esprimere il peso reciproco delle due Società Partecipanti alla Fusione, adottando nella seguente misura: n 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ciascuna azione Salini. Ai fini che precedono i Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini hanno adottato quali valori economici aziendali i valori medi derivanti dal raffronto fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi adottati dai Consigli stessi (cfr. la perizia valutativa rilasciata da *Partners S.p.A.* in data 24 giugno 2013 e la relazione ai sensi degli artt. 2501-*bis* e 2501-*sexies* cod. civ., rilasciata da BAKER TILLY REVISA, in qualità di Esperto Comune, in data 5 agosto 2013).

Non sono previsti conguagli in denaro.

Come ricordato in precedenza, in data 5 agosto 2013 la società BAKER TILLY REVISA S.p.A., in qualità di Esperto Comune nominato dal Tribunale di Milano su istanza congiunta delle Società Partecipanti alla Fusione, ha emesso la propria relazione attestante, tra l'altro, la congruità del Rapporto di Cambio e la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di con riferimento alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società

risultante dalla Fusione, secondo quanto previsto dagli artt. 2501- bis, comma 4, e 2501-sexies cod. civ..

3.2.3.4 MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

In seguito alla Fusione, tutte le azioni ordinarie Salini verranno annullate e concambiate con azioni ordinarie Impregilo secondo il Rapporto di Cambio definito.

In particolare il Rapporto di Cambio, inteso come rapporto idoneo a esprimere il peso reciproco delle Società Partecipanti alla Fusione, è determinato in n. 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ogni azione Salini. Pertanto al socio unico della società Incorporanda, Salini Costruttori, in caso di approvazione della Fusione spetteranno complessivamente n. 402.480.000 azioni ordinarie, pari all'89% del capitale sociale ordinario.

Il concambio azionario fra azioni Salini e azioni Impregilo sarà attuato, sulla base di detto Rapporto di Cambio, senza aumento del capitale della Società Incorporante, mediante assegnazione all'unico socio della Società Incorporanda, Salini Costruttori:

- delle n. 357.505.246 azioni ordinarie di nuova emissione, prive del valore nominale, attualmente in circolazione e detenute da Salini;
- di ulteriori n. 44.974.754 azioni ordinarie di nuova emissione, prive del valore nominale, senza, si ripete, aumento del capitale della Società Incorporante.

I soci titolari di azioni ordinarie di Impregilo diversi dalla Società Incorporanda e i soci titolari di azioni di risparmio di Impregilo manterranno le azioni attualmente possedute.

Non sono previsti conguagli in denaro.

3.2.3.5 DATA DALLA QUALE LE AZIONI DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE ASSEGNATE IN CONCAMBIO PARTECIPANO AGLI UTILI.

Tutte le azioni ordinarie di Impregilo che verranno assegnate o emesse in sede di concambio avranno data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie Impregilo in circolazione alla data di efficacia della Fusione e attribuiranno ai loro titolari gli stessi diritti spettanti alle azioni ordinarie oggi in circolazione.

3.2.3.6 EVENTUALE TRATTAMENTO PER PARTICOLARI CATEGORIE DI SOCI E PER I POSSESSORI DI TITOLI DIVERSI DELLE AZIONI

Salini è interamente controllata da Salini Costruttori e, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, non vi sono particolari categorie di soci o possessori di titoli emessi da Salini diversi dalle azioni.

Alla data di approvazione del Progetto di Fusione, il capitale sociale di Impregilo è diviso in n. 404.073.428 azioni, delle quali n.402.457.937 azioni ordinarie e n. 1.615.491 azioni di risparmio. Non vi sono particolari categorie di soci oltre gli azionisti di risparmio, né possessori di titoli emessi da Impregilo diversi dalle azioni.

Per gli azionisti di risparmio di Impregilo non sono previsti trattamenti particolari. La Fusione viene realizzata senza necessità di approvazione da parte dell'assemblea speciale di risparmio di Impregilo, in quanto non reca pregiudizio a tale categoria.

Non sono previsti particolari vantaggi a favore degli amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione.

Approvata dagli azionisti la fusione per incorporazione di Salini Impregilo

COMUNICATO STAMPA - MILANO - ROMA, 12 SETTEMBRE 2013

**A 4 MESI DALL'OPA SU IMPREGILO NASCE UN LEADER
MONDIALE NELLE INFRASTRUTTURE, QUOTATO PRESSO LA BORSA ITALIANA
NOMINATI 3 NUOVI CONSIGLIERI INDIPENDENTI:
NICOLA GRECO, GIACOMO MARAZZI E
FRANCO PASSACANTANDO
RIDEFINITA LA COMPOSIZIONE DEI COMITATI**

12 settembre 2013- Impregilo S.p.A. (di seguito "Impregilo" o la "Società Incorporante") e Salini S.p.A. (di seguito "Salini" o la "Società Incorporanda") comunicano che le rispettive Assemblee straordinarie, tenutesi entrambe in data odierna, hanno **approvato la fusione per incorporazione di Salini in Impregilo**, a soli 4 mesi dall'OPA Salini su Impregilo.

La fusione produrrà effetti civilistici e fiscali a partire dal 1° gennaio 2014 o dalla diversa data indicata nell'atto di fusione e verrà effettuata sulla base dei bilanci di Impregilo e di Salini relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012, in virtù di un rapporto di cambio individuato in **n. 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ciascuna azione Salini**, con esclusione di conguagli in denaro.

