



FACOLTÀ DI ECONOMIA

CATTEDRA DI VALUTAZIONI D'AZIENDA

**I PROFILI VALUTATIVI DELLE RELAZIONI ATTESTATIVE
DEI PIANI INDUSTRIALI DELLE IMPRESE. CASISTICA,
METODI E PROSPETTIVE APPLICATIVE.**

RELATORE

CHIARISSIMO PROF. MAURO ROMANO

CANDIDATO

PIETRO CENTRONE

CORRELATORE

CHIARISSIMO PROF. LUCIO POTTITO

ANNO ACCADEMICO 2009/2010

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO I	7
IL PIANO INDUSTRIALE	7
1.1 Introduzione	7
1.2 Requisiti del piano industriale	10
1.2.1 Sostenibilità finanziaria	10
1.2.2 Coerenza	11
1.2.3 Attendibilità	12
1.3 I contenuti e la struttura tipica del piano industriale	13
1.3.1 Executive Summary	15
1.3.2 Strategia realizzata	16
1.3.3 Intenzioni strategiche	17
1.3.4 L'action plan	18
1.3.5 Le ipotesi e i dati finanziari prospettici	20
1.4 L'utilità del piano industriale ai fini delle operazioni c.d. straordinarie	22
CAPITOLO II	23
LA FUSIONE	23
2.1 Brevi cenni sull'operazione	23
2.2 Le motivazioni economiche	24
2.3 I profili civilistici dell'operazione di fusione	27
2.3.1 La relazione dell'organo amministrativo	31
2.3.2 La determinazione del rapporto di concambio e metodi di valutazione	34
2.4 La relazione degli esperti	39
2.4.1 Nomina dell'esperto	39
2.4.2 Attribuzione e compiti	39
2.4.3 Contenuto della relazione	41
2.4.4 Tempi per la redazione della relazione degli esperti	46
2.4.5 Condizioni per la dispensa dall'obbligo della relazione degli esperti	46
CAPITOLO III	49
IL LEVERAGED BUY OUT	49
3.1 Brevi cenni sull'operazione	49
3.2 I profili civilistici del LBO	52

3.2.1	Il progetto di fusione	55
3.2.2	La relazione dell'organo amministrativo e il piano economico-finanziario	56
3.3	La relazione dell'esperto	59
3.3.1	Analisi delle ragioni e degli obiettivi dell'operazione	60
3.3.2	L'analisi della ragionevolezza del piano economico-finanziario e delle fonti di reperimento delle risorse finanziarie utilizzate per lo svolgimento dell'operazione	61
3.4	La relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti	67
3.5	Analisi di un caso pratico: La fusione per incorporazione di Ducati motor holding s.p.a. in Performance motorcycles s.p.a.	68
3.5.1	Società coinvolte nell'operazione	68
3.5.2	Descrizione dell'operazione	70
3.5.3	Il progetto di fusione	73
3.5.4	Parere del Prof. M. Massari in merito alla sostenibilità dell'indebitamento originato dall'operazione di acquisizione di Ducati Motor Holding Spa	76
3.5.5	La relazione dell'organo amministrativo	79
3.5.6	La relazione degli esperti ai sensi degli artt. 2501-bis, comma 4, e 2501-sexies del Codice Civile	83
3.5.7	La relazione di stima ai sensi dell'art. 2343 c.c. in applicazione analogica dell'art. 2501-sexies, comma 7, del Codice Civile	85
3.5.8	La relazione della società di revisione ai sensi dell'articolo 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile	87
CAPITOLO IV		88
I CONFERIMENTI D'AZIENDA		88
4.1	Definizione dell'operazione	88
4.2	Motivazioni economiche	88
4.3	Aspetti procedurali	90
4.4	Stima dei conferimenti	91
4.5	La nomina e la natura dell'incarico assunto dall'esperto	93
4.5.1	La relazione di stima	94
4.5.2	La valutazione dell'azienda conferita	96
4.5.3	Ipotesi da assumere nella valutazione	98
4.6	Conferimento d'azienda in società preesistente	99
4.7	Casi di esenzione della relazione di stima	101
CAPITOLO V		103
LE ATTESTAZIONI DEGLI ESPERTI RICHIESTE DALLA LEGGE FALLIMENTARE		103
5.1	Introduzione	103
5.2	Individuazione dei principi applicabili dal professionista	109
5.3	Il professionista: requisiti	113
5.3.1	Indipendenza e terzietà del professionista	116

5.4	<i>Contenuto della relazione attestativa. Introduzione</i>	118
5.5	<i>La relazione del professionista in caso di concordato preventivo</i>	119
5.5.1	<i>La veridicità dei dati aziendali</i>	119
5.5.2	<i>La fattibilità del piano</i>	123
5.5.3	<i>Orientamenti giurisprudenziali sulla relazione del professionista nel concordato preventivo</i>	127
5.5.4	<i>Struttura della relazione di attestazione</i>	129
5.6	<i>La relazione del professionista in caso di piani attestati</i>	131
5.7	<i>La relazione del professionista in caso di accordi di ristrutturazione dei debiti</i>	133
5.8	<i>Il professionista stimatore</i>	136
5.9	<i>La responsabilità del professionista</i>	139
5.10	<i>Analisi del caso CO.GE.L. Spa in liquidazione</i>	143
	 CONCLUSIONI	 154
	 BIBLIOGRAFIA	 I

INTRODUZIONE

Il fine ultimo di questo elaborato è quello di individuare dei principi di riferimento che si rivelino utili a tutti quei professionisti chiamati ad effettuare valutazioni in merito ad una molteplicità di operazioni previste dal Codice Civile e dalla Legge Fallimentare.

Molto frequentemente, in entrambi gli ambiti sopraindicati, l'esperto ha una funzione di "*carattere pubblicistico connessa al rispetto della realtà e della consistenza del capitale sociale*"¹ e, più in generale, alla tutela dei vari *stakeholders*.

Il Codice Civile prevede la presenza obbligatoria di un professionista principalmente per quanto concerne le operazioni c.d. "straordinarie"², mentre nella Legge Fallimentare questa figura è richiamata negli articoli concernenti il concordato preventivo e fallimentare, l'accordo di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati.

Poiché da un'attenta lettura delle norme civilistiche e di quelle fallimentari, emerge un riferimento generico al piano finanziario si è cercato di individuare lo strumento più idoneo a soddisfare le diverse finalità (idoneità, ragionevolezza, veridicità dei piani aziendali) indicate dal Legislatore civilistico e fallimentare.

A tal fine, nel primo capitolo, è stato approfondito il tema del piano industriale, ovvero il documento che presenta, in modo organico e critico, le intenzioni strategiche del *management* relative alle strategie competitive, alle azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, all'evoluzione dei *key value driver* e dei risultati attesi. Inoltre, si illustreranno i requisiti prescritti dall'art. 2.1.2, comma 2 per il MTA (Mercato Telematico

¹Cfr. NEGRI-CLEMENTI, PLATTNER, DEL GUERRA, *Gli esperti indipendenti nell'ambito delle società di capitali: ruolo, doveri e responsabilità*, in *Valutazione delle aziende*, n. 7, 1994.

² Cfr. Ovvero operazioni di fusione, scissione, conferimento, trasformazione e di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento.

Azionario) e per il Nuovo Mercato e si è analizzerà la struttura tipica di questo documento.

Al fine di dimostrare l'utilità che il piano industriale ha nel caso in cui si effettuino operazioni c.d. "straordinarie", nei capitoli successivi al primo saranno analizzate le operazioni di fusione, di *leveraged buy out* e di conferimento.

Nel secondo capitolo dopo una breve descrizione dell'operazione di fusione, si approfondiranno nel dettaglio le relazioni dell'organo amministrativo e quella degli esperti sulla congruità del rapporto di concambio.

Considerando che il Legislatore del Codice Civile non ha previsto uno schema tipico per la relazione dell'organo amministrativo si analizzerà il disposto dell'art. 70, 1 e 2 comma, del Regolamento CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 e S.M. applicabile nel caso in cui una delle società coinvolte nell'operazione è quotata.

Nell'analizzare l'operazione di *leveraged buy out*, invece, ci si focalizzerà sugli oneri informativi supplementari (c.d. procedimentalizzazione speciale) che il Legislatore della riforma del diritto societario ha imposto nel caso in cui si effettui questa operazione.

Inoltre, per meglio comprendere il modo in cui questi oneri si concretizzano nella realtà, si analizzerà un recente caso di LBO che ha riguardato un'azienda simbolo del *made in Italy* come Ducati.

Più specificatamente verranno esaminati il progetto di fusione, il parere del Prof. M. Massari in merito alla sostenibilità dell'indebitamento originato dall'operazione, la relazione dell'organo amministrativo e quella degli esperti e infine la relazione della società di revisione.

In relazione all'operazione di conferimento ci si soffermerà sulla relazione di stima prevista dall'art. 2343 c.c. e sulle ipotesi da assumere ai fini della valutazione non perdendo mai di vista che, l'obiettivo delle norme riguardanti il conferimento, è quello di presidiare l'integrità del capitale sociale delle società di capitali, e quindi quello di garantire l'idoneità dello stesso ad assolvere la funzione di garanzia per i creditori.

Nel quinto ed ultimo capitolo si affronterà il tema delle attestazioni degli esperti previste dalla Legge Fallimentare, ovvero di quelle relative a:

- la ragionevolezza del piano di risanamento previsto dall'art. 67, comma 3, lettera d) L.F.;
- l'attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei;
- la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano in caso di concordato preventivo.

In tutte queste situazioni il professionista deve compiere un giudizio prognostico *ex ante* sugli elementi previsti dai piani o dagli accordi redatti dall'organo amministrativo delle aziende in crisi.

Partendo dalla considerazione che nel contesto italiano non sono stati ancora emanati dei principi relativi all'attività di attestazione o *assurance*, al fine di individuare delle norme di comportamento che possano guidare il professionista chiamato ad attestare piani, concordati preventivi e accordi di ristrutturazione dei debiti, si analizzeranno una serie di documenti utili alla causa.

Al fine di meglio comprendere, da un punto di vista squisitamente pratico, l'attività che deve essere svolta dal professionista chiamato ad attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano in caso di concordato preventivo, si analizzerà infine il caso di CO.GE.L Spa in liquidazione.

CAPITOLO I

IL PIANO INDUSTRIALE

1.1 Introduzione

Il piano industriale è il documento che presenta, in modo organico e critico, le intenzioni strategiche del management relative alle:

- strategie competitive, sia a livello corporate che a livello di *Strategic Business Unit (SBU)*;
- azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici;
- evoluzione dei *key value driver* e dei risultati attesi.

Lo scopo principale di tale documento è quello di definire in che modo l'azienda intende accrescere il valore creato per gli azionisti.

Esso, dunque, dovrebbe permettere³:

- la focalizzazione sulla creazione di valore nell'ambito di una visione di lungo periodo;
- la creazione di una guida per la gestione dell'attività aziendale;
- lo sviluppo di un utile processo di apprendimento;
- la preparazione al confronto con il mercato finanziario;
- una migliore definizione del sistema di incentivazione aziendale.

Contenuti e funzioni del piano industriale si delineano in relazione ai concetti di strategia aziendale, strategia competitiva e gestione strategica.

³Cfr. *Guida al Piano Industriale*, Borsa Italiana, 2003.

Il termine “*strategia*” può assumere molteplici significati, in quanto essa possiede svariate possibilità di manifestazione e diversi contesti di applicazione. Ne consegue che è sbagliato voler racchiudere tale concetto in un’unica definizione.

Aristotele intendeva la “*strategia*” come la ricerca del successo e, quindi, della vittoria in un contesto antagonistico-competitivo. Tale concezione è perfettamente valida anche attualmente, con riferimento alla strategia aziendale.

La strategia può essere vista sia come “*il piano complessivo per lo spiegamento di risorse necessarie al conseguimento di un vantaggio competitivo*”⁴ sia come un “*legame tra l’impresa e il suo ambiente esterno*”⁵.

L’impresa individua tre insiemi di caratteristiche cruciali:

- gli obiettivi e i valori;
- le risorse e le competenze;
- la struttura e i sistemi organizzativi.

L’ambiente esterno all’impresa, in generale, comprende l’intera gamma dei fattori economici, sociali, politici e tecnologici che influenzano le decisioni e i risultati; tuttavia, per la maggioranza delle decisioni strategiche, l’ambiente esterno di riferimento è costituito solo dal settore, definito dalle relazioni dell’impresa con clienti, concorrenti e fornitori.

Una valida strategia e un elevato livello di efficienza operativa non sono sufficienti di per sé ad assicurare un successo duraturo; infatti: “*l’impresa deve anche impegnarsi in una sistematica attività di gestione strategica, ossia un’attività di osservazione, riflessione, concettualizzazione, sperimentazione sviluppatesi intorno agli interrogativi cruciali riguardanti l’identità, reale e desiderata, dell’impresa e le azioni di più opportuna adozione per colmare il divario fra situazione effettiva e situazione voluta, ossia il così detto gap strategico*”⁶.

⁴Cfr. P. BOCCARDELLI, *Ruolo della formulazione strategica*, Materiale didattico.

⁵ Cfr. GRANT, *L’analisi strategica per le decisioni aziendali*, Il mulino, 2006.

⁶ Cfr. V. CODA, *L’orientamento strategico di fondo delle imprese eccellenti*, in Aa. Vv. *Caratteri distintivi dell’eccellenza imprenditoriale*, Cedam, 1988.

Intendendo la strategia secondo una prospettiva dinamica, ovvero come un divenire frutto dell'attività di gestione strategica, Henry Mintzberg distingue tra strategie deliberate, realizzate ed emergenti.