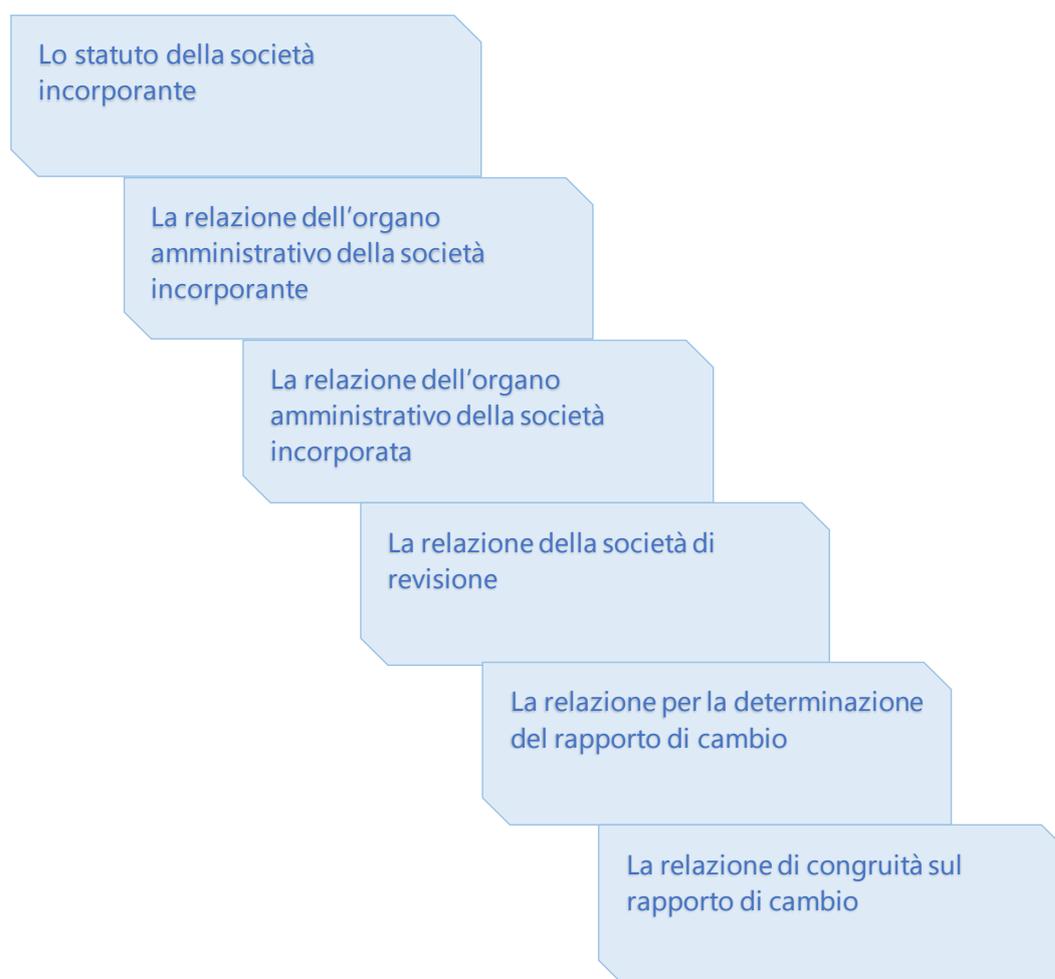
A decorrere dalla data di efficacia della fusione, Impregilo modificherà la propria denominazione sociale in "Salini Impregilo S.p.A." e subentrerà a Salini in tutti i rapporti nei quali Salini era precedentemente parte, assumendone i diritti e gli obblighi. Ai fini contabili e fiscali, le operazioni della Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a decorrere dalla suddetta data.

3.2.3.7 DECORRENZA DEGLI EFFETTI DELLA FUSIONE E DELLA IMPUTAZIONE DELLE OPERAZIONI DELLA SOCIETÀ INCORPORANDA AL BILANCIO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

La fusione produrrà effetti civilistici a far data dal 1° gennaio 2014 o dalla diversa data eventualmente indicata nell'atto di Fusione. A decorrere dalla data di efficacia della Fusione, Impregilo subentrerà a Salini in tutti il rapporto nei quali Salini era precedentemente parte, assumendone i diritti e gli obblighi.

Ai fini contabili e fiscali, le operazioni della Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a decorrere da suddetta data.

Ci sono inoltre altri documenti allegati al progetto di fusione:



3.3 RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI IMPREGILO

La relazione del Consiglio di Amministrazione di Impregilo S.p.A. sul Progetto di fusione e sulla riduzione del capitale sociale dell'incorporante, redatta ai sensi degli artt. 2501-bis, comma 3, e 2501-quinquies cod. civ. e dell'art. 70, comma 2, del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14/05/1999, come successivamente modificato e integrato contiene:



3.3.1

Rischi connessi al processo di fusione

Rischi legati all'opposizione dei creditori ai sensi dell'art. 2503 cod. civ..

Secondo quanto sancito dall'art. 2503 del cod. civ., la Fusione potrà essere attuata solo dopo che siano trascorsi 60 giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2502-*bis* cod. civ., salvo che consti il consenso dei creditori delle Società Partecipanti alla Fusione anteriori all'iscrizione prevista nell'art. 2501-*ter*, comma 3, cod. civ.. Difatti, il pagamento dei creditori che non abbiano prestato il loro consenso, ovvero il deposito delle somme corrispondenti presso una banca, salvo che l'Esperto Comune attesti nella relazione, sotto la propria responsabilità che data la situazione patrimoniale e finanziaria delle Società Partecipanti alla Fusione non c'è bisogno di garanzie a tutela dei creditori. Dato che non ci sono eccezioni, i creditori potrebbero, entro 60 giorni, fare opposizione all'esecuzione della Fusione. Ciò nonostante, qualora il Tribunale competente, ritenga infondata la minaccia di pregiudizio per i creditori oppure nel caso in cui la società debitrice abbia già dato idonea garanzia, si potrà ugualmente dar luogo alla Fusione.

3.3.2

Illustrazione dell'operazione

Descrizione delle Società Partecipanti alla Fusione

Società Incorporante

Impregilo S.p.A. è la società incorporante, con sede legale in Milano, Via dei Missaglia n. 97, capitale sociale interamente versato, pari, alla data attuale, a Euro 718.364.456,72 e

suddiviso in n. 404.073.428 azioni, delle quali n. 402.457.937 azioni ordinarie e n. 1.615.491 azioni di risparmio, entrambe prive di valore nominale, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano: 00830660155, partita IVA: 02895590962, iscritta al R.E.a. di Milano al n. 525502, società soggetta a direzione e coordinamento da parte di Salini ai sensi dell'art. 2497-*bis* cod. civ., , con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA").

Nasce a metà degli anni Novanta grazie alla fusione di quattro rilevanti società di costruzioni italiane ed è considerata un player mondiale attivo nel settore della progettazione e costruzione di grandi opere, soprattutto infrastrutture di trasporto.

Società Incorporanda

Salini S.p.A. con socio unico, sede legale in Roma, Via della Dataria n. 22, capitale sociale, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, pari a Euro 62.400.000,00 interamente versato, rappresentato da n. 62.400.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Roma: 11664581003, iscritta al R.E.A. di Roma al n. 1319966, società soggetta a direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ., da parte di Salini Costruttori S.p.A. ("Salini Costruttori").

La Società Incorporanda è leader italiana nella realizzazione di opere infrastrutturali complesse, specializzata nel segmento dei progetti idroelettrici, infrastrutture di trasporto, edilizia civile e industriale. Negli oltre 75 anni di storia ed esperienza maturata nel settore, il gruppo cui appartiene la Società Incorporanda si è affermato tra i principali player a livello globale nel segmento della realizzazione "chiavi in mano" ed è posizionata al sesto posto nella classifica ENR 2012 (Engineering News Record) dei Top International Contractors nel segmento dei lavori idraulici. Al 31 dicembre 2012, la Società Incorporanda impiegava oltre 19.000 dipendenti ed era impegnata nella realizzazione di oltre 40 progetti.

Nel corso del 2012, il Gruppo Salini ha registrato un nuovo *record* personale in termini di volume di affari, confermando la forte crescita realizzata negli ultimi anni (nel periodo 2006-2012 i ricavi sono cresciuti in media di oltre il 26% all'anno) anche per linee esterne valorizzando le referenze tecniche e le c-ompetenze sviluppate nel settore.

Il contesto in cui si inserisce la Fusione.

La Fusione ha come scopo la creazione di un "Campione Nazionale" nel settore delle costruzioni di opere e infrastrutture complesse.

Già dal 2011 Salini Costruttori ha iniziato ad investire in Impregilo su più *tranche*, ponendo così, le basi per una collaborazione al fine di accrescere le dimensioni ed essere, dunque, più competitivi.

Nel 2012, Salini ha convocato l'assemblea dei soci di Impregilo ai sensi dell'art. 2367 c.c., con ordine del giorno:

1. revoca degli amministratori in carica;
2. nomina del consiglio di amministrazione, previa determinazione della durata in carica;
3. nomina del presidente del consiglio di amministrazione;
4. determinazione del compenso spettante al consiglio di amministrazione.

Il 27 settembre 2012 l'Emittente e Salini Costruttori hanno sottoscritto un accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa che disciplina procedure di coordinamento delle rispettive organizzazioni, volto a conseguire risparmi di costi per effetto di sinergie operative e industriali, ferme restando le individualità

L'Offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria e il conseguimento, da parte di Salini, di una partecipazione pari al 92,08% del capitale sociale ordinario.

Il Consiglio di Amministrazione di Salini Il 6 febbraio 2013, ha promosso un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria⁴² (l'"Offerta"), concernente la totalità delle azioni ordinarie emesse da Impregilo e non detenute da Salini (pari a n. 282.381.888 azioni prive di valore nominale, corrispondenti a circa il 70,16% del capitale sociale ordinario sottoscritto e versato di Impregilo). Per effetto delle adesioni all'Offerta (ivi incluse le adesioni pervenute durante il periodo di riapertura dei termini ex art. 40-bis del Regolamento Emittenti), Salini è divenuta titolare di complessive n. 370.575.589 azioni ordinarie Impregilo, pari al 92,08% del capitale sociale ordinario, per un esborso totale di Euro 1.001.998.160,00⁴³.

Salini ha sottoscritto con Banca IMI S.p.A. e Natixis S.A. Per, il 13 marzo 2013 un finanziamento pari a Euro 1.410.000.000,00 ("Finanziamento OPA"), per far fronte all'esborso relativo all'Offerta⁴⁴.

La riduzione della partecipazione detenuta da Salini in Impregilo al di sotto del 90%

In data 17 maggio 2013, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, Salini ha comunicato di aver completato le operazioni per arrivare a detenere una partecipazione nel capitale sociale ordinario di Impregilo inferiore al 90% e, precisamente, pari all'89,7%⁴⁵. In seguito, Salini ha continuato a vendere azioni sul mercato e alla data della Relazione, la Società Incorporanda detiene n. 357.505.246 azioni ordinarie, pari all'88,83% del capitale sociale ordinario di Impregilo.

L'approvazione

In data 24 giugno 2013, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione, hanno approvato il Progetto di Fusione, comprensivo dello statuto sociale della Società Incorporante, conferendo in maniera disgiunta, al Presidente e all'Amministratore Delegato, il mandato a delineare e pubblicare la presente Relazione. Il Progetto di Fusione è stato predisposto sulla base dei bilanci relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 delle Società Partecipanti alla Fusione, approvati dalle rispettive assemblee, che verranno utilizzati come situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501-quater cod. civ.. Il Progetto di Fusione, assieme ai suoi allegati, sono stati depositati presso le sedi sociali di Impregilo e Salini e pubblicati sui rispettivi siti internet in data 30 giugno 2013. L'iscrizione presso i Registri delle Imprese è avvenuta in data 2 luglio 2013, quanto al Registro delle Imprese di Milano, e in data 3 luglio 2013, quanto al Registro delle Imprese di Roma.

L'emissione del Prestito Obbligazionario da parte di Salini

In data 1 agosto 2013, Salini ha terminato l'emissione di un prestito obbligazionario, ai sensi e per gli effetti degli artt. 2410 e seguenti cod. civ. (il "Prestito Obbligazionario"), a tasso fisso, rivolto esclusivamente a investitori istituzionali e quotato sul mercato borsistico irlandese (*Irish Stock Exchange*). L'ammontare complessivo delle obbligazioni collocate dalla Società Incorporanda è

⁴² Ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del TUF e delle applicabili disposizioni del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 ("Regolamento Emittenti" o "RE")

⁴³ Cfr. il comunicato stampa del 30 aprile 2013 a disposizione sul sito internet www.impregilo.it - sezione "Investor Relations - Documentazione OPA Salini S.p.A."

⁴⁴ cfr. anche il documento di Offerta disponibile, tra l'altro, sul sito internet www.impregilo.it - sezione "Investor Relations - Documentazione OPA Salini S.p.A."

⁴⁵ cfr. il comunicato stampa del 17 maggio 2013, a disposizione sul sito internet <http://campionenazionale.salini.it> - sezione "Stampa - Comunicati

stato pari a 400 milioni di Euro con scadenza fissata al 1° agosto 2018. I proventi netti del Prestito Obbligazionario sono stati utilizzati da Salini ai fini del rimborso parziale del Finanziamento OPA.

Inquadramento giuridico della Fusione

L'operazione di Fusione che si intende sottoporre all'esame e all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Impregilo è la fusione (c.d. inversa) per incorporazione di Salini in Impregilo. La Fusione determinerà l'estinzione della Società Incorporanda Salini. Per effetto della Fusione, la Società Incorporante modificherà la propria denominazione sociale in "Salini Impregilo S.p.A."

Natura di operazione di leveraged buy-out

In relazione alla Fusione, come effetto dell'indebitamento contratto da Salini per la realizzazione dell'Offerta, trova applicazione l'art. 2501-*bis* cod. civ.. Perciò, i Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini:

ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 2, e 2501-*ter* cod. civ., hanno evidenziato nel Progetto di Fusione le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione;

a) ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 4, e 2501-*sexies* cod. civ., hanno richiesto congiuntamente e ottenuto dal Tribunale di Milano la nomina di un esperto comune (l'"Esperto Comune"), con il compito, *inter alia*, di dimostrare nella loro relazione la ragionevolezza delle informazioni contenute nel Progetto di Fusione attinenti alle risorse finanziarie¹⁵¹;

b) ai sensi dell'art. 2501-*bis*, comma 5, cod. civ., è stato assegnato l'incarico di rilasciare una relazione da accludere al Progetto di Fusione, alla società di revisione PriceWaterhouseCoopers S.p.A.. Tale relazione è stata rilasciata in data 28 giugno 2013.

Il Consiglio di Amministrazione di Impregilo, infine, ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3, e 2501-*quinquies* cod. civ., ha indicato le ragioni che giustificano l'operazione, includendovi un piano economico e finanziario indicante la fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. La Fusione sarà effettuata sulla base dei bilanci relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 delle Società Partecipanti alla Fusione, approvati dalle rispettive assemblee, che verranno utilizzati come situazioni patrimoniali *ex art.* 2501-*quater* cod. civ..