Per strategia *deliberata*, si intende la strategia così come viene concepita dal gruppo dei dirigenti di vertice. Essa, dunque, costituisce il risultato di un processo di negoziazione, contrattazione e compromesso che coinvolge molti individui e gruppi all'interno dell'organizzazione.

La strategia *realizzata* è correlata solo in parte alla precedente. Infine, per strategia *emergente* si intende “*l'insieme di decisioni che emergono dal complesso processo in cui i singoli manager interpretano la strategia deliberata e la adattano ai cambiamenti delle circostanze esterne*⁷”.

⁷Cfr. H. MINTZBERG, *Patterns of Strategy Formulation*, in *Management science*, vol. 24, n.9, 1978.

1.2 Requisiti del piano industriale

I requisiti minimi che bisogna rispettare nella redazione del piano industriale sono indirettamente definiti dall'art. 2.1.2, comma 2, per il MTA (Mercato Telematico Azionario) e per il Nuovo Mercato.

Il suddetto articolo afferma che: *“Borsa Italiana può respingere la domanda di ammissione alla quotazione, con provvedimento motivato e comunicato tempestivamente all'interessato:*

- *a), b), c) omissis;*
- *d): se la situazione dell'emittente sia tale da rendere l'ammissione contraria all'interesse degli investitori. A tal fine Borsa Italiana farà prevalentemente riferimento ai seguenti elementi: la presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria, un critico posizionamento competitivo nei principali settori di attività, l'evidenza di importanti fattori di incoerenza nel piano industriale e la carenza di elementi di riscontro nelle ipotesi contenute nel piano medesimo”.*

Pertanto, i requisiti indicati dal regolamento sono tre:

- a) sostenibilità finanziaria;
- b) coerenza;
- c) attendibilità.

1.2.1 Sostenibilità finanziaria

La verifica della sostenibilità finanziaria del piano industriale consiste nella valutazione della compatibilità del progetto strategico con il mantenimento di una struttura finanziaria sufficientemente equilibrata e con il contenimento del rischio complessivo aziendale entro livelli considerati accettabili.

“A tal fine, durante l'arco temporale del piano, sarebbe opportuno che i cash flow (intesi come somma di utile netto più ammortamenti) coprissero almeno gli assorbimenti di capitale circolante e gli investimenti netti di

sostituzione/mantenimento, mentre il ricorso ad ulteriore capitale di rischio e/o di debito dovrebbe avvenire per fronteggiare parzialmente o totalmente gli investimenti finalizzati alla crescita⁸”.

Secondo il Mazzola⁹, ai fini della sostenibilità, bisogna anche considerare che la politica di indebitamento deve comunque permettere all’impresa un certo margine di flessibilità per fronteggiare eventuali fluttuazioni del mercato e che ci deve essere compatibilità tra il profilo di rischio finanziario e il livello di rischio della strategia competitiva scelta.

Nel caso in cui l’attestazione di sostenibilità finanziaria riguardi piani che si riferiscono ad operazioni quali il leveraged buyout (LBO), piani di risanamento, concordato fallimentare e preventivo – fermo restando i criteri generali precedentemente illustrati - bisognerà assicurarsi che *“la gestione aziendale in prospettiva potrà svolgersi assicurando l’equilibrio finanziario anche nelle condizioni di particolare indebitamento iniziale e consentirà il progressivo miglioramento di queste ultime¹⁰”*.

1.2.2 Coerenza

La coerenza si manifesta, da un lato, come un concatenamento sequenziale fra le intenzioni strategiche, *l’action plan*, le ipotesi poste a fondamento delle proiezioni economico finanziarie e i dati finanziari; dall’altro lato, tale requisito riguarda la compatibilità delle azioni realizzative che si intendono intraprendere per attuare il progetto strategico.

Inoltre ci deve essere coerenza tra i risultati attesi del piano e l’evoluzione dell’assetto economico finanziario registrato dall’impresa negli ultimi esercizi.

⁸Cfr. *Guida al piano industriale*, Borsa Italiana, 2003.

⁹Cfr. P. MAZZOLA, *Il piano industriale*, UBE, 2003.

¹⁰Cfr. L. GUATRI V. UCKMAR, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea, 2009.

1.2.3 Attendibilità

L'attendibilità del piano dipende dai seguenti profili:

- la compatibilità delle assunzioni sulle quali è costituito con le caratteristiche dell'ambiente;
- la ragionevolezza dei risultati attesi.

La fondatezza delle ipotesi va verificata rispetto alle seguenti condizioni¹¹:

- compatibilità con le dinamiche del contesto competitivo, ossia andamento della domanda e delle quote di mercato, *consumer need*, *buying factor*, comportamento dei competitor e contesto normativo, tecnologico, sociale e ambientale;
- confrontabilità con i risultati storici; quanto più i risultati prospettici divergono da quelli storici, tanto più sarà necessario proporre elementi a sostegno della loro credibilità;
- visibilità dei dati previsionali, ovvero la possibilità di intravedere il formarsi delle previsioni, la probabilità che tali previsioni hanno di manifestarsi realmente;
- analisi della sensitività, ossia formulazione di diversi scenari che si possono configurare rispetto alle principali variabili;
- presenza di una cultura aziendale e di strumenti organizzativi già orientati ad una gestione programmata e validamente sperimentati.

¹¹ Cfr. *Guida al piano industriale*, Borsa Italiana, 2003.

1.3 I contenuti e la struttura tipica del piano industriale

Nel documento “*Guida al piano industriale*”, Borsa Italiana propone il seguente schema standard ai fini della redazione del piano industriale:

1. Executive Summary

- 1.1. Il progetto strategico proposto
- 1.2. Le principali azioni realizzative
- 1.3. Sintesi dei principali dati finanziari attesi

2. La strategia realizzata

- 2.1. La strategia competitiva corporate
- 2.2. La strategia competitiva delle singole SBU
- 2.3. Evoluzione dei principali dati finanziari storici per SBU

3. Le intenzioni strategiche

- 3.1. Necessità e opportunità di un rinnovamento strategico
- 3.2. Le intenzioni strategiche a livello corporate
- 3.3. Le intenzioni strategiche a livello di SBU

4. L’Action Plan

- 4.1. Azioni, tempistica, manager responsabili
- 4.2. Impatto economico-finanziario delle azioni
- 4.3. Investimenti e modalità di finanziamento
- 4.4. Impatto organizzativo
- 4.5. Condizioni e vincoli all’implementazione

5. Le ipotesi e i dati finanziari prospettici

- 5.1. Modello economico
- 5.2. Le ipotesi alla base delle previsioni economico-patrimoniali finanziarie
- 5.3. I dati previsionali a confronto con i dati storici
- 5.4. Le direttrici di analisi dei risultati gestionali

5.5. Andamento dei key value driver

5.6. Analisi di sensitività

5.7. Aspetti critici da evidenziare

I diversi punti possono trovare maggiore o minore spazio all'interno del piano a seconda delle caratteristiche del progetto strategico e delle caratteristiche dei destinatari; inoltre, talvolta, per maggiore chiarezza si possono introdurre specifici elementi di analisi. Se, per esempio, il piano è redatto in occasione di operazioni straordinarie, esso dovrà contenere una serie di informazioni sulla società *target*, sulle sinergie che si potrebbero realizzare e sui vantaggi e svantaggi che il progetto presenta rispetto ad un'ipotesi di sviluppo autonomo.

Per una corretta stesura del piano bisogna considerare sia elementi qualitativi – riguardanti le principali caratteristiche della strategia che si intende adottare e dell'*action plan* – che elementi quantitativi. Questi ultimi sono suddivisibili in elementi d'ambiente e d'impresa.

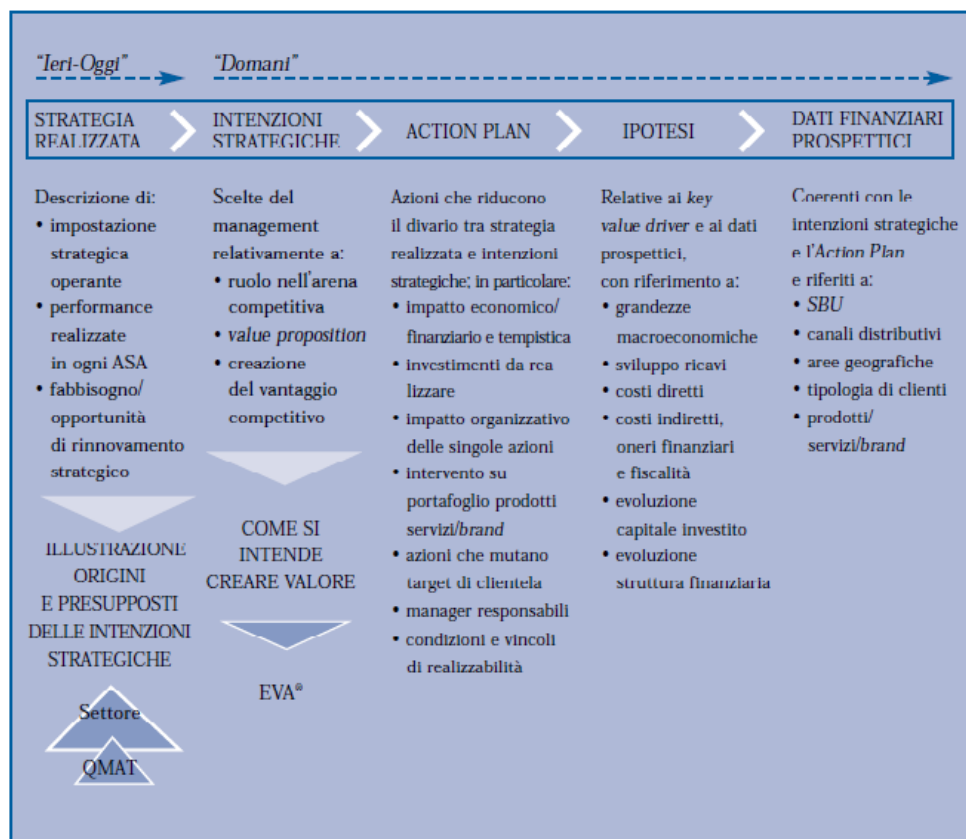
I primi si riferiscono a variabili quali andamento atteso della domanda, dell'inflazione, dei tassi di interesse e definiscono i più probabili scenari; solo marginalmente possono essere influenzati dalle strategie operanti e dalle intenzioni strategiche d'impresa.

I secondi comprendono le proiezioni economico/finanziarie relative al periodo di piano e le misure di performance economico-competitive che dovrebbero essere ottenute al realizzarsi delle ipotesi del piano.

Gli aspetti quali/quantitativi non possono essere separati perché, in assenza di un adeguato approfondimento delle strategie e dell'*action plan*, le sintesi dei valori del piano industriale perdono gran parte del loro significato, diventando semplici estrapolazioni degli andamenti passati, la cui credibilità è verificabile solo *ex post*¹².

Il piano industriale deve evidenziare e seguire lo schema logico indicato nel seguente quadro sinottico:

¹² In questo senso si esprime P. MAZZOLA in *Il piano industriale*, UBE, 2003.



1.3.1 Executive Summary

Nella prima parte del piano vengono presentati, in modo sintetico il progetto strategico, le principali azioni realizzative ed i risultati attesi. La finalità è quella di dare una *overview* del contenuto dell'intero piano.

Qualora sia decisivo ai fini della credibilità del piano, può essere opportuno presentare il team di lavoro che ha partecipato alla stesura dello stesso.

Per quanto riguarda il progetto strategico, occorre evidenziare gli aspetti principali quali la mission, la strategia a livello corporate e di singola ASA (area strategica di affari), gli elementi di unicità della strategia e l'attrattività dei mercati verso i quali ci si vuole espandere, in sintesi al business opportunity.

Quanto alle azioni realizzative, bisogna enunciare le principali direttrici di lavoro tramite le quali si intende dare attuazione al progetto strategico.

1.3.2 Strategia realizzata

La strategia realizzata identifica il posizionamento formatosi per effetto delle scelte e delle azioni del passato.

Il piano, infatti, dovrebbe rendere esplicito il collegamento tra i risultati ottenuti e le principali scelte strategiche effettuate; questo, inoltre, è utile anche per individuare le leve gestionali che hanno avuto maggior impatto sulle performance aziendali ovvero i *key value driver* (redditività operativa, rendimento del capitale investito, costo medio ponderato del capitale e saggio di crescita dei risultati) e i *key performance indicators* (numero di nuovi clienti acquisiti, tasso di ritenzione dei vecchi clienti, grado di utilizzo della capacità produttiva, percentuale di fatturato realizzata con prodotti introdotti negli ultimi tre anni).

I *key performance indicators* possono riguardare grandezze sia di tipo economico che fisico e dipendono dalla tipologia di business, dalle caratteristiche dei mercati serviti e dal grado di complessità aziendale. Essi devono essere selezionati tenendo conto dei seguenti criteri¹³:

- *rilevanza*, cioè idoneità a rappresentare grandezze significative per la misurazione del valore e del grado di raggiungimento degli obiettivi strategici;
- *misurabilità*, ovvero possibilità di quantificazione attraverso indici strutturati e univoci e collegabili a specifiche responsabilità;
- *continuità*, intesa come confrontabilità nel tempo delle informazioni prodotte e delle misurazioni effettuate;
- *uniformità di definizione*, intesa come univocità del processo di individuazione e di descrizione per tipologia, dimensione di calcolo e fonte di rilevazione.