3.3.3

Motivazioni, obiettivi gestionali e programmi formulati per il loro conseguimento

La Fusione ha come obiettivo il conseguimento dei benefici generati dall'integrazione tra Impregilo e Salini auspicata nel progetto "Campione Nazionale™" e in parte già ottenuti attraverso l'accordo strategico di collaborazione commerciale e organizzativa stipulato nel 2012 tra Salini Costruttori e la Società Incorporante. L'operazione straordinaria di Fusione rientra in un progetto industriale e strategico

di creazione di un unico importante, operante a livello mondiale nel settore delle grandi opere civili, che si collocherà tra i primi operatori del settore globale e tra i maggiori attori industriali nel panorama italiano. Le motivazioni che hanno spinto alla Fusione, mirano al rafforzamento del posizionamento competitivo attraverso il consolidamento dei fattori critici di successo.

Tali motivazioni sono essenzialmente da ricercarsi essenzialmente:

- accrescimento delle dimensioni con conseguenti vantaggi competitivi e sinergie
- e miglioramento delle condizioni di accesso al mercato dei capitali;
- condivisione delle migliori pratiche interne nei processi e negli strumenti adottati;
- ottimizzazione e potenziamento delle risorse interne e capacità di attirare nuovi talenti.

3.3.4

Piano economico e finanziario

Tra i fattori critici di successo nel settore delle grandi opere, è collegato alle dimensioni poiché tale mercato è caratterizzato dalla presenza di pochi *players* globali in grado di soddisfare i requisiti stringenti per poter accedere ad alcuni bandi di gara consentirebbe la piena condivisione delle strategie di approvvigionamento e la creazione di sinergie con un accesso più facile ai mercati internazionali dei capitali e a condizioni di maggior vantaggio per effetto del minor grado di rischiosità percepito per un gruppo di grandi dimensioni. Lo scopo è quello di presidiare i mercati sia in termini di sviluppo industriale sia di relazione con i clienti, nell'ottica di *customer satisfaction*. Un ulteriore vantaggio della Fusione deriva dalla piena flessibilità di "movimento" delle risorse umane già presenti all'interno dell'organizzazione ossia dalla possibilità di allocare le risorse umane ai diversi progetti in maniera efficiente. Il processo di integrazione si svolgerà in modo da consentire una Fusione di successo e mitigando gli eventuali rischi ad essa connessi. Il management della Società, con l'intento di conseguire gli obiettivi gestionali della Fusione ha elaborato dei programmi che mirano a una:

- focalizzazione sul *core business* delle costruzioni attraverso dismettendo le attività ritenute non più strategiche;
- attenta selezione delle opportunità di sviluppo in base a ben precisi parametri di

redditività e di generazione di cassa;

- selezione delle gare focalizzandosi sulle grandi commesse e rafforzando la Il Piano economico e finanziario è stato redatto dagli organi amministrativi di Impregilo e Salini sulla base di quanto disposto dal terzo comma dell'art. 2501-*bis* c.c., contiene le informazioni pertinenti alle fonti delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere nel periodo 2013 – 2016. Pertanto sono state considerate tutte le proiezioni economiche e finanziarie che fanno riferimento alla *combined entity* derivante dalla Fusione tra cui: i principi contabili, l'orizzonte temporale; l'evoluzione del portafoglio lavori e le previsioni di acquisizioni di nuove commesse. Per la determinazione del *fair value* delle attività nette acquisite, la *purchase price allocation* verrà completata nel rispetto dei principi contabili di riferimento, i quali richiedono l'individuazione dei valori correnti delle attività e passività acquisite, incluse quelle potenziali.

Ad ogni modo, tale scelta non influisce sui flussi di cassa e della posizione finanziaria netta della società risultante dalla Fusione; qualora venisse deciso l'affrancamento fiscale dei valori, potrebbero esservi effetti positivi sui flussi di cassa. Per poter meglio rappresentare le grandezze patrimoniali, economiche e finanziarie del Gruppo Post Fusione, nella predisposizione del Piano, a livello consolidato, infine, si puntualizza che la situazione patrimoniale e finanziaria consolidata del Gruppo Salini alla fine dell'esercizio 2012 ipotizza il consolidamento integrale del Gruppo Impregilo, mettere in evidenza la quota di patrimonio netto che a tale data era di pertinenza degli azionisti diversi da Salini quale patrimonio netto deiterzi.

- il Piano è stato predisposto sulla base dei principi contabili internazionali IAS/IFRS adottati dal Gruppo Salini e dal Gruppo Impregilo, in continuità con i bilanci per gli esercizi chiusi al 31 dicembre
- sono state utilizzate le informazioni prospettiche per il periodo dal 2013 al 2016.

Il Piano 2013-2016, si riporta una tabella rappresentativa dei principali obiettivi che si intendono raggiungere.

Obiettivi del Piano

Obiettivi Piano Industriale 2016			
Ricavi	€ 7,4 mld	Crescita Ricavi (Cagr)	16%
EBITDA	~ € 1 mld	Margine EBITDA	> 13,5%
EBIT	>670 mln	Margine EBIT	> 9%
Portafoglio Ordini	~ € 26 mld	New Order Intake (medio annuo)	€ 7,5 mld
Capex costruzioni (medio annuo)	~€ 325 mln	PFN	~ € 110 mln

Le proiezioni economico-finanziarie sono per natura caratterizzate da elementi di aleatorietà e incertezza. Esse evidenziano la stima più accurata dell'evoluzione attesa per i complessi aziendali oggetto di fusione. Tra le ipotesi assunte a base del Piano:

- le commesse ad oggi esistenti e contrattualizzate;
- una parte dei ricavi e dei margini operativi attesi nel periodo di piano è ricondotta a commesse;
- esposizione a rischi geopolitici significativi che caratterizza il mercato in questione e che si sviluppa in prospettiva internazionale. Tali rischi sono stati apprezzati valutando separatamente le attività dislocate in contesti relativamente più rischiosi

Inoltre il piano di Impregilo ipotizza:

- a l'incasso, nel corso del 2014, della penale (97 milioni di Euro, al netto delle imposte) relativa alla risoluzione del contratto di appalto per la costruzione del ponte sullo

Stretto di Messina stipulato tra lo Stato italiano e la società Eurolink S.C.p.A. appartenente al Gruppo Impregilo;

- b. l'incasso dei crediti derivanti dal contenzioso FIBE – CDR Campania per 209 milioni di Euro nel 2013 e per 53 milioni di Euro nel 2014;
- c. la vendita, nel corso del 2013, di alcune partecipazioni del settore "Impianti" e delle concessioni senza quindi la previsione di realizzo di plusvalori impliciti.

Struttura dell'indebitamento delle Società Partecipanti alla Fusione

Tali eventi possono essere sinteticamente descritti come segue:

- la cessione del restante 6,5% detenuto da Impregilo nel capitale della società brasiliana EcoRodovias Infraestrutura e Logistica S.A., ha consentito l'incasso di circa 187,1 milioni di Euro;
- l'acquisizione del controllo su Impregilo, grazie all'Offerta promossa da Salini e conclusasi definitivamente nel mese di maggio 2013, ha richiesto l'impiego di risorse finanziarie, ottenute nel corso della prima parte dell'esercizio 2013 attraverso l'accensione del Finanziamento OPA, fino a complessivi 1.410,0 milioni di Euro, che nell'ambito dell'Offerta è stato utilizzato, alla data del 2 maggio 2013, per complessivi 1.217,0 milioni di Euro circa;
- la distribuzione di un dividendo pari a Euro 1,49 per azione ordinaria, deliberato dall'Assemblea ordinaria degli azionisti di Impregilo il 30 aprile 2013 per complessivi 602,6 milioni di Euro, comprensivi delle competenze degli azionisti di risparmio, ha consentito, per la componente incassata dall'azionista Salini e pari a 534,5 milioni di Euro circa, il rimborso parziale del Finanziamento OPA per un importo equivalente;
- il residuo ammontare di obbligazioni circa pari a 113,7 milioni di Euro, è stato rimborsato integralmente nel mese di maggio 2013; a seguito, di alcune cessioni parziali

di azioni ordinarie Impregilo, eseguite dalla controllante Salini nell'ambito dei propri impegni di ripristino di un flottante almeno pari al 10% del capitale azionario in circolazione, la stessa controllante ha destinato le risorse ottenute da tali cessioni pari a 54,1 milioni di Euro all'ulteriore rimborso parziale del Finanziamento OPA.

Al 31 maggio 2013, la posizione finanziaria netta del Gruppo Salini e del Gruppo Impregilo si presentava come dettagliato nella tabella di seguito riportata:

Posizione finanziaria netta al 31 maggio 2013 del Gruppo Salini e del Gruppo Impregilo

Voci che compongono la Posizione finanziaria netta	Posizione Finanziaria netta dei due Gruppi al 31 maggio 2013 Valori in € mln
Disponibilità Liquide	859,9
Finanziamenti bancari, altri debiti finanziari e altre componenti della Posizione finanziaria netta	(1.435,1)
Prestiti obbligazionari	(154,2)
Totale Posizione finanziaria netta	(729,4)

Finanziamenti bancari, altri debiti finanziari ed altre componenti della Posizione finanziaria netta

I finanziamenti risultano composti come segue:

- un Contratto di Finanziamento per un importo massimo complessivo pari a Euro 1.410.000.000,00, per far fronte all'Offerta;
- Finanziamenti corporate sono circa Euro 497,9 milioni;
- Finanziamenti di progetto e altri finanziamenti, per un importo complessivamente pari a Euro 243,7 milioni.

Prestiti obbligazionari

Il prestito è stato emesso in novembre 2010 dalla società controllata Impregilo International Infrastructures N.V., è interamente garantito da Impregilo S.p.A. ed è pari a Euro 154,2 milioni.

Fonti delle risorse finanziarie

Gli organi amministrativi di Salini e Impregilo ritengono che, a seguito della Fusione ed in coerenza con le previsioni del Piano e con le risorse prodotte, la Società Incorporante disporrà di una capacità patrimoniale e finanziaria adeguata a far fronte alle obbligazioni assunte.

Nel grafico seguente è riprodotta l'evoluzione dei flussi finanziari operativi e netti attesi dal Piano del Gruppo Post Fusione, per poter esprimere una valutazione sulla capacità di adempiere alle obbligazioni di natura finanziaria, tenuto conto della remunerazione degli azionisti che prevede la distribuzione di dividendi pari a circa il 40% degli utili netti attesi in ciascun esercizio.

Cash Flow - Piano Economico-Finanziario 2013-2016					<i>min €</i>
Consolidato	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	
Saldo Iniziale Posizione Finanziaria Netta	404	(269)	30	33	
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività operative	44	648	551	708	
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività di investimento (investimenti industriali)	(184)	(297)	(448)	(531)	
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività di finanziamento e dalle operazioni rilevanti	(534)	(52)	(101)	(100)	
Saldo Finale Posizione Finanziaria Netta	(269)	30	33	110	
<i>di cui Disponibilità Liquide</i>	<i>1,347</i>	<i>1,116</i>	<i>907</i>	<i>947</i>	
<i>di cui Indebitamento Finanziario</i>	<i>(1.616)</i>	<i>(1.086)</i>	<i>(874)</i>	<i>(837)</i>	
Saldo Finale Posizione Finanziaria Netta	(269)	30	33	110	

Cash Flow- Piano Economico-Finanziario 2013-2016

Dall'analisi dei *cash flow* attesi emerge la sostenibilità dei debiti del Gruppo Post Fusione, nonché la capacità di far fronte agli impegni verso i propri creditori. Inoltre, va evidenziato che la posizione finanziaria netta è in progressivo miglioramento.

Modalità, termini e condizioni della Fusione

Denominazione e riduzione del capitale sociale della Società Incorporante

La Fusione determinerà l'estinzione della Società Incorporanda Salini, mentre, la Società

Incorporante modificherà la propria denominazione sociale in "Salini Impregilo S.p.A."

L'Assemblea straordinaria all'atto di delibera della Fusione deve anche approvare la riduzione del capitale sociale della Società Incorporante di Euro 218.364.456,72. Tale riduzione, ha come obiettivo da un lato, il miglioramento della struttura del patrimonio netto della società risultante dalla Fusione, dall'altro l'ottimizzazione dell'efficienza del punto di vista operativo. Poiché azioni Impregilo, sono prive del valore nominale, la riduzione del capitale non determinerà alcun annullamento di azioni.

3.3.5

Rapporto di cambio

Criteria e metodi di valutazione seguiti per la determinazione del Rapporto di Cambio

Il Consiglio di Amministrazione di Impregilo è giunto alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione, adottando metodi di valutazione solitamente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura e per imprese operanti in questo settore ed adeguati alle caratteristiche di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione. Ai fini dell'analisi e definizione del rationale e della struttura dell'operazione, i Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini si sono avvalsi di *advisor* finanziari e industriali di comprovata professionalità. In particolare, ai fini della propria valutazione del Rapporto di cambio, il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente si è avvalso di *Partners S.p.A.*, nella persona del prof. Angelo Provasoli, cui è stato richiesto di stimare il congruo intervallo di rapporti di cambio tra le azioni ordinarie di Salini e le azioni ordinarie di Impregilo, nel quadro della prevista operazione di Fusione, sintetizzando gli esiti delle stime nell'Opinione. A seguito della riunione del 13 maggio 2013, durante la quale il Consiglio di amministrazione dell'Emittente ha deliberato di dare avvio alle attività funzionali alla Fusione, anche il Comitato OPC ha avviato le attività finalizzate all'esame dell'operazione, in conformità a quanto previsto dalla Procedura OPC, nominando a sua volta Lazard S.r.l. quale *advisor* finanziario. All'esito dei propri lavori, in data 24 giugno 2013 il Comitato OPC ha

formulato all'unanimità il proprio parere favorevole circa:

- la sussistenza dell'interesse di Impregilo all'esecuzione della Fusione, sulla base dei termini e delle condizioni indicati dal management nella bozza di Progetto di Fusione;
- la convenienza e correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni anzidetti. Per giungere alla stima del valore economico delle azioni ordinarie di Impregilo e delle azioni ordinarie di Salini e, quindi, alla conseguente determinazione del Rapporto di Cambio tra tali azioni, il Consiglio di Amministrazione di Impregilo ha privilegiato il principio dell'omogeneità dei criteri di stima, applicati compatibilmente con gli elementi caratteristici delle singole Società Partecipanti alla Fusione oggetto di valutazione e degli elementi di comparabilità che emergono anche in virtù dell'accordo commerciale siglato tra la Società Incorporante e Salini Costruttori del 2012. In base alle caratteristiche di Salini e di Impregilo, sono stati presi in considerazione sia criteri basati sulle rispettive grandezze fondamentali (flussi di cassa attesi), sia criteri cosiddetti "sintetici" (multipli di mercato). Nello specifico, il Consiglio ha utilizzato i seguenti criteri:
 1. *finanziario unlevered* (quale criterio principale);
 2. multipli di mercato (quale criterio di controllo), nelle due varianti applicative ovvero multipli di Borsa per società comparabili e multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo.

Difficoltà e limiti incontrati nella valutazione del Rapporto di Cambio.

Per poter effettuare una valutazione ai sensi dell'art. 2501-quinquies cod. civ., sono state considerate oltre che le speciali caratteristiche delle Società Partecipanti alla Fusione, le criticità che derivano dall'applicazione delle metodologie di valutazione adottate per determinare i rapporti di cambio. Nello specifico l'applicazione delle metodologie valutative è stata effettuata utilizzando dati economico-finanziari previsionali elaborati da Impregilo e da Salini. Per loro natura, tali dati sono contraddistinti da incertezza e indeterminatezza, anzitutto nel contesto

attuale, caratterizzato da incertezza di mercato sulle condizioni macro-economiche italiane ed europee. Facendo riferimento alle commesse esistenti e contrattualizzate (c.d. "backlog"), i piani ipotizzano flussi (di ricavi e di costi) e consistenze (di attività e di passività) coerenti con quanto stabilito negli accordi con i committenti. Non è possibile escludere, tuttavia, che eventi futuri possano mutarne anche significativamente le quantità e le tempistiche dei flussi. Buona parte dei ricavi e dei margini operativi attesi nel periodo di piano (2013-2016) è associata a commesse di cui è presunta l'acquisizione (c.d. "new order intake"). Tenuto conto della natura del business delle costruzioni infrastrutturali (numero limitato di commesse aventi significativo valore unitario), le nuove acquisizioni rappresentano un rilevante elemento di aleatorietà. Tale profilo di incertezza è stato apprezzato nella stima dei tassi di attualizzazione e nelle analisi di sensitività. Poiché Impregilo e Salini operano in un contesto internazionale sono esposti a rischi geopolitici.

3.3.6

Modificazioni statutaria del capitale della società incorporante

Per effetto della Fusione, la Società Incorporante, ha modificato la propria denominazione sociale in "Salini Impregilo S.p.A." ed è subentrata a Salini in tutti i rapporti nei quali Salini era anteriormente parte, assumendone i diritti e gli obblighi. In occasione della delibera di approvazione della Fusione da parte dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti di Impregilo, ha altresì approvato una riduzione del capitale sociale⁴⁶ della Società Incorporante da Euro 718.364.456,72 a Euro 500.000.000,00, ossia un importo pari a Euro 218.364.456,72, da destinare per Euro 100.000.000,00 a "Riserva legale" e per Euro 118.364.456,72 alla costituzione di una specifica riserva di patrimonio netto, che viene proposto di denominare "Altre riserve". Tale riduzione ha lo scopo di potenziare la configurazione della struttura del patrimonio netto della società risultante dalla Fusione, anche per ottimizzarne l'efficienza sotto il profilo della possibile operatività, ferma restando l'entità complessiva del patrimonio netto della stessa. In considerazione del fatto che le azioni Impregilo sono prive del valore nominale, la riduzione

⁴⁶ La riduzione del capitale sociale ai sensi dell'art. 2445 cod. civ., potrà essere eseguita dopo novanta giorni dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese della delibera assembleare, purché entro tale termine

del capitale non determinerà alcun annullamento di azioni circa le modalità di assegnazione adottate per attuare il concambio. L'operazione di riduzione del capitale di Impregilo non dovrà essere sottoposta all'approvazione dell'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio di Impregilo in quanto i privilegi riconosciuti dallo statuto della Società Incorporante a tale categoria di azioni non sono parametrati alla quota di valore nominale del capitale sociale implicitamente rappresentata dalle stesse.

Le modifiche apportate all'art.1 e art.4 dello Statuto di Impregilo è riportato come:

TESTO VIGENTE	TESTO MODIFICATO
Art. 1 (Denominazione)	Art. 1 (Denominazione)
È costituita una Società per Azioni con la denominazione: "IMPREGILO S.p.A."	È costituita una Società per Azioni con la denominazione: " SALINI IMPREGILO S.p.A. "
Art. 6 (Capitale sociale)	Art. 6 (Capitale sociale)
Il capitale sociale è di euro 718.364.456,72 (settecentodiciottomilionitrecentosessantaquattromilaquattrocentocinquanta-sei virgola settantadue) diviso in n. 404.073.428 (quattrocentoquattromilionisettantatremilaquattrocentoventotto) azioni, delle quali n. 402.457.937 (quattrocentoduemilioniquattrocentocinquantasettemilanovecentotrentasette) azioni ordinarie e n. 1.615.491 (unmilione seicentoquindicimilaquattrocentonovantuno) azioni di risparmio.	Il capitale sociale è di euro 500.000.000,00 (cinquecentomilioni) diviso in n. 449.048.182 (quattrocentoquarantanovemilioni-quarantottomilacentoottantadue) azioni, prive del valore nominale , delle quali n. 447.432.691 (quattrocentoquarantasettamilioniquattrocentotrentaduemila seicentonovantuno) azioni ordinarie e n. 1.615.491 (unmilione seicentoquindicimilaquattrocentonovantuno) azioni di risparmio.

Modifiche apportate all'art.1 e art.4 dello Statuto di Impregilo

Modalità di assegnazione delle azioni di Impregilo e data di godimento delle stesse

La Fusione ha determinato l'estinzione della Società Incorporata Salini. Nel ambito della Fusione, gli effetti civilistici e fiscali decorrono a partire dal 1° gennaio 2014 tenendo conto dei bilanci di Impregilo e di Salini relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012, in virtù di un rapporto di cambio individuato in n. 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ciascuna azione Salini, con esclusione di conguagli in denaro. Perciò tutte le azioni ordinarie Salini verranno annullate e concambiate con azioni ordinarie Impregilo secondo il suddetto Rapporto di Cambio, senza aumentare il capitale della società Incorporante. Ai fini contabili e fiscali, le operazioni della Società Incorporata sono state imputate al bilancio della Società Incorporante a decorrere dalla suddetta data. In conseguenza della Fusione, al socio unico della Società Incorporata, Salini Costruttori S.p.A., sono state assegnate in totale n. 402.480.000 azioni ordinarie della Società Incorporante (di cui n. 357.505.246 azioni assegnate all'unico socio della Società Salini Costruttori e n. 357.505.246 azioni ordinarie Impregilo, prive del valore nominale, attualmente in circolazione e detenute da Salini), pari all'89,95% dell'capitale sociale ordinario alla data di Fusione. I soci titolari di azioni ordinarie di Impregilo diversi da Salini ed i soci titolari di azioni di risparmio Impregilo manterranno le azioni attualmente possedute.