L'analisi della strategia realizzata dovrebbe riguardare i seguenti punti:

- le performance conseguite negli ultimi esercizi in ogni ASA, approfondendo il collegamento tra scelte compiute e risultati ottenuti, l'effetto degli investimenti effettuati negli anni precedenti che si

¹³ Cfr. *Guida al sistema di controllo interno*, Borsa Italiana, 2003.

ripercuotono nell'esercizio corrente; gli impatti di eventuali fenomeni congiunturali e/o straordinari;

- il posizionamento occupato dall'impresa con ciascuna ASA, seguendo le risorse e le competenze possedute, le attività svolte, il grado di integrazione e le performance;
- il fabbisogno o le opportunità di rinnovamento strategico, ovvero l'illustrazione delle ragioni che potrebbero portare ad un mutamento della strategia adottata. La spinta verso il rinnovamento può essere un imperativo dovuto alla vulnerabilità aziendale oppure una strategia di crescita.

1.3.3 Intenzioni strategiche

In questa parte del piano vengono presentati la mission dell'impresa, il modello di business e i risultati che si vogliono ottenere nel breve e nel medio/lungo periodo.

La *mission* è l'enunciato dello scopo che guida e motiva l'impresa e ne identifica il campo di attività e la filosofia gestionale. L'esplicitazione della missione serve a definire l'indirizzo di lungo termine e le caratteristiche che la contraddistinguono la rendono il principale elemento di stabilità dei piani industriali.

Le intenzioni strategiche rappresentano il piano attraverso il quale la società intende creare valore per gli shareholders e identificano le leve che il management intende utilizzare per accrescere il valore dell'impresa e le modalità attraverso le quali si intende acquisire un sostenibile vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti attuale e potenziali.

Queste devono specificare sia le scelte a livello corporate che di singola area di affari. A livello *corporate* occorre rendere esplicite le scelte delle aree in cui l'impresa intende operare e l'eventuale uscita o entrata in nuove aree, il criterio di allocazione delle risorse finanziarie e umane disponibili, le sinergie

stimate e quelle realizzate. A livello di singola SBU, bisogna definire il posizionamento dell'impresa lungo la *value chain* del settore di riferimento, precisando quali attività l'impresa intende svolgere direttamente e quali, invece, intende esternalizzare, la configurazione del business model, il target di clientela attuale e potenziale, la strategia di prezzo e le aree geografiche in cui si opera o si vuole operare.

Attraverso tali scelte si precisano i propositi di creazione di un vantaggio competitivo sostenibile.

Il vantaggio competitivo è *“il risultato di una strategia che conduce un'impresa a occupare e mantenere una posizione favorevole nel mercato in cui opera, e che si traduce in una redditività sensibilmente maggiore a quella media dei competitori; l'essenza è la disponibilità di fattori di differenziazione rispetto ai concorrenti, sufficientemente stabili e riconosciuti e valorizzati dal mercato”*¹⁴.

La diversità rispetto ai concorrenti può esprimersi in due modi: l'efficienza operativa e il posizionamento strategico.

1.3.4 L'action plan

Il piano di azione è l'elemento che conferisce operatività al *business plan*. Esso è l'elenco delle azioni volte a colmare il *gap* esistente tra strategia realizzata e progetto strategico e svolge una funzione essenziale ai fini della credibilità e della concretezza del piano in quanto la sua presenza attesta che il piano non è solo un'illustrazione di intenti e di aspettative.

Esso, secondo la Guida di Borsa Italiana, deve includere almeno i seguenti punti:

- l'insieme di azioni che consentono la realizzazione delle intenzioni strategiche, con la specifica dell'impatto in termini economico-finanziari e della tempistica stimata per l'implementazione;

¹⁴Cfr. FONTANA-CAROLI, *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, 2006.

- la descrizione degli investimenti che saranno realizzati, evidenziandone l'ammontare, la tipologia, gli esercizi di riferimento e le voci patrimoniali su cui andranno ad impattare;
- l'impatto organizzativo delle singole azioni in termini di Business Model, struttura manageriale, organico aziendale, aree geografiche da coprire, canali distributivi e struttura commerciale;
- gli eventuali interventi sul portafoglio prodotti/servizi/brand offerti alla clientela;
- le azioni con le quali si intende realizzare un eventuale mutamento del target di clientela da servire;
- il sistema di responsabilità ovvero l'indicazione dei manager responsabili delle azioni programmate;
- le condizioni/vincoli che possono influenzare la realizzabilità delle azioni.

Per quanto riguarda le azioni volte all'attuazione delle intenzioni strategiche, esse possono essere suddivise in tre categorie:

- progetti mediante i quali l'impresa intende modificare la composizione del portafoglio di ASA o il mutamento del grado di integrazione verticale;
- progetti mediante i quali si punta ad accrescere la produttività aziendale, quali la realizzazione di formule di business innovative, l'innovazione di processo, la valorizzazione delle possibili sinergie nelle aziende multi ASA;
- progetti di crescita dimensionale, ovvero l'esplicitazione dei vantaggi competitivi grazie ai quali si ipotizza di poter ottenere performance migliori rispetto ai *competitors*, e l'indicazione delle direttrici di crescita che verranno privilegiate.

1.3.5 Le ipotesi e i dati finanziari prospettici

Ogni piano industriale deve essere valutato sulla base delle ipotesi e dei prospetti economici, patrimoniali e finanziari. Questi ultimi devono essere coerenti con le scelte strategiche e con *l'action plan*.

Il piano deve illustrare:

- le ipotesi concernenti le grandezze macroeconomiche (inflazione, tassi di cambio, tassi di interesse ecc);
- le ipotesi alla base dello sviluppo dei ricavi e dei costi diretti e indiretti per SBU e per le variabili gestionali rilevanti;
- le ipotesi alla base dell'evoluzione del capitale investito sia fisso che circolante;
- le ipotesi alla base dell'evoluzione della struttura finanziaria.

Per la formulazione delle ipotesi, si parte dall'analisi dei dati storici relativi agli ultimi tre esercizi e si cerca di prevedere l'andamento futuro delle variabili prese in considerazione; nel caso in cui si prevedano variazioni significative rispetto all'andamento passato bisognerà accuratamente motivarle.

L'elaborazione delle ipotesi dipenderà, ovviamente, dal *business model* della società e dal modello economico utilizzato, in quanto ogni settore industriale ha le proprie peculiarità e le logiche economiche specifiche.

Il modello economico è il metodo rappresentativo della logica economica dell'impresa e può essere di due tipi. Più precisamente si individuano i seguenti modelli:

- *bottom up*, utilizzato nelle società che vendono al cliente finale attraverso propri punti vendita e in quelle che pianificano le proprie vendite sulla base del portafoglio clienti. Il piano si baserà sull'analisi dell'andamento dei punti vendita e sulla loro capacità di generare un margine tale da coprire anche i costi della struttura centrale. Le variabili chiave da analizzare sono il margine commerciale, il fatturato per metro quadro lineare e l'analisi dell'incidenza dei costi fissi; bisognerà distinguere tra crescita a

parità di rete (*like for like*) e crescita a seguito di apertura di nuovi punti vendita;

- *top down*, utilizzato nelle società che producono in serie beni di largo consumo. Il piano si baserà sull'andamento, previsto dal management, della domanda di mercato dei prodotti e/o servizi, sulle quote di mercato che l'azienda intende raggiungere per ogni linea di prodotto/servizio, sul fatturato per ogni prodotto/servizio, dei costi di produzione, di distribuzione, di promozione e logistici; per quanto concerne le società che lavorano su commessa, il piano si baserà sull'analisi del portafoglio commesse acquisite e sulle ipotesi relative all'andamento delle commesse non ancora in portafoglio.

1.4 L'utilità del piano industriale ai fini delle operazioni c.d. straordinarie

Il piano industriale si rivela un documento molto utile nel caso in cui si effettuino operazioni c.d. "straordinarie", come ad esempio: fusione, conferimenti, scissioni e *leveraged buy out*.

Come si chiarirà meglio in seguito, lo schema standard del piano industriale previsto da Borsa Italiana ben si adatta alla relazione che l'organo amministrativo delle società coinvolte nell'operazione straordinaria è tenuta a redigere.

Inoltre, gli amministratori, coadiuvati molto di frequente da *advisor*, utilizzano i dati finanziari prospettici contenuti nel piano industriale delle rispettive società come base di partenza per effettuare valutazioni di tipo economico, in quanto ogni operazione straordinaria presuppone, per la sua implementazione, una valutazione delle aziende interessate.

CAPITOLO II

LA FUSIONE

2.1 Brevi cenni sull'operazione

L'operazione di fusione è regolata dall'art. 2501¹⁵ c.c. e seguenti e si può realizzare attraverso due forme:

- fusione per unione o propria;
- fusione per incorporazione o impropria.

Con la prima, due o più società si uniscono e si estinguono per dare vita ad un nuovo soggetto societario; con la seconda, invece, una società (detta incorporante) ingloba un'altra società (detta incorporata) che viene a cessare.

La fusione può avvenire tra società perseguenti il medesimo scopo istituzionale – lucrative, mutualistiche, consortili – e tra società perseguenti scopi istituzionali diversi; in quest'ultimo caso avremo la c.d. fusione eterogenea che però, a differenza della trasformazione, non è contemplata espressamente dal legislatore del 2003.

All'operazione possono partecipare anche società sottoposte a procedure concorsuali, società irregolari e semplici, società in liquidazione purché non sia iniziata la distribuzione dell'attivo (questa limitazione si applica solo quando alla fusione partecipano spa, srl e società cooperative per azioni).

¹⁵Cfr. Art. 2501 c.c. *Forme di fusione*. La fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre. La partecipazione alla fusione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo.

2.2 Le motivazioni economiche

La motivazione principale sottostante all'operazione di fusione è l'ottenimento di un maggior valore complessivo; questo sarà legato al successo delle strategie di crescita (integrazione verticale, orizzontale e diversificazione conglomerata) che si intendono attuare.

Questo orientamento è validato dalla più autorevole dottrina, tra cui spicca il Potito che afferma quanto segue: *“una fusione, per ritrovare fondate ragioni sotto l'aspetto economico, dovrebbe avere come esito finale il conseguimento di un beneficio economico, misurabile come maggior valore assunto dal sistema aziendale che va a crearsi, rispetto alla somma dei valori delle singole aziende partecipanti, stimati prima che la fusione avvenisse e supponendo che esse restassero autonome.”*¹⁶,

L'esigenza di crescita può essere perseguita sia tramite sviluppo interno, sia tramite acquisizioni, fusioni, joint venture e alleanze strategiche. Ovviamente, ogni modalità di espansione presenta al contempo vantaggi e svantaggi.

A questo proposito, per quanto concerne la crescita ottenuta per via esterna è possibile individuare:

- vantaggi derivanti dalla rapidità attraverso la quale ci si posiziona all'interno di un nuovo settore; questo comporta l'eliminazione di lunghi e costosi processi di apprendimento. Ulteriori vantaggi possono consistere nell'eliminazione dal mercato un potenziale concorrente, nell'entrata in settori o mercati con elevate barriere istituzionali, strutturali e strategiche, e nel conseguimento di economie di scala e di raggio di azione;
- svantaggi derivanti dalle difficoltà che si possono incontrare nel processo di integrazione post fusione e dalla dismissione di eventuali risorse non necessarie allo sviluppo.

Per quanto concerne la crescita per via interna dobbiamo considerare i possibili:

¹⁶Cfr. POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2009.

- vantaggi derivanti da uno sviluppo incrementale compatibile con la cultura aziendale. La crescita interna, oltre a ciò, consente anche di non modificare la compagine sociale;
- svantaggi derivanti sia dalla lentezza che caratterizza il processo di crescita interna, sia dalla necessità di sviluppare risorse umane¹⁷.

Per ragioni di completezza, si deve ricordare che, in Italia, nel recente passato, molte operazioni di fusione sono state effettuate solo ed esclusivamente per fruire di benefici fiscali.

L'operazione di fusione, infatti, veniva usata per effettuare rivalutazioni fiscalmente rilevanti (con conseguente possibilità di dedurre maggiori ammortamenti e di rilevare minori plusvalenze in sede di cessione) e per abbattere l'imponibile, incorporando aziende inattive solo per utilizzarne le perdite fiscali pregresse (c.d. *bare fiscali*).

Attualmente, da un punto di vista fiscale, tutto ciò non è più possibile perché l'art. 172 TUIR sancisce il principio dell'irrelevanza fiscale dell'operazione (commi 1, 2 e 3) e il principio di subentro della società incorporante o risultante dalla fusione negli obblighi e nei diritti delle società fuse e incorporate relativi alle imposte sui redditi (comma 4), ad eccezione di quanto concerne le riserve in sospensione di imposta, le perdite fiscali delle società partecipanti alla fusione e gli interessi passivi indeducibili riportabili in avanti.

Per quanto riguarda la disciplina delle perdite fiscali pregresse e della dote di interessi passivi, bisogna distinguere tra società che redigono il bilancio rispettando i principi contabili nazionali e internazionali e tra fusione con effetti fiscali e contabili retrodatati e non.

Ai fini della riportabilità, il legislatore fiscale richiede il superamento di un test di vitalità e, successivamente, per la determinazione del quantum riportabile, bisogna rifarsi al patrimonio netto dell'ultimo bilancio al netto dei conferimenti e

¹⁷ In tal senso si esprimono: COLLIS, MONTGOMERY MOLTENI e INVERNIZZI in *Corporate strategy*, McGraw-Hill, 2007; POTITO L. *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2009; PERROTTA R. GAREGNANI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè editore, 1999.

versamenti operati nei 24 mesi precedenti o, se minore, al patrimonio netto risultante dalla situazione patrimoniale (2501 quater c.c.) al netto dei conferimenti e versamenti degli ultimi 24 mesi.

È possibile richiedere all'Amministrazione Finanziaria l'interpello disapplicativo della norma di carattere antielusivo.

2.3 *I profili civilistici dell'operazione di fusione*

Sulla natura giuridica della fusione si è a lungo discusso. Nel tempo, si sono avvicendate varie teorie dottrinali. Attualmente, l'orientamento più accreditato è la teoria dell'unione nel quale si asserisce che con la fusione non si ha né estinzione, né creazione di soggetti giuridici, ma solo una modificazione dell'atto costitutivo *“avente ad oggetto il suo adeguamento al fine di consentire la prosecuzione dei rapporti sociali nei limiti del nuovo assetto contrattuale ed organizzativo deliberato dai soci.”*¹⁸,

Secondo la suddetta teoria, con la fusione si avrebbe semplicemente una modificazione ed una integrazione dei contratti sociali, e non la sostituzione di un contratto con un altro, le posizioni giuridico-economiche delle società partecipanti alla fusione si trasferirebbero *ipso iure* alla società incorporante o risultante dalla fusione¹⁹.

L'attuale normativa sulla fusione è stata introdotta nel nostro ordinamento con il D. Lgs. 22/1991 che ha dato attuazione alla III Direttiva CEE.

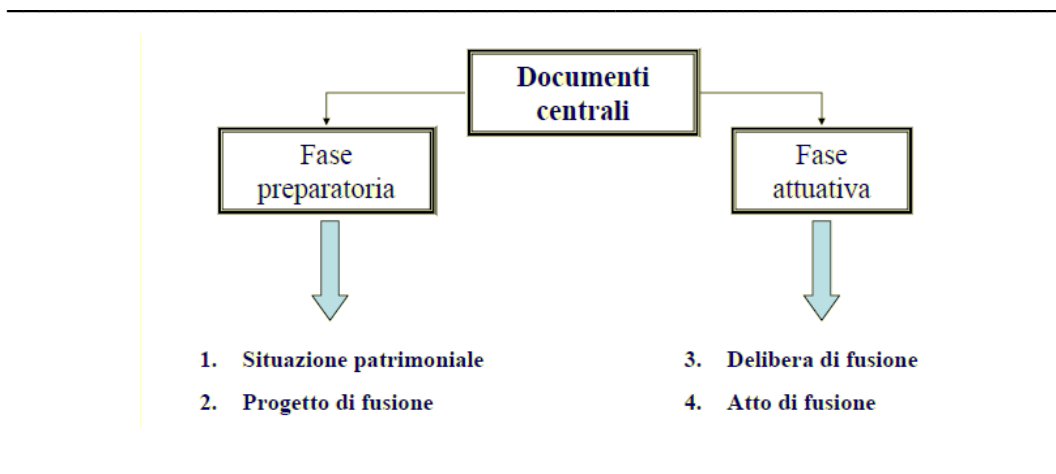
Si tratta di un'operazione che si concretizza essenzialmente in due tempi: una fase preparatoria e una fase attuativa.

¹⁸Cfr. SERRA A., *La trasformazione e la fusione delle società*, Trattato di diritto privato a cura di Rescigno, UTET, 1985.

¹⁹ In questo senso GAREGNANI G. in *Le operazioni di gestione straordinaria*, PERROTTA GAREGNANI, Giuffrè 1999.

Figura 1.1

Fasi della fusione



Fonte: Materiale didattico a cura di MECHELLI A.

Nella fase preparatoria, l'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve redigere i seguenti documenti:

- il progetto di fusione, il cui contenuto è disciplinato dall'art. 2501 ter cod. civ²⁰;

²⁰ Art. 2501 ter c.c. Progetto di fusione. L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige un progetto di fusione, dal quale devono in ogni caso risultare:

- 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;
- 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;
- 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro;
- 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella 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 di quella incorporante;
- 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
- 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.

Il conguaglio in danaro indicato nel numero 3) del comma precedente non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate.

- la situazione patrimoniale delle società ai sensi dell'art. 2501 quater c.c.²¹;
- una relazione dell'organo amministrativo delle società partecipanti all'operazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione ed in particolare il rapporto di concambio. Nella relazione devono essere indicati i criteri di determinazione del rapporto di cambio e devono essere segnalate eventuali difficoltà di valutazione.

Il progetto di fusione è depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo dove hanno sede le società partecipanti alla fusione. Presso le società, durante i trenta giorni che precedono la decisione in merito alla fusione, devono rimanere depositati i seguenti documenti:

- il progetto di fusione;
- la relazione dell'organo amministrativo;
- le relazione degli esperti (della quale sarà detto in appresso);
- i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti, con le relazioni dei soggetti a cui compete l'amministrazione e la revisione legale;
- le situazioni patrimoniali redatte ai sensi del 2501 quater c.c. .

Il progetto di fusione è depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione.

Tra l'iscrizione del progetto e la data fissata per la decisione in ordine alla fusione devono intercorrere almeno trenta giorni, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime.

²¹ *Art. 2501 quater. Situazione patrimoniale.* L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve redigere, con l'osservanza delle norme sul bilancio di esercizio, la situazione patrimoniale delle società stesse, riferita ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società. La situazione patrimoniale può essere sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del giorno del deposito del progetto di fusione.

Decorsi i trenta giorni, si passa alla fase attuativa della fusione, ovvero all'approvazione del progetto di fusione da parte dei soci di ciascuna società, nel rispetto (se non è disposto diversamente all'atto costitutivo o dallo statuto) delle norme dettate per le modificazioni dell'atto costitutivo, nelle società di capitali, e *“nelle società di persone, con il consenso della maggioranza dei soci determinata secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili, salva la facoltà di recesso per il socio che non abbia consentito alla fusione²²”*.

Il Codice Civile prevede e disciplina due casi particolari: l'incorporazione di società interamente possedute e l'incorporazione di società possedute al novanta per cento. Nel primo caso è possibile che l'atto costitutivo o lo statuto prevedano che la competenza a decidere la fusione sia attribuita agli organi amministrativi della società; nel secondo, invece, questa possibilità è attuabile solo dalla società incorporante.

In ogni caso, la deliberazione deve risultare da atto pubblico e va depositata per l'iscrizione nel registro delle imprese.

La fusione può pregiudicare i creditori delle società che si fondono perché, a seguito dell'unificazione dei loro patrimoni, i creditori dell'una vengono a concorrere con i creditori dell'altra sull'unico patrimonio risultante dalla fusione.

In considerazione di ciò, l'art. 2503 c.c. prescrive che la fusione può essere attuata, con la stipulazione dell'atto di fusione, solo dopo sessanta giorni (o trenta se alla fusione non partecipano società con capitale rappresentato da azioni) dall'iscrizione della deliberazione di fusione nel registro delle imprese.

Il termine può non essere osservato quando:

- consti il consenso di tutti i creditori anteriori all'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese;
- i creditori non consenzienti siano stati pagati o siano state depositate presso una banca le somme corrispondenti;
- la relazione degli esperti *“sia redatta, per tutte le società partecipanti alla fusione, da un'unica società di revisione, la quale asservi, sotto la propria responsabilità, che la situazione*

²² Art. 2502 c.c. *Decisione in ordine alla fusione.*

patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori²³”.

L'iter della fusione si conclude con la stipulazione, per atto pubblico, dell'atto di fusione, che dà attuazione alle relative deliberazioni e consacra l'avvenuta compenetrazione dei patrimoni.

Entro trenta giorni dall'atto, a cura del notaio o dei soggetti cui compete l'amministrazione della società risultante dalla fusione o di quella incorporante, quest'ultimo deve essere depositato nell'ufficio del registro delle imprese dei luoghi ove è posta la sede delle società partecipanti alla fusione, di quella che ne risulta o della società incorporante²⁴.

2.3.1 La relazione dell'organo amministrativo

La relazione dell'organo amministrativo è prevista e disciplinata dall'art. 2501-quinquies c.c. Lo scopo di questa relazione è quello di illustrare:

- le motivazioni giuridiche ed economiche che hanno spinto le società a fondersi;
- i criteri di determinazione del rapporto di concambio.

Il legislatore del Codice Civile non ha previsto uno schema tipico per la suddetta relazione, tuttavia, se una delle società coinvolte nell'operazione è quotata, la relazione dovrà essere redatta rispettando il dettato dell'art. 70, 1 e 2 comma, del Regolamento CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 e S.M..

Suddetto regolamento prevede il seguente schema nell'ipotesi di fusione:

- 1, a) l'illustrazione dell'operazione e le motivazioni della stessa, con particolare riguardo agli obiettivi gestionali delle società partecipanti alla fusione e ai programmi formulati per il loro conseguimento;

²³ Art. 2503 c.c. *Opposizione dei creditori.*

²⁴ In questo senso Art. 2504 c.c. *Atto di fusione.*

- 1, b) ove la fusione comporti un concambio di titoli, i valori attribuiti alle società interessate all'operazione ai fini della determinazione del rapporto di cambio, indicando l'eventuale esistenza di perizie;
- 1, c) il rapporto di cambio stabilito ed i criteri seguiti per la determinazione di tale rapporto, con particolare riguardo ad eventuali arrotondamenti che si siano resi necessari rispetto ai rapporti emergenti dal mero raffronto tra i valori attribuibili alle azioni delle società interessate sulla base delle valutazioni citate al precedente punto;
- 1, d e f g h i l omissis.

Il sopraindicato schema logico ripercorre per grandi tratti quello standard previsto da Borsa Italiana per la redazione del Piano Industriale (di seguito schema standard) . Nel punto 1, a). Infatti è richiesta l'indicazione delle intenzioni strategiche e dell'*action plan* indicati rispettivamente ai punti 3 e 4 dello schema standard. I punti 1, b) e 1, c) sono riconducibili, invece, al punto 5 dello schema standard che tratta di ipotesi e dati finanziari.

Analizzando numerose relazioni²⁵ redatte dai vari organi amministrativi delle società coinvolte in operazioni di fusione, si evince che nella pratica professionale questa similitudine è ancor più evidente.

A conferma di ciò è stata analizzata, più nel dettaglio, l'operazione di fusione per incorporazione di Enìa Spa²⁶ in Iride Spa²⁷. Tale documento è composto da:

²⁵ Enìa Spa in Iride Spa con contestuale cambio di denominazione in Iren Spa; La Gaiana Spa in Gabetti Spa; San Paolo IMI Spa in Banca Intesa Spa; Seat Pagine Gialle Spa in Silver Spa e di Silver Spa in Spyglass Spa; Banca Lombarda e Piemontese Spa in Banche Popolari Unite SCPA; Abaco information services Srl in Aisoftw@re Spa.

²⁶ La società incorporata ha sede a Parma, nasce nel 2005 dalla fusione di tre aziende municipalizzate (AGAC, AMPS, TESA), è uno dei principali esempi in Italia di *multiutility*. Distribuisce e vende: energia elettrica, gas, acqua e teleriscaldamento; possiede due discariche e due termovalorizzatori. Nel 2007 ha fatturato più di 1,2 miliardi di €.

²⁷ La società incorporante ha sede a Torino, produce energia elettrica attraverso 16 centrali (12 idroelettrici e 4 termoelettrici in cogenerazione), commercializza: energia elettrica, acqua, servizi

- una parte introduttiva, equiparabile all'*executive summary* dello schema standard, nella quale gli amministratori illustrano l'operazione di fusione che si realizzerà mediante un aumento di capitale sociale di Iride Spa con emissione di nuove azioni ordinarie che verranno assegnate agli azionisti di Enìa Spa in base al rapporto di concambio;
- dall'analisi della c.d. strategia realizzata (punto 2 dello schema standard) dalle due società, nel quale si approfondiscono i seguenti temi: settore di attività, *mission* aziendale, società controllate e collegate ed evoluzione dei principali dati finanziari negli ultimi anni;
- una parte centrale, accomunabile al punto tre e quattro dello schema standard (Le intenzioni strategiche e *L'action Plan*), nel quale si analizza la *ratio* strategica, economica e industriale della fusione²⁸;
- una parte finale sulle metodologie di valutazione seguite al fine della determinazione del rapporto di concambio riconducibile al punto 5 dello schema standard (Ipotesi e dati finanziari prospettici).

energetici e teleriscaldamento. Fornisce alla città di Torino il servizio di illuminazione pubblica, il servizio semaforico, la gestione degli impianti termici ed elettrici negli uffici comunali. Nel 2007 ha fatturato 2.5 miliardi di €.

²⁸ Si afferma che il razionale strategico e industriale dell'operazione di aggregazione è basato sui seguenti fattori chiave per la creazione di valore:

- realizzazione del secondo operatore nazionale nel settore delle *local utilities* fortemente integrato nella filiera del gas e dell'energia elettrica con rilevanti potenzialità di crescita organica;
- costituzione di un polo di aggregazione, con caratterizzazione *multiutilities*, in grado di favorire ulteriori integrazioni societarie;
- sviluppo di un modello industriale orientato al raggiungimento di significative nel rispetto dell'orientamento alla sostenibilità;
- ottimizzazione della struttura finanziaria.

2.3.2 La determinazione del rapporto di concambio e metodi di valutazione

La finalità del rapporto di concambio è quella di determinare le modalità con le quali i soci delle società interessate dall'operazione partecipano al patrimonio della società risultante.

Esso misura il numero delle azioni della nuova società risultante dalla fusione o dell'incorporante che dovranno essere assegnate ai soci delle società preesistenti o incorporate, a fronte delle loro azioni che saranno contestualmente annullate.

Vale il principio generale che il socio della società che si fonde o che viene incorporata deve ricevere, per le azioni annullate, il medesimo valore economico espresso in azioni della società dalla fusione o incorporante.

Ne consegue che le valutazioni in ipotesi di fusione sono basate sulla metodologia di determinazione del capitale economico.

Il fine ultimo dell'operazione di fusione è la previsione di un capitale economico dell'azienda post fusione maggiore della somma dei capitali economici delle aziende che si fonderanno.

Un approccio valutativo coerente con la finalità ultima dell'operazione dovrebbe precedere alla determinazione del capitale economico dell'azienda post fusione e ripartito tale valore tra le società coinvolte nella fusione, in funzione del concorso specifico che ciascuna di esse apporterà alla redditività della società post fusione.

La problematica di questo approccio risiede nella complessità della determinazione dei flussi che scaturiranno dall'azienda post fusione e dalla difficoltà di prevedere, con un certo grado di attendibilità, se gli effetti economici attesi dalla fusione si realizzeranno.

Per superare dette difficoltà, nella pratica professionale, si assume la seguente ipotesi semplificatrice: *“le aziende A e B devono essere valutate come se si mantenessero autonome (stand alone). Questa ipotesi risponde, in sostanza,*

*alla supposizione che la stima debba rappresentare quanto gli azionisti di A e B, rispettivamente, sacrificano nella fusione, piuttosto che quanto ne ricavano*²⁹”.

In questa ipotesi, si definisce il concambio teorico, o puro, che non tiene conto degli eventuali interessi e della forza contrattuale delle parti in causa.

A conferma di ciò, in tutte le operazioni di fusione analizzate³⁰, gli *advisor* nominati dagli amministratori delle società coinvolte nell’operazione sottolineano sempre che le valutazioni effettuate non possono essere considerate rappresentative di una valutazione a sé stante delle società x ed y, né messe a confronto con eventuali prezzi di acquisizione o cessione che normalmente valorizzano eventuali premi di maggioranza e sconti di minoranza. Tali valori inoltre non riflettono sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dalla fusione.

Nella realtà, i rapporti effettivi di cambio scaturiscono, al contrario, o da un confronto negoziale, nel quale le parti si confrontano e compiono valutazioni di convenienza soggettive o da decisioni assunte in condizione di subalternità di una delle parti, come nel caso di fusione controllata/controllante, dove la controllata spesso non ha una vera e propria autonomia negoziale.

Nel primo caso, cioè quando il rapporto di cambio scaturisce da un processo di confronto negoziale, tra concambio teorico ed effettivo esiste la stessa contrapposizione che c’è tra valore e prezzo del capitale, ovvero il rapporto determinato in prima battuta da amministratori o periti di parte fungerà da base di riferimento per la contrattazione; in condizioni di subalternità per una delle parti in causa, il giudizio dell’esperto di parte avrà, invece, il significato di una prova di equità del concambio scelto³¹.

²⁹Cfr. GUATRI L., *Come non si deve procedere nella determinazione del rapporto di concambio*, in *Valutazione di aziende*, n.11, 1998.

³⁰ Enia Spa in Iride Spa con contestuale cambio di denominazione in Iren Spa; La Gaiana Spa in Gabetti Spa; San Paolo IMI Spa in Banca Intesa Spa; Seat Pagine Gialle Spa in Silver Spa e di Silver Spa in Spyglass Spa; Banca Lombarda e Piemontese Spa in Banche Popolari Unite SCPA; Abaco information services Srl in Aisoftw@re Spa.

³¹ Cfr. GUATRI L., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Ube, 2005.

Gli amministratori o gli *advisor* da questi nominati, quando sono chiamati a emettere una *fairness opinion* (parere) con riferimento al rapporto di concambio di fusione, dovrebbero:

- fare riferimento al concambio teorico, dato dal rapporto dei valori economici unitari delle azioni delle aziende coinvolte;
- utilizzare criteri di stima omogenei;
- scegliere le giuste combinazioni di metodi alternativi di valutazione;
- fondare le loro analisi su dati certi e dimostrabili;
- effettuare l'analisi di sensitività.

Le stime di fusione devono derivare dall'applicazione di criteri omogenei.

Nel caso di società simili, questo implicherà l'adozione degli stessi metodi con una modulazione degli input idonea a recepire le diverse condizioni di rischio e rendimento. Nel caso di imprese caratterizzate da business differenti, considerato che molto probabilmente non si potrà utilizzare lo stesso metodo valutativo, l'omogeneità andrà ricercata sul piano degli equilibri di rischio, ovvero saranno importanti le modalità di trattamento delle variabili aleatorie influenti sui flussi di risultati e dell'utilizzo di tassi di rendimento opportunamente bilanciati con i rischi che caratterizzano le diverse realtà aziendali³².

Gli amministratori e gli *advisor* devono indicare, nella loro relazione, la documentazione presa in esame ai fini della determinazione del rapporto di concambio. Nel suddetto elenco non potranno mancare né il piano industriale redatto dalle singole società, né i bilanci degli ultimi esercizi.

Giova osservare che, nel caso in cui il rapporto sia determinato da *advisor*, questi utilizzeranno direttamente le previsioni contenute nel piano industriale, senza compiere alcuna attività di verifica (*due diligence*) sulla verità, sulla completezza ed accuratezza dei documenti, dati ed informazioni utilizzate.

Nella *fairness opinion* rilasciata dall'*advisor* saranno sempre presenti espressioni (ad esempio: la società x non si assume alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle informazioni

³² Cfr. GUATRI L. UCKMAR V., *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea, 2009.

utilizzate per l'elaborazione e la stesura del parere) tese a rimarcare quanto detto in precedenza .

Per quanto concerne la scelta del metodo per determinare i valori delle aziende coinvolte, la dottrina maggioritaria è concorde nel ritenere che vadano preferiti i metodi che più di altri si prestano ad essere dimostrati nelle loro scelte e quindi nelle loro conclusioni, ovvero i metodi che portano alla determinazione del valore di capitale economico e non a quelli esprimenti valori potenziali.

Nella determinazione del rapporto di concambio, specie in condizione di subalternità, *“è decisivo il principio secondo cui, quali che siano i metodi adottati, il rapporto di concambio, oltre che razionale, deve essere dimostrato ed obiettivo³³”*.

Ci si è interrogati in passato sull'uso dei multipli di mercato ai fini del calcolo del rapporto di concambio; più precisamente ci si è chiesti se questi potessero essere utilizzati solo ed esclusivamente come metodo di controllo.

A ben vedere sono i metodo analitici che vengono adattati a quelli sintetici, in quanto *“il gioco quasi mai scoperto e comunque spesso negato, nasce dalla circostanza che i metodi analitici usati congiuntamente ai moltiplicatori sono il più delle volte quelli che esprimono valori potenziali nei quali i flussi attesi a lungo termine (valore terminale) hanno peso prevalente e spesso dominante. In tali condizioni, nulla in pratica è più agevole, dopo che le conclusioni finali siano state orientativamente almeno assunte sulla base dei multipli, anche in forme semplificate e sbrigative, che adattare le attese del lungo termine in modo che i risultati del metodo analitico ricadano nell'intorno indicato dai multipli³⁴”*.

La risposta al quesito precedente, ossia se i multipli possono fungere solo ed esclusivamente da metodo di controllo, è negativa in quanto fare una graduatoria dei metodi non ha senso, quello che importa è che le stime siano condotte con serietà di analisi e con criteri razionali.

³³ Cfr. GUATRI BINI, *Principi e linee guida professionali, Catena i multipli nelle valutazioni di aziende*, UBE, 2002.

³⁴ Cfr. GUATRI BINI, *Principi e linee guida professionali, Catena i multipli nelle valutazioni di aziende*, UBE, 2002.

Il Guatri e il Bini hanno selezionato, tra i vari accoppiamenti di metodi possibili, cinque soluzioni, di cui tre consigliate e due minimali.

Le tre consigliate sono le seguenti:

- valutazione assoluta a mezzo del valore economico del capitale eventualmente integrata da informazioni patrimoniali estese agli intangibili specifici; più valutazioni relative a mezzo moltiplicatori di società/transazioni comparabili o in alternativa ricorso ai multipli impliciti;
- valore potenziale controllabile come valutazione assoluta e valutazioni relative a mezzo di moltiplicatori di società/transazioni comparabili o in alternativa ricorso ai multipli impliciti;
- metodo misto patrimoniale–reddituale come valutazione assoluta, eventualmente integrata da informazioni su intangibili specifici più valutazioni relative a mezzo di moltiplicatori di società/transazioni comparabili o in alternativa ricorso ai multipli impliciti;

Le due combinazioni minimali sono le seguenti:

- la valutazione assoluta a mezzo del valore economico del capitale affiancata ad una valutazione relativa a mezzo di moltiplicatori di società comparabili;
- valutazione assoluta a mezzo del valore misto patrimoniale–reddituale, affiancata da una valutazione relativa a mezzo di moltiplicatori di società comparabili.

2.4 La relazione degli esperti

2.4.1 Nomina dell'esperto

L'art. 2501 sexies c.c. statuisce che, se la società incorporante o risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, competente per la nomina dell'esperto o degli esperti è il Tribunale del luogo in cui è posta la sede della società richiedente; in tutti gli altri casi gli esperti vengono scelti dall'organo amministrativo di ciascuna società.

Gli esperti vanno scelti tra gli iscritti all'albo dei revisori contabili o tra le società di revisione (obbligatoriamente tra queste ultime per le società quotate).

Qualora le società partecipanti alla fusione richiedano congiuntamente la nomina di uno o più esperti comuni, competente è il Tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione o quella incorporante.

Bene avrebbe fatto il legislatore ad imporre, e non solo a prevedere, quest'ultima soluzione³⁵ in quanto avrebbe consentito sia di ottenere un risparmio in termini di tempo e costi per le società, sia di limitare il rischio di divergenze, attuando *“con maggior sicurezza quel principio di omogeneità valutativa che è una delle garanzie dell'adeguatezza e congruità del rapporto di concambio”*³⁶.

2.4.2 Attribuzione e compiti

L'esperto ha il compito di *“redigere una relazione sulla congruità del rapporto di concambio delle azioni o quote, che indichi il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di concambio proposto ed i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi e le eventuali difficoltà di valutazione. La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del*

³⁵Cfr. DI SABATO, *La nuova disciplina della fusione*, in *Rivista diritto e impresa*, n. 31, 1992.

³⁶Cfr. SERRA - SPOLIDORO in *Fusioni e scissioni delle società*, Giappichelli editore, 1994.

*metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuna di essi nella determinazione del valore adottato*³⁷”.

A tal proposito, è da sottolineare che congruità è un termine complesso che evoca più significati tra i quali: equo, adeguato, pertinente e ragionevole.

Secondo il Marchetti³⁸ *“la congruità si risolve necessariamente in ragionevole, motivata e non arbitraria scelta valutativa e metodologica e sussiste sempre che non appaiano scelte apodittiche, logicamente contraddittorie, estranee ed ingiustificate rispetto alle esperienze ed opinioni seguite e sostenute dai tecnici del settore”*.

Fatta questa premessa, un primo dato interpretativo della norma è costituito dalla constatazione che l'attività degli esperti si pone su un piano distinto e autonomo rispetto a quello dell'attività degli amministratori; i due ruoli non si sovrappongono in alcun modo.

Una conferma a questo orientamento si rinviene dalla disciplina dell'operazione stessa: infatti, la relazione degli esperti, pur dovendo essere depositata assieme alla relazione degli amministratori, è evidentemente successiva all'elaborazione del progetto di fusione e della relazione che l'accompagna ed è dunque implicitamente chiamata ad esprimere un apprezzamento in merito alle scelte valutative degli amministratori³⁹.

La determinazione del rapporto di concambio è, quindi, di esclusiva competenza degli amministratori (che possono comunque farsi coadiuvare da *advisor*); agli esperti spetterà invece *“il compito di sottoporre a revisione la stima redatta dagli amministratori o dai professionisti incaricati da questi ultimi,*⁴⁰*”* ossia di *“ripercorrere criticamente il processo valutativo e di controllare le stime effettuate da questi ultimi*⁴¹*”*. La legge non richiede loro di esprimere un giudizio sull'intero progetto di fusione, ma solo sulla parte avente ad oggetto *“il rapporto*

³⁷ Art. 2501 *sexies* C.c.

³⁸ In *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, Rivista del notariato 1991.

³⁹ Cfr. PATRONI GRIFFI, *Il procedimento di fusione di società*, Foro.it.

⁴⁰ Cfr. DI SABATO, *La nuova disciplina della fusione*, in Rivista diritto e impresa, n. 31, 1992.

⁴¹ Cfr. POTITO L., *Le operazioni straordinarie nella gestione delle imprese*, Giappichelli editore, 2009.

*di cambio delle azioni o quote nonché l'eventuale congruaggio in denaro*⁴², tuttavia, per adempiere a questo compito, non si può prescindere da un riferimento alle caratteristiche e alle finalità della fusione, così come risultano dal relativo piano. Inevitabilmente, la relazione degli esperti, dovrà fare riferimento a dati e indicazioni contenuti nel suddetto documento.

La relazione degli esperti ha lo scopo di *“accompagnare la relazione degli amministratori, riscontrando i profili di ragionevolezza e non arbitrarietà delle determinazioni assunte dai medesimi ai fini della fissazione del rapporto di concambio; non già quindi la correttezza del rapporto medesimo*⁴³”.

Ove gli esperti non dovessero condividere le valutazioni degli amministratori in merito al rapporto di concambio, essi non ne potrebbero esprimere uno alternativo, in quanto il *feed-back* di questi costituisce solo un parere non vincolante per l'assemblea. La relazione ed il relativo parere sulla congruità del rapporto di cambio funge, solo ed esclusivamente, come strumento volto ad arricchire gli elementi informativi e di giudizio a disposizione dei soci.

2.4.3 Contenuto della relazione

Eccezion fatta per le fusioni tra società quotate, in relazione alle quali la CONSOB ha prescritto uno schema *standard* di relazione della società di revisione⁴⁴, la legge non disciplina in maniera compiuta il contenuto tipo della relazione degli esperti, limitandosi a prescrivere solo degli aspetti sui quali essa è chiamata espressamente a soffermarsi.

Il livello di dettaglio e analiticità della relazione richiesta dalla CONSOB è molto elevata e, quindi, non estendibile in toto alle c.d. *“società chiuse”*. Elementi comuni delle due relazioni saranno sicuramente: l'indicazione della

⁴² Art. 2501 *ter* c.c.

⁴³ Cfr. GAREGNANI G., *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e MLBO*, Giuffrè editore, 2006.

⁴⁴ Comunicazione n. 73063 del 5/10/2000 CONSOB.

documentazione che gli esperti hanno esaminato, le modalità attraverso le quali hanno svolto il loro compito, il numero di sopralluoghi che questi hanno effettuato nelle sedi nonché la quantità di accessi da essi realizzati per la verifica degli *asset* aziendali di maggior rilevanza, l'eventuale ricorso a collaboratori ed ausiliari, la c.d. *time table* che è stata seguita nell'assolvimento dell'incarico.

L'esperto, inoltre, dovrà compiere un'accurata verifica finalizzata a controllare che le valutazioni degli amministratori tengano conto di tutte le entità che possono venire ricondotte alle società oggetto della stima.

Incrociando il disposto dell'art 2501 sexies c.c. con quanto previsto dalla Comunicazione della CONSOB, ne discende, sotto il profilo strutturale, che la parte *core* della relazione riguarderà la descrizione dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di concambio e delle eventuali difficoltà di valutazione e un parere sull'adeguatezza dei metodi medesimi e sull'importanza attribuita a ciascuno di essi.

L'adeguatezza dei metodi eseguiti andrà verificata sotto un duplice aspetto:

- in relazione alla finalità dell'operazione;
- in base alla loro ragionevole e non arbitraria possibilità di applicazione al complesso aziendale oggetto di valutazione.

L'esperto dovrà entrare nel vivo del procedimento valutativo posto in essere dagli amministratori, cercando di riscontrare la correttezza delle scelte operate da questi ultimi.

Negli anni, si è sviluppato un dibattito riguardante il tipo di analisi che il perito deve svolgere ai fini della congruità del rapporto di cambio; più precisamente ci si chiede se l'esperto debba verificare la congruità delle valutazioni assolute delle aziende coinvolte e se deve procedere ad un autonoma valutazione di tali valori.

Per quanto riguarda il primo punto, ovvero la verifica della congruità dei valori assoluti delle aziende coinvolte, la dottrina maggioritaria ritiene che anche se le valutazioni nell'ambito delle fusioni hanno natura comparativa, non v'è dubbio che una imprecisa quantificazione dei valori di partenza di una delle imprese coinvolte nell'operazione possa influenzare la determinazione del

rapporto di concambio⁴⁵. Quindi, gli esperti, sia pure nell'ambito di una supervisione tecnica esterna, devono verificare il procedimento estimativo che ha condotto a tali valori.

Per quanto concerne il secondo punto, ovvero se gli esperti debbano procedere anche ad una autonoma valutazione delle aziende coinvolte, la dottrina, anche se in contrasto con il dettato della Comunicazione CONSOB nella quale si afferma esplicitamente che *“la valutazione delle società è stata svolta esclusivamente dagli amministratori e dai consulenti da essi incaricati”*, ritiene che in casi particolari, si debba procedere ad una autonoma stima dei valori assoluti.

Il Marchetti, in *“Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni”*, afferma che, nel caso in cui l'esperto ritenga che i dati forniti dagli amministratori sui valori assoluti siano incompleti, non adeguati e non affidabili, questi *“dovrà ripercorrere e verificare i metodi utilizzati dagli amministratori, i risultati raggiunti e le difficoltà incontrate. Potrà procedere a proprie autonome verifiche, valutazioni, calcoli al fine tuttavia sempre di esprimere un giudizio sulle proposte degli amministratori, non per sostituire o correggere, le medesime con effetto vincolante”*.

Per quanto riguarda *“le eventuali difficoltà di valutazione”*, l'esperto dovrà esplicitare quegli elementi di informativa sull'operazione che ritiene significativi, i fattori di incertezza, errori e incoerenze rilevate nell'applicazione dei metodi adottati dagli amministratori ai fini della determinazione del rapporto di cambio, le difficoltà legate all'esistenza di diverse categorie di azioni e di obbligazioni convertibili, problemi di raccordo tra diversi criteri di valutazione e eventuali difficoltà nel definire il campione dei *comparables*.

Ad evidenza di quanto sostenuto sino ad ora, segue una breve analisi della relazione degli esperti nella fusione per incorporazione di Enìa Spa in Iride Spa.

La relazione è stata redatta da *Deloitte & Touche Spa*, in veste di esperto comune nominato dal Tribunale di Torino in data 21 ottobre 2008, ed è così articolata:

- *motivo ed oggetto dell'incarico.*

⁴⁵ Cfr. BIANCHI L., *La congruità del rapporto di concambio nella fusione*, Il sole 24 ore, 2002.

- *natura e portata della presente relazione.* Viene affermato che, al fine di fornire agli azionisti della società idonee informazioni sul rapporto di concambio, vengono analizzati i metodi di valutazione seguiti dagli amministratori per valutare l'adeguatezza di tali metodi sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà. Non è stata effettuata una autonoma valutazione della società.
- *descrizione dell'operazione.* In questo punto vengono descritte le motivazioni economiche e strategiche sottostanti all'operazione di fusione.
- *documentazione utilizzata.* Ai fini dell'analisi svolta, *Deloitte* ha analizzato: il progetto di fusione, la relazione dell'organo amministrativo, gli statuti delle sue società, i bilanci di esercizio e consolidati degli ultimi due esercizi, i verbali dei Consigli di Amministrazione (CDA) delle due società relativi alla fusione, i piani industriali delle società relativi al periodo 2008-2013 e le *fairness opinion* rilasciate dai consulenti delle società.
- *metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di concambio.* Dopo aver enunciato e descritto i metodi utilizzati dagli amministratori (metodo finanziario dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi e metodo della quotazione di borsa) vengono descritte le scelte operative effettuate dagli stessi.
- *difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori.* In questo punto sono elencati i limiti e le difficoltà espresse dai due Consigli di Amministrazione in merito alle valutazioni effettuate.
- *risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli amministratori.* Vengono riportati sia gli intervalli di valore per azione delle società ottenute con i vari metodi sopraelencati, sia gli intervalli di rapporto di concambio, determinati – per ciascun metodo valutativo – come rapporto tra valori minimi e tra valori massimi. Viene, infine, indicato il rapporto di concambio sul quale i due CDA convergono.

- *lavoro svolto.* Contiene l'elencazione di tutte le attività propedeutiche alla stesura della relazione come analisi di tutti i documenti messi a disposizione dalle due società, dagli *advisor* e dai revisori legali dei conti.
- *commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte.* In questa parte della relazione vengono fatte delle considerazioni sulla bontà dei metodi valutativi utilizzati dagli amministratori. Viene evidenziata la circostanza che gli amministratori non hanno indicato, nelle rispettive relazioni, le motivazioni che li hanno condotti ad individuare il rapporto di concambio all'interno del predetto intervallo di valori.
- *criticità, incertezze e limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico.* Dopo una breve premessa, nella quale *Deloitte* sottolinea che nell'espletamento dell'incarico si sono incontrate problematiche ricorrenti nell'ambito dei processi valutativi, sono state elencate le principali limitazioni e criticità valutarie incontrate.
- *Conclusioni.* Nella parte conclusiva del lavoro, dopo una serie di premesse, viene sancito che i metodi e le scelte di valutazione adottati dagli amministratori sono adeguati in quanto ragionevoli e non arbitrari e che gli stessi sono stati correttamente applicati ai fini della determinazione del rapporto di concambio. Tuttavia, a causa delle numerose limitazioni riscontrate, non è stato possibile completare il lavoro finalizzato alla verifica della congruità del rapporto di concambio.

2.4.4 Tempi per la redazione della relazione degli esperti

Per espletare il loro compito, gli esperti dovranno eseguire tutte le verifiche necessarie, fermo restando la facoltà di avvalersi, sotto la propria responsabilità, di sostituiti e ausiliari.

A differenza di quanto prevedeva l'abrogato art. 7 d.p.r. n. 136/1975, non è più fissato un termine iniziale e uno finale per l'espletamento dell'incarico.

L'unico riferimento temporale presente nell'attuale normativa (art. 2501 septies c.c.) stabilisce esclusivamente il termine finale del deposito presso la sede delle società coinvolte nell'operazione. Il parere dell'esperto dovrà rimanere depositato nella sede delle società partecipanti alla fusione nei trenta giorni che precedono l'assemblea.

Non è ovviamente ammissibile far svolgere le indagini dagli esperti contestualmente agli amministratori o ai loro consulenti.

All'esperto o agli esperti dovrà accordarsi tutto il tempo che essi ritengono ragionevolmente necessario per svolgere seriamente e professionalmente il compito loro affidato⁴⁶.

2.4.5 Condizioni per la dispensa dall'obbligo della relazione degli esperti

Con il D.Lgs. 13 ottobre 2009, n. 147, il Consiglio dei Ministri ha dato attuazione alla delega ricevuta per effetto della legge 88/2009, recependo in Italia, con un ritardo di quasi dieci mesi rispetto alla scadenza, le disposizioni della direttiva 2007/63/CE sul tema della obbligatorietà della redazione degli esperti sulla congruità del rapporto di concambio e sulle circostanze in cui possa essere validamente e correttamente esclusa la relativa redazione.

⁴⁶ Cfr. SANTAGATA C., *Le fusioni*, volume 7.1 del Trattato delle società per azioni diretto da COLOMBO PORTALE, Utet, 2004.

Il quadro in cui si inserisce la direttiva è quello della progressiva semplificazione dell'iter procedurale delle operazioni di fusione e scissione, con conseguente alleggerimento degli oneri amministrativi e burocratici che la normativa impone.

In realtà, già prima dell'intervento del suddetto decreto, l'eventualità dell'esenzione dell'obbligo di redazione della perizia dell'esperto era contemplato in più occasioni nel nostro codice, ovvero:

- art. 2505-quater c.c. nel quale si afferma che, nel caso in cui alla fusione non partecipino società per azioni, in accomandita per azioni e società cooperative per azioni, può essere omessa la relazione dell'esperto se c'è il consenso unanime di tutti i soci delle società partecipanti alla fusione;
- art. 2505 c.c. che tratta di incorporazione di società interamente possedute;
- art. 2505-bis c.c. nel quale si afferma che nel caso di incorporazione di una o più società in un'altra che possiede almeno il novanta per cento delle loro azioni o quote non vi è obbligo di redazione della relazione dell'esperto qualora venga concesso agli altri soci della società incorporata il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso.

Il suddetto D.Lgs. interviene in due punti: una prima modifica, sostanziale, riguarda l'inserimento dell'ottavo comma nell'art 2501- sexies c.c. .

La nuova disposizione recita: *“la relazione di cui al primo comma non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci di ciascuna società partecipante alla fusione”*. Diviene, quindi, possibile usufruire dell'esenzione, specularmente a quanto previsto dall'art. 2505 quater c.c., anche nel caso di fusioni cui partecipino società per azioni, in accomandita per azioni e società cooperative per azioni.

Il secondo intervento normativo consiste nella soppressione, al fine di evitare inutili duplicazioni, della previsione poc'anzi citata, che prevedeva

l'esonero della relazione nel caso in cui all'operazione di fusione non partecipino società per azioni o in accomandita per azioni.

La relazione degli esperti non deve ritenersi necessaria anche in tutti i casi in cui non c'è alcuna variazione di valore della partecipazione dei soci; questo si verifica almeno nei seguenti casi:

- società interamente possedute da un unico socio o in cui i soci hanno tutti i medesimi rapporti societari;
- fusioni di due o più società interamente possedute da una terza o comunque da un unico soggetto;
- fusioni di due o più società, una delle quali interamente posseduta da una terza, e l'altra posseduta in parte da quest'ultima e per la restante parte dalla prima;
- fusione di società possedute a cascata;
- fusione di due o più società in cui i soci siano i medesimi, secondo le medesime percentuali ed i medesimi diritti;
- fusione inversa, ovvero della controllante nella controllata interamente posseduta.

CAPITOLO III

IL LEVERAGED BUY OUT

3.1 Brevi cenni sull'operazione

L'operazione di *Leveraged Buy Out* (LBO) è nata negli USA intorno agli anni Sessanta. Tuttavia, il massimo sviluppo di questa tecnica lo si è avuto durante il boom economico degli anni Ottanta, *“decennio contrassegnato da cambiamenti della proprietà e nel controllo delle società in Nord America ed in Gran Bretagna che hanno coinvolto alcune delle aziende più importanti e grandi del mondo”*⁴⁷.

La maggior parte delle operazioni di *mergers and acquisitions* (M&A) in quegli anni, infatti, sono state realizzate attraverso la tecnica del *leveraged buy-out* ovvero mediante *“un'operazione che coniuga l'utilizzo del capitale di terzi (leverage), e dunque il ricorso alla leva finanziaria, all'obiettivo di realizzare un mutamento del soggetto proprietario di un'impresa, concetto insito nel termine buy-out”*⁴⁸.

Si tratta, dunque, di un'operazione mediante la quale una società costituita appositamente (*newco*) ovvero già esistente, acquisisce una partecipazione totalitaria o di controllo di un'altra società detta *“target”*, mediante il ricorso al capitale di credito. Successivamente la *newco* procede ad incorporare l'impresa acquisita (può avvenire anche il contrario e in questo caso si parla di fusione inversa), in modo tale che i flussi di cassa di quest'ultima vengano utilizzati per la remunerazione e il graduale rimborso dei debiti contratti dalla *newco*.

La distinzione tra una normale fusione – che può essere finanziata da debito – un'operazione di LBO è che *“la target, alla chiusura dell'operazione, si*

⁴⁷ Cfr. MILGROM P. ROBERTS J., *Economia, organizzazione e management* vol. 2, Il mulino, 2005.

⁴⁸ Cfr. MONTI E., *Manuale di finanza per l'impresa*, Isedi, 2006

ritrova con un rapporto di indebitamento più elevato rispetto alla situazione ante-LBO”⁴⁹.

La società *target*, dunque, deve essere una società in grado di generare notevoli flussi di cassa o avere potenzialità ancora non espresse appieno.

Le operazioni di LBO si caratterizzano per l'utilizzo della leva finanziaria. Si parla di leva finanziaria o di effetto *leverage* per descrivere l'effetto dell'indebitamento sulla redditività del capitale di rischio (*Return on Equity* o *ROE*).

La redditività netta del capitale di rischio è data dalla somma della redditività del capitale investito (*Return On Investment* o *ROI*) e dalla differenza tra *ROI* e il tasso medio dei finanziamenti (*Tf*). In formula:

$$ROE = ROI + (ROI - Tf)$$

Dove i simboli assumono il significato noto.

Qualora la redditività del capitale investito superi il tasso dei finanziamenti (*leverage positivo*) conviene finanziare lo sviluppo aziendale con il ricorso al capitale di credito⁵⁰. Ovviamente questo discorso non vale in assoluto, in quanto bisogna considerare il ricorso al *leverage* come “un’arma a doppio taglio” (la leva può divenire negativa anche a parità di *ROI* per fattori esogeni come l’aumento dei tassi di interesse).

Sono stati condotti numerosi studi sulle forme attraverso le quali la struttura del capitale può influenzare il valore dell’impresa modificando gli incentivi alla dirigenza, la probabilità di incorrere in un fallimento e in generale sui possibili conflitti di interesse che si vengono a creare tra azionisti e creditori.

Le conclusioni a cui sono pervenuti tali studi posso essere così sintetizzate⁵¹:

- aumentare la rischiosità dei flussi di cassa comporta trasferimento di ricchezza da chi detiene debito a chi detiene azioni. Questo

⁴⁹ Cfr. DIAMOND, *Leveraged buy-outs*, Irwin, 1985.

⁵⁰ Cfr. CARAMIELLO, DI LAZZARO FIORI, *Indici di bilancio*, Giuffrè editore, 2003.

⁵¹ Cfr. P. MILGROM J. ROBERTS, *Economia, organizzazione e management*, Il mulino, 2005.

avviene perché in caso di risultati favorevoli gli azionisti godono di tutti i rendimenti extra, mentre i detentori di titoli sopportano comunque parte della perdita nella maggior parte dei casi sfavorevoli. Di conseguenza, nel caso in cui gli azionisti controllino la gestione dell'impresa, alti livelli di debito incoraggiano un'eccessiva propensione al rischio;

- un'impresa eccessivamente indebitata può incorrere nella c.d. morsa debitoria, ovvero non essere in grado di finanziare investimenti profittevoli in quanto chi offre nuovi finanziamenti teme che parte del loro investimento venga utilizzata per soddisfare le domande dei detentori di titoli e dei terzi creditori;
- il debito ha un importante vantaggio: obbliga il *management* a distribuire i profitti agli investitori piuttosto che trattenerli per scopi personali all'interno dell'impresa.

3.2 I profili civilistici del LBO

In Italia c'è stato un lungo dibattito sulla legittimità delle operazioni di LBO. Alla data di entrata in vigore del D.Lgs. 6/2003 (riforma organica delle società di capitali), infatti, si riteneva che tale operazione violasse il divieto di acquisto e sottoscrizione di azioni proprie di cui agli art. 2357 e 2357 quarter c.c. nonché il divieto di *financial assistance* (*La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di proprie azioni*) previsto dall'art. 2358 c.c.

Riguardo all'art. 2357 c.c. si faceva osservare che, per effetto del LBO, la società *target* avrebbe acquistato azioni proprie attraverso l'interposizione della *newco*.

Per quanto concerne il divieto di *financial assistance*, è stato osservato da autorevole dottrina che la “violazione sarebbe stata di tipo indiretto e sostanziale, giacché con la fusione il risultato a cui si perviene è che l'onere del finanziamento è in definitiva assunto dalla stessa società oggetto dell'acquisto, questa finirebbe sostanzialmente per garantire con il proprio patrimonio l'acquisto delle azioni proprie; ovvero, l'operazione si renderebbe possibile perché la stessa società obiettivo presterebbe, in sostanza, i mezzi per consentire l'acquisto.”⁵²

Il dibattito sulla legittimità dell'operazione è stato superato con la riforma del diritto societario che, all'art. 2501 bis c.c., disciplina “la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento” (*merger leveraged buy out MLBO*). Tuttavia “l'espressione linguistica utilizzata dal legislatore italiano esprime in senso cronologico contrario il complesso degli accadimenti che l'art. 2501 bis del c.c. intendeva disciplinare: il primo passaggio è l'indebitamento, cui fa seguito l'acquisizione, per finire con la fusione”⁵³.

⁵²Cfr. POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore 2004.

⁵³Cfr. SANGIOVANNI V., *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, in *Le società*, n. 8, 2010.

La citata norma prevede che: *“Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.*

Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

Al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis”.

Gli elementi costitutivi della fattispecie individuata dalla disposizione in commento sono dati dal fatto che una società contrae dei debiti per acquisire il controllo di un'altra società e che il patrimonio della società va a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti.

Quanto al primo elemento si può rilevare che *“si tratta di qualsivoglia tipologia e forma di indebitamento, in qualsivoglia modo regolamentato e con qualsivoglia soggetto contratto, non deve necessariamente trattarsi di un mutuo di scopo, basta la sussistenza del nesso funzionale tra debito e acquisizione”*⁵⁴

La legge specifica, poi, che i debiti devono essere contratti per acquisire il controllo della società; a tal fine, è comunque sufficiente che il controllo sussista al momento della fusione. Per la nozione di “controllo” si dovrà far riferimento

⁵⁴Cfr. MALGUZZI A., *La disciplina del lbo dopo la riforma del diritto societario*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 6, 2005.

all'art 2359 c.c. che, al comma 1, n.1 (*sono controllate le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria*), definisce il controllo di diritto e, al n. 2 (*sono considerate società controllate le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria*), definisce il controllo di fatto, con la complicazione, in tal caso, che tale controllo dovrà essere comprovato (e comprovabile *ex ante*) rispetto al lancio dell'operazione di fusione e dovrà essere stabile.

Quanto al secondo elemento, ovvero che il patrimonio della società vada a costituire garanzia per l'indebitamento, la disposizione presuppone che il patrimonio sia capiente, o potenzialmente tale, e che possa essere utilizzato per ripianare i debiti assunti. Il patrimonio può costituire garanzia sotto due profili: "generica", nel senso che il patrimonio già contiene i mezzi per ripagare il debito e come mera "fonte di rimborso", nel senso che l'attività generi flussi di cassa tali da poter ripagare il debito.

È opinione della dottrina giuridica che "*il legislatore ha inteso contrastare eventuali utilizzi distorti del lbo attraverso lo strumento della procedimentalizzazione speciale, disponendo un particolare iter deliberativo al quale segue uno speciale regime di responsabilità dei soggetti che governano la procedura*⁵⁵".

La procedimentalizzazione speciale comporta particolari oneri informativi (prevalente rilevanza della dimensione finanziaria) per la tutela dei soci nell'informazione pre-assembleare e per la tutela dei creditori nell'ambito dell'informativa loro fornita per la valutazione dell'esercizio del diritto di opposizione (2503 c.c.)

Nello specifico, gli obblighi previsti dalla norma sono così sintetizzabili:

- obbligo di indicare nel progetto di fusione le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante;

⁵⁵ Cfr. SCHLESINGER P., *Mlbo e riforma societaria*, in Corriere giuridico, 2003.

- indicare nella relazione dell'organo amministrativo le ragioni che giustificano l'operazione, con un piano economico finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere;
- presentare l'attestazione degli esperti circa la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione;
- allegare di una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.

3.2.1 Il progetto di fusione

Il contenuto del progetto di fusione, redatto dall'organo amministrativo delle società partecipanti all'operazione, è regolamentato dall'art 2501 ter c.c.⁵⁶,

⁵⁶ L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige un progetto di fusione, dal quale devono in ogni caso risultare:

- 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;
- 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;
- 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro;
- 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella 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 di quella incorporante;
- 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
- 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.

Il conguaglio in danaro indicato nel numero 3) del comma precedente non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate.

Il progetto di fusione è depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione.

contenente la disciplina generale, ovvero valevole per la redazione del progetto di fusione in tutte le fusioni.

L'unica differenza dalla disciplina generale è che, nel caso di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, la legge prevede che il progetto di fusione debba indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La locuzione “*risorse finanziarie*” scelta dal legislatore si presta ad essere interpretata in modi differenti, in quanto non è specificato se possano essere indicate solo risorse già esistenti nel patrimonio della target o anche altre risorse che potrebbero essere acquisite in ottica prospettica dalla società risultante.

È necessaria una valutazione prospettica degli amministratori che tenga conto non solo dei debiti contratti per il LBO, ma anche di tutte le altre obbligazioni di cui la società risultante dovrà rispondere fino al completo rimborso del prestito. È essenziale indicare in modo specifico e dettagliato le fonti per il rimborso del debito in modo tale da permettere agli esperti di formulare il loro giudizio di ragionevolezza.

3.2.2 La relazione dell'organo amministrativo e il piano economico-finanziario

In caso di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, il legislatore oltre agli obblighi previsti in ipotesi di fusione in generale indicati dall'art. 2501-quinquies, comma 1, c.c.⁵⁷ prescrive che l'organo amministrativo “*debba indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano*

Tra l'iscrizione del progetto e la data fissata per la decisione in ordine alla fusione devono intercorrere almeno trenta giorni, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime.

⁵⁷ L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo economico e giuridico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di concambio delle azioni o quote.

economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si vogliono raggiungere” (2501-bis, comma 3, c.c.).

Questa disposizione richiede alla relazione dell’organo amministrativo di soffermarsi su tre punti:

- le ragioni che giustificano l’operazione;
- il piano economico e finanziario;
- gli obiettivi che si intendono raggiungere.

Per quanto riguarda il primo aspetto, l’art. 2501-bis, richiede che si giustifichi l’operazione, a differenza di quanto prescritto in caso di una normale fusione dove, invece, bisogna giustificare, da un punto di vista economico-giuridico, il progetto di fusione.

Sul punto è stato osservato che *“per operazione si deve intendere non solo la fusione, che è la parte finale dell’intero iter, bensì’ anche l’acquisizione che precede la fusione e anche l’indebitamento che precede l’acquisizione; la giustificazione contenuta nella relazione dell’organo amministrativo deve pertanto riguardare tali aspetti.”*⁵⁸

Per quanto riguarda il secondo aspetto, l’art 2501-bis prescrive la presenza di un piano economico-finanziario che indichi quali siano le risorse con le quali si vuole far fronte all’operazione; esso sarà costituito da:

- la situazione patrimoniale, economica e finanziaria prospettica della società risultante dalla fusione, con rilevazione dei principali margini economici, patrimoniale e finanziari. Da tali prospetti deve evincersi con chiarezza quali sono le assunzioni sottostanti le proiezioni sviluppate;
- un documento esplicativo che deve illustrare, dal punto di vista logico e di business, le principali assunzioni sottostanti il piano;
- documenti allegati volti a fornire un’ampia e approfondita informativa di supporto alle ipotesi sottostanti le assunzioni utilizzate.

⁵⁸ Cfr. SANGIOVANNI V., *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, in *Le società*, n. 8, 2010.

Infine, per quanto riguarda il terzo aspetto, ossia gli obbiettivi che si intendono raggiungere, questi non sono altro che le ragioni di tipo industriale e commerciale che giustificano l'operazione.

3.3 *La relazione dell'esperto*

Nelle operazioni di MLBO, l'intervento del perito non si limita ad una valutazione sulla congruità del rapporto di concambio come prescritto dall'art. 2501-sexies c.c. in caso di fusione.

Esso è tenuto, a norma dell'art. 2501-bis, comma 4, c.c., ad attestare anche la ragionevolezza delle indicazioni contenute nella relazione degli amministratori e nel progetto di fusione con riferimento a:

- le ragioni che giustificano l'operazione;
- al piano economico finanziario redatto dagli amministratori;
- le fonti di reperimento delle risorse finanziarie utilizzate per lo svolgimento dell'operazione;
- gli obiettivi che si intendono raggiungere.

Si deve sottolineare che, il più delle volte, l'operazione di LBO si realizza non tanto secondo lo schema della fusione con concambio azionario, quanto piuttosto secondo il modello della incorporazione di società interamente posseduta (la società-target) da parte della *newco* che si è appositamente indebitata per procedere all'acquisto della partecipazione.

In tal caso, non essendoci alcun concambio azionario fra l'incorporante e l'incorporata, ma solo l'annullamento della partecipazione totalitaria della prima nella seconda, a rigor di logica non sarebbe necessaria alcuna relazione di congruità da parte di esperti esterni.

Tuttavia, la Massima del Consiglio Notarile di Milano n. 60/2004, statuisce chiaramente l'obbligatorietà della relazione di cui all'art. 2501-bis, comma 4, almeno per quanto concerne l'attestazione di ragionevolezza.

Secondo la Massima quello che rileva *“è il fatto che l'attestazione richiesta agli esperti è funzionale (anche) all'interesse dei creditori e quindi ad un interesse non disponibile dalle parti. Più precisamente, si tratta di render chiaro al ceto creditorio dell'incorporata se e in che misura il patrimonio sociale corra il rischio di un utilizzo a servizio dell'investimento dei soci, piuttosto che dei creditori dell'attività di impresa”*.

L'esperto o gli esperti sono scelti tra i soggetti di cui al primo comma dell'art. 2409-bis c.c., ovvero persone fisiche o giuridiche iscritte nel registro dei revisori contabili. La nomina avviene per designazione di parte se la società incorporante o risultante dalla fusione è una srl, mentre è disposta dal Tribunale del luogo in cui ha sede la società, in caso di società azionarie (spa o sapa).

3.3.1 Analisi delle ragioni e degli obiettivi dell'operazione

Il Legislatore della riforma del diritto societario, all'art. 2501-bis, comma 4, ha previsto che l'esperto deve attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione. In questo modo, esso ha dato piena legittimità formale all'orientamento giurisprudenziale che si era formato a partire dalla sentenza di merito del Tribunale di Milano sul caso "Trenno".

Nelle motivazioni della suddetta sentenza si affermava, infatti, che *“se il LBO, attuato attraverso il procedimento di fusione, è sorretto da un progetto industriale proiettato verso il futuro in un'attività compatibile e sinergica in grado di generare cash flow, non è configurabile un negozio in frode alla legge.”*

Ai sensi dell'art. 2501-bis, comma 4, c.c., l'esperto nel progetto di fusione ha il compito di valutare le motivazioni imprenditoriali indicate dagli amministratori delle società coinvolte nell'operazione senza però entrare nel merito dell'operazione. A questo proposito, egli dovrà semplicemente segnalare l'eventuale difformità tra quanto sostenuto dagli amministratori e le verifiche da lui compiute⁵⁹.

Alcuni esempi di valide ragioni economiche si rinvencono nella Norma di Comportamento n. 147 (*Valide ragioni economiche*), emanata dall'Associazione Italiana Dottori Commercialisti.

Di seguito, si riportano alcune delle suddette ragioni:

⁵⁹ Tesi sostenuta dall'IRDEC nel documento n. 50 Fondazione ARISTEIA.

- esistenza di dissidi tra i soci che possono influire, anche significativamente, sulla gestione dell'impresa e sui presupposti di efficienza ed efficacia;
- necessità di ricambio generazionale per effetto dell'esaurimento della originaria spinta propulsiva del soggetto imprenditoriale;
- possibilità di cogliere vantaggi economici diretti derivanti dalla crescita dimensionale delle società coinvolte nell'operazione.

3.3.2 L'analisi della ragionevolezza del piano economico-finanziario e delle fonti di reperimento delle risorse finanziarie utilizzate per lo svolgimento dell'operazione

L'esperto ha il difficile compito di esprimere una *opinion* professionale sulla ragionevolezza del piano economico-finanziario.

Considerata la natura meramente prospettica dei dati economici, patrimoniali e finanziari su cui egli dovrà lavorare, è utile sottolineare - sin dal principio - che l'incarico da questo espletato non potrà risolversi in una garanzia di veridicità dei risultati futuri indicati dal piano, in quanto questi dipendo anche da fattori non prevedibili⁶⁰.

Alla luce di quanto precedentemente detto, la verifica della ragionevolezza andrà condotta seguendo le *guidelines* per la verifica dei dati previsionali.

In Italia, i principali standard di riferimento sono:

- i principi internazionali di revisione emanati dalla commissione dell'IFAC (*International Federation of Accountants*) denominata IAASB (*International Auditing and Assurance Standard Board*), nel caso in

⁶⁰ Si segnala in questo senso: PICONE, *Il LBO nella riforma del diritto societario*, in Contratto e impresa, n. 3, 2003; MALGUZZI, *Il LBO dopo la riforma*, in Rivista dei dottori commercialisti n.6, 2005.

questione trova applicazione il documento ISAE 3400 (ha sostituito l'ISA 810) che tratta il tema "*The examination of prospective financial information*";

- il documento (in fase di aggiornamento) n. 114 ASSIREVI intitolato "*Richieste dello sponsor relative al paragrafo 2.d) dell'art. 2.3.4 del regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla borsa italiana s.p.a.*";
- la "*Guida al piano industriale*" di Borsa Italiana.

L'ISAE 3400 suddivide le informazioni prospettiche in due macrocategorie:

- *forecast* (previsioni) ovvero dati previsionali redatti sulla base di "*best-estimate assumptions*", relativi a eventi futuri che il management si aspetta si verificheranno ed azioni che il management medesimo intende intraprendere nel momento in cui i dati previsionali vengono elaborati. Le previsioni sono desumibili dall'analisi di elementi oggettivi, quali la proiezione di dati consuntivi, ordini già in portafoglio o vendite da effettuare a clienti con cui esistono relazioni stabili;
- "*projection*" (previsioni ipotetiche) ovvero dati previsionali elaborati sulla base di "*hypothetical assumptions*", relativi ad eventi futuri ed azioni del management che non necessariamente si verificheranno.

In generale, si rileva che la distinzione tra previsione ("*forecast*") e previsione ipotetica ("*projection*") attiene alla minore o maggiore soggettività ed incertezza che caratterizza i dati previsionali.

Va da sé che, a parità di altre condizioni, quanto maggiore è il peso delle previsioni rispetto alle previsioni ipotetiche, tanto maggiore sarà il livello di attendibilità delle assunzioni su cui si basa il piano.

Per esprimere la propria *opinion* l'esperto dovrà:

- acquisire un sufficiente livello di conoscenza del settore di attività dell'azienda in esame;
- possedere un'adeguata conoscenza della società con riferimento al processo di preparazione dei dati previsionali;

- fare un'analisi dei principali indicatori aziendali quali la redditività storica e prospettica normalizzata, i dati storici e prospettici del capitale circolante, della posizione finanziaria netta e i flussi di cassa anch'essi normalizzati, individuando e analizzando gli aspetti di variabilità e vulnerabilità delle ipotesi sottostanti ai dati previsionali;
- verificare la coerenza delle ipotesi poste a fondamento del piano sia con le previsioni del quadro macroeconomico e di settore, sia con le azioni che il management intende intraprendere per realizzare il piano.

Per quanto riguarda i requisiti del piano industriale, indicati dalla Guida di Borsa Italiana, si rimanda a quanto detto nel primo capitolo.

Per quanto concerne la verifica della capacità della società risultante di ripagare il debito mediante la normale gestione operativa e l'eventuale dismissione di asset non strategici (*c.d. asset stripping*) sarà necessario attualizzare i *cash flow unlevered* al netto delle imposte potenziali alla data di riferimento dell'operazione.

Sul punto è stato osservato che: “*detta configurazione di flussi finanziari, infatti, consente di:*

- *avvicinarsi il più possibile, a ipotesi di assenza di indebitamento;*
- *valutare, al meglio, gli effetti sulla dinamica finanziaria dell'attivazione dell'effetto leva, ai fini di un più efficiente e razionale impiego delle risorse disponibili;*
- *confrontare agevolmente il valore attuale delle risorse che si prevede di generare in futuro con lo stock di debito assunto per finanziare il LBO⁶¹”.*

Per riportare finanziariamente all'epoca di riferimento i flussi finanziari *unlevered*, in ottemperanza al principio di coerenza tra flussi e tassi⁶², bisognerà

⁶¹Cfr. M. ROMANO, *La relazione degli esperti nelle operazioni di merger leveraged buy-out. Natura del controllo e profili economico-aziendali*, in *Il controllo nella società e negli enti*, n. 8, 2004.

utilizzare il costo medio ponderato del capitale (noto come WACC, *Weighted Average Cost of Capital*) al netto delle imposte potenziali. Per determinare tale grandezza si utilizza la seguente formula:

$$WACC = K_e * E/(E+D) + K_d (1-t_c) * D/(E+D)$$

dove:

- K_e è il costo del capitale proprio;
- $E/(E+D)$ e $D/(E+D)$ sono rispettivamente il peso del capitale proprio (E) e il peso del capitale di credito (D) sulla struttura complessiva del capitale investito (E+D);
- $K_d (1-T_c)$ è il costo del debito al netto dell'effetto fiscale.

Il modello più utilizzato per stimare il tasso di sconto, ossia il tasso di congrua remunerazione del capitale di rischio, è il *C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model)*.

Il costo dell'*equity* (K_e) sarà dato dalla somma di due componenti:

- il tasso di rendimento dei titoli privi di rischio (*risk-free rate* o R_f);
- il premio di mercato per il rischio, definito dal sovra rendimento medio atteso di mercato ($R_m - R_f$) per il coefficiente di correlazione (β) tra il rendimento del singolo investimento e il rendimento del mercato.

In formula:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Dove i simboli assumo il significato noto.

Il *C.A.P.M.* considera come unico elemento di rischio quello sistematico, espresso dal coefficiente β , in quanto quello specifico è eliminabile tramite la diversificazione del portafoglio di investimento; tuttavia in operazioni ad alto

⁶² Sul principio della coerenza tra tassi e flussi, si rinvia a G. ZANDA, *La coerenza tra tassi e flussi nella stima del valore del capitale economico delle aziende effettuata con i metodi reddituali e finanziari*, in Scritti in memoria di Raffaele D'Oriano, Cedam, Padova, 1996.

tasso di rischio, come quelle di LBO, sarebbe opportuno considerare anche il rischio di fallimento.

Per determinare il costo del capitale rettificato per il rischio di fallimento bisogna partire dalla considerazione che il costo del debito è funzione di tre elementi:

- il *risk-free rate*;
- il premio per il rischio di mercato;
- il premio per il rischio di fallimento (*default risk*).

Prendere in considerazione quest'ultimo complica notevolmente l'analisi in quanto influisce diversamente sul costo dei mezzi propri e di terzi.

A ben vedere, il rischio deriva dal fatto che, i rendimenti *ex post*, in caso di fallimento, possono essere inferiori rispetto a quelli attesi, “*ma mentre il rendimento dell’equity subisce i fenomeni negativi (con rendimenti effettivi inferiori a quelli attesi), ma beneficia di quelli positivi, sul rendimento del debito pesano solo i primi.*”⁶³

L'analisi del rischio di *default* è effettuata con modelli che derivano dall'impostazione di Merton, che ha sviluppato il concetto di debito e *equity* come contratti di opzione sul valore operativo dell'impresa⁶⁴.

La conclusione a cui si arriva è che i creditori, consapevoli del rischio di credito, richiederanno una remunerazione superiore a quella attesa (in assenza di *default risk*), questo spiegherebbe il generarsi dello spread sul *risk free*.

Tale spread viene scomposto in due fattori:

- spread per il rischio sistematico;
- spread per il rischio di *default*.

⁶³ Cfr. F.BUTTIGNON, *La valutazione delle aziende nelle operazioni di LBO*, in *La valutazione delle aziende*, n. 38, 2005.

⁶⁴ Per maggiori approfondimenti: MERTON, *On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates*, *Journal of finance* n. 29,1974; *On the pricing of contingent claims and the Modigliani-Miller theorem*, *Journal of financial economics*, n. 5,1977.

Il calcolo di questi elementi può essere effettuato sulla base di diversi modelli applicativi che mirano a ricostituire un portafoglio costituito da azioni che replicano i flussi dell'operazione⁶⁵.

Nei casi più controversi, l'esperto dovrebbe eseguire un'analisi di sensitività, analizzando l'impatto sul valore di variabili chiave come per esempio redditività operativa, tasso di crescita delle vendite.

L'analisi di scenario è utile anche per trovare il “*contesto operativo minimale che consente di soddisfare i contratti con i finanziatori e generare valore per gli azionisti*”⁶⁶.

In conclusione, andrebbe evidenziato anche l'impatto dell'operazione sulle minoranze della società acquisita, come il probabile assottigliamento dei *pay-out* e la condivisione delle garanzie patrimoniali con i nuovi creditori della società *target*.

⁶⁵Cfr. COPPER, DAVYEDNKO, *The cost of debt*, Working paper, 2002.

⁶⁶Cfr. F. BUTTIGNON, *La valutazione d'azienda nelle operazioni di LBO*, in *La valutazione delle aziende*, n. 38, 2005.

3.4 La relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti

Il testo legislativo prevede che “*al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente*”.

Il D. Lgs. n. 39/2010 ha modificato la disciplina della revisione legale dei conti; per quanto concerne la disciplina del LBO si è sostituita la dizione revisione “contabile” con quella di revisione “legale”.

Nella pratica può succedere che entrambe le società coinvolte siano sottoposte a revisione legale. In questo caso basterà un'unica relazione in quanto la legge usa un'espressione disgiuntiva (*della società obiettivo o della società acquirente*); spetterà agli organi amministrativi della società che si fondono stabilire quale dei due soggetti incaricati della revisione preparerà la relazione.

Il comma 5 dell'articolo 2501-bis c.c. presenta dei profili di complessità interpretativa anche perché non specifica il contenuto della relazione.

La migliore dottrina (Reboa⁶⁷, Picone⁶⁸ su tutti) sostiene che la relazione non si deve risolvere, né in una duplicazione del lavoro demandato all'esperto, né in una nuova attività di *audit* dei