Non sono previsti, come detto, conguagli in denaro.

Le azioni ordinarie della Società Incorporante assegnate ed emesse in concambio saranno quotate al pari delle azioni ordinarie della medesima già in circolazione.

3.3.8

Data di imputazione delle operazioni delle società partecipanti alla fusione al bilancio di Impregilo, anche ai fini fiscali

A partire dal 1° gennaio 2014 la Fusione ha prodotto gli effetti civilistici così che le operazioni di Salini sono state imputate nel bilancio di Impregilo. A decorrere da tale data, infatti, Impregilo è subentrata a Salini in tutti i rapporti nei quali Salini era anteriormente parte, assumendone i diritti e gli obblighi.

3.3.9

Riflessi tributari della fusione sulle società partecipanti alla fusione

Per quanto concerne, invece, gli aspetti fiscali, l'operazione di Fusione è fiscalmente "neutra" agli effetti dell'imposizione diretta. Ai sensi dell'art. 172 della Legge 22 dicembre 1986, n. 917 (Testo Unico delle Imposte sui Redditi - "TUIR"), infatti, la fusione non dà luogo all'emersione di componenti positive o negative di reddito imponibile in capo ai soggetti partecipanti (incorporata, incorporante ed anche azionisti). Nello specifico, in capo alla società incorporata, il trasferimento del proprio patrimonio non dà luogo al realizzo delle plusvalenze o minusvalenze latenti nelle attività e passività trasferite ivi incluso l'avviamento. Analogamente, i beni ricevuti dalla società incorporante sono da questa assunti allo stesso valore fiscale che avevano in capo alla società incorporata (principio di continuità dei "valori fiscali riconosciuti"). Nella determinazione del reddito della società incorporante non si tiene conto dell'avanzo o disavanzo iscritto in bilancio per effetto del rapporto di cambio delle azioni ed i maggiori valori iscritti in bilancio per effetto dell'eventuale imputazione del disavanzo ad elementi patrimoniali, compreso l'avviamento, non sono imponibili nei confronti della società incorporante e non hanno riconoscimento fiscale, salvo che non si opti per l'applicazione dell'imposta sostitutiva prevista dall'art. 176 comma 2-ter, TUIR o dall'art. 15 del D.L. 29.11.2008, n. 185 (convertito con modificazioni dalla Legge 28 gennaio 2009, n. 2). Le riserve in sospensione d'imposta iscritte

nell'ultimo bilancio della società incorporata debbono essere ricostituite nel bilancio della società incorporante.

3.3.10

Previsioni sulla composizione dell'azionariato rilevante sull'assetto di controllo Impregilo a seguito della fusione

Sulla base delle informazioni disponibili, non vi è alcun soggetto che detiene un numero di azioni ordinarie di Impregilo rappresentative di una partecipazione superiore al 2% del capitale sociale della Società Incorporante, tranne la Società Incorporanda, che possiede l'88,83% del capitale sociale ordinario di Impregilo e ne detiene, pertanto, il controllo di diritto. Pertanto, il capitale sociale della Società Incorporanda è interamente detenuto da Salini Costruttori.

L'assetto azionario della Società risultante dalla Fusione sarà il seguente:

- ✓ Salini Costruttori S.p.A., per n. 402.480.000 azioni ordinarie, pari all'89,95% del capitale sociale ordinario;
- ✓ le residue n. 44.952.691 azioni ordinarie di altri azionisti, saranno pari al 10,05% del capitale sociale ordinario.

Restano invariate le n. 1.615.491 azioni di risparmio.

3.3.11

Effetti della pressione sui fatti parasociali rilevanti ai sensi dell'Art. 122 del TUF

In base alle comunicazioni trasmesse alla CONSOB ai sensi dell'art. 122 del TUF e delle applicabili disposizioni del Regolamento Emittenti, ex-ante Fusione non risultava in vigore, alcun patto parasociale avente ad oggetto le azioni della Società.

Valutazione del consiglio di amministrazione sulla ricorrenza del diritto di recesso

Nell'operazione di Fusione non c'è nessuna ipotesi per esercitare il diritto di recesso ai sensi delle disposizioni di legge e regolamenti applicabili. Tale risultato emerge dall'analisi del caso poiché non si determina alcuna esclusione dalla quotazione delle azioni Impregilo e che, l'operazione di riduzione del capitale e la modalità adottata per concretizzare il concambio non determinano alcuna lesione dei diritti di categoria spettanti agli azionisti di risparmio.

3.4 RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI SALINI

La relazione è stata predisposta dalla società di revisione PWC secondo quanto disciplinato dall'art. 2501- bis, quinto comma del cod. civ. Tale relazione è composta di otto punti:

1. Relativamente al Piano economico-finanziario della società risultante dal progetto di fusione inversa del periodo 2013-2016 comprendente dati previsionali, ipotesi, la società di revisione ha visionato tale Piano affermando che la responsabilità della sua redazione ricade sugli Organi Amministrativi;
2. Il Piano è stato predisposto dagli Organi Amministrativi delle società per essere incluso nel Progetto di Fusione;
3. Il piano è stato redatto in modo consolidato, utilizzando i principi contabili internazionali IAS/IFRS seguendo il principio della continuità dei bilanci consolidati delle Società al 31 dicembre 2012. Allo scopo di assicurare l'omogeneità c'è stato il consolidamento integrale del Gruppo al 31 dicembre 2012.

4. La procedura eseguita dalla società di revisione si è attenuta agli *International Standard on Assurance Engagements (ISAE)3400- "The Examination of Prospective Financial Information"* emesso dall'*IFAC- International Federation of Accountants* che rappresenta uno standard;
5. in base agli elementi probativi presi in considerazione per il Piano e la conoscenza su fatti, la Società di revisione ritiene ragionevolmente coerenti le ipotesi per la predisposizione del Piano;
6. Ciò nonostante, l'aleatorietà connessa al futuro, concernente l'operazione e gli elementi di scostamento tra gli elementi preventivati nel Piano e quelli a consuntivo manifestati potrebbero essere rilevanti;
7. La relazione predisposta dalla Società di revisione tiene conto di quanto previsto dell'art 2501- bis quinto comma del cod. civ. nel ambito del Progetto di fusione ed è destinata esclusivamente a tale scopo;
8. La società sottolinea che non è responsabile per gli eventi futuri alla data della relazione.

3.5 LA STORIA DEL GRUPPO

La storia delle aziende da cui nasce il Gruppo Salini Impregilo è una storia che affonda le sue radici agli inizi del Novecento, quando nel 1906 a Milano e a Piacenza Vincenzo Lodigiani e Umberto Girola fondano le loro imprese, realizzando i primi lavori a livello locale sui rispettivi territori. Esattamente trent'anni dopo, nel 1936, Pietro Salini avvia la sua attività di costruzione. È una storia lunga più di un secolo che racconta di grandi famiglie, di infrastrutture che trainano lo sviluppo di paesi in tutto il mondo, di percorsi societari che si intrecciano e che nel 2014 danno vita al Gruppo Salini Impregilo, risultato della fusione per incorporazione di Salini in Impregilo. Le strade fino ad allora percorse da due grandi società, conosciute e apprezzate in Italia e all'estero, si uniscono per costruire insieme un futuro da protagonisti a livello mondiale. L'obiettivo è di unire le esperienze di due realtà ben consolidate per creare un player con indiscussa capacità tecnica e finanziaria, dotato di grandi ambizioni e di cultura industriale.

Salini Impregilo è un gruppo industriale specializzato nella realizzazione di grandi opere complesse, una forte realtà italiana capace di confrontarsi alla pari con i maggiori competitor internazionali, è attivo in più di 50 Paesi con 35.000 dipendenti, un giro d'affari annuale di circa € 6,1 miliardi ed un portafoglio ordini di € 37 miliardi, il gruppo è un global player nel settore delle costruzioni, leader mondiale per le infrastrutture nel segmento acqua.

Salini Impregilo fonda la propria attività su una forte passione per il costruire, consolidatasi attraverso le innumerevoli realizzazioni a livello internazionale. Dighe e impianti idroelettrici, opere idrauliche, ferrovie e metropolitane, aeroporti e autostrade, edilizia civile ed industriale sono i settori di attività in cui il Gruppo opera da oltre 110 anni. Il gruppo è firmatario del Global Compact delle Nazioni Unite, persegue obiettivi di sviluppo sostenibile per creare valore per i suoi stakeholder. Supporta i clienti su temi strategici quali energia e mobilità, contribuendo alla generazione di sviluppo e benessere per le attuali e future generazioni. Il management e tutto il Gruppo sono impegnati ad operare secondo principi ambientali, etici e professionali conformi ai più elevati criteri internazionali di governance e citizenship.

Il Gruppo industriale di dimensioni internazionali è ispirato ai principi dello sviluppo sostenibile, fa leva sull'innovazione tecnologica e organizzativa e sullo straordinario patrimonio umano e professionale di cui dispone, per sviluppare soluzioni costruttive, capaci di valorizzare le risorse dei territori e di contribuire alla crescita economica e sociale dei popoli. L'azienda crede che i grandi progetti infrastrutturali contribuiscano a creare un mondo migliore per le attuali e future generazioni. La Salini-Impregilo si impegna ogni giorno per contribuire a costruire un mondo migliore, coniugando il bello, l'utile e il ben fatto, nel solco della tradizione ingegneristica dell'antica Roma e delle grandi opere del Rinascimento, cui ci ispiriamo.

I valori che hanno da sempre guidato questa azienda sono:



3.6 CONCLUSIONI

Il fenomeno della globalizzazione che sta guidando l'economia contemporanea pone in evidenza come tali operazioni straordinarie siano sempre più spesso utilizzate dalle aziende sia come opportunità di ampliamento del proprio business che come mezzo attraverso il quale poter uscire da situazioni di crisi.

Non è un caso che dopo l'operazione descritta precedentemente, a 3 anni di distanza dalla sua costituzione la Salini-Impregilo sia impegnata in una nuova operazione straordinaria. Infatti in data 14 settembre 2017 ha depositato presso il Registro delle Imprese di Milano il progetto di fusione per incorporazione di S.G.F. – I.N.C. S.p.A. ("SGF") in Salini Impregilo, approvato dagli organi di amministrazione delle suddette società.

Trattandosi di incorporazione di società interamente controllata da Salini Impregilo, ai sensi dell'articolo 2505 del codice civile, la fusione avverrà in forma semplificata e, pertanto, in particolare, senza concambio, senza aumento di capitale dell'incorporante e senza alcuna modifica dello statuto di Salini Impregilo. Inoltre, come consentito dal suddetto articolo del codice civile e dall'art. 24 dello statuto sociale, la decisione in ordine alla fusione sarà adottata dal Consiglio di Amministrazione di Salini Impregilo⁴⁷; tale fusione è inoltre esente dall'applicazione della Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate di Salini Impregilo in quanto è effettuata con società controllata e non vi sono interessi significativi di altre parti correlate di Salini Impregilo; è inoltre esclusa dall'obbligo di pubblicazione del documento informativo di cui all'art. 70 del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999, non ricorrendone i presupposti di legge.

Gli effetti reali della fusione decorreranno, a norma di legge, dall'ultima delle iscrizioni dell'atto di fusione presso il registro delle imprese o dalla diversa data successiva che sarà stabilita nell'atto di fusione.

⁴⁷ <https://www.salini-impregilo.com/it/sala-stampa/comunicati-stampa/deposito-progetto-di-fusione-per-incorporazione-di-s-g-f-i-n-c-s-p-a.html>

BIBLIOGRAFIA

AA.VV. *Gli intangibles nelle dinamiche competitive d'impresa*, CeSi Professionale, 2008.

AA.VV. *Gruppi, Trasformazioni, Fusioni e Scissioni, Scioglimento e Liquidazione, Società estere*, Milano, 2003;

BIANCHI GIORGIO, *Le operazioni di fusione*, Utet;

CASÒ M.- MILITELLO M., *Fusione e conferimenti nei bilanci IFRS: verso il tramonto del codice civile*, in *La valutazione delle aziende*, n.38, 2005;

CUSA, *Prime considerazioni sulla scissione di società*, in *Quaderni di è giurisprudenza commerciale*, n.136, Giuffrè;

FONTANA F.- CAROLI M.G., *Economia e Gestione delle Imprese*, McGraw-Hill, 2012.

EPESTEIN B.J - MIRZA A.A., *IAS. Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards*, Wiley, 2004;

GUATRI-BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, 2009;

NAPOLITANO M. Rosaria, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*;

PEROTTA R., *L'applicazione dei principi contabili internazionali alle business combination. Confronto con la disciplina interna*, Giuffrè, Milano, 2006;

PEROTTA R., *La fusione inversa. Disciplina interna e principi contabili internazionali*, 2007;

POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2013;

SANTAGATA C., *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino 2004;

SITOGRAFIA

www.impregilo.it

www.salini.it

www.salini-impregilo.com

www.ance.it

www.bancaditalia.it

www.istat.it

www.fondazioneoic.eu

www.mckinsey.it

www.ance.it/docs/docDownload.aspx?id=26602

[www.https://www.salini-impregilo.com/static/upload/2.-/2.-allegato-1-progetto-fusione.pdf](https://www.salini-impregilo.com/static/upload/2.-/2.-allegato-1-progetto-fusione.pdf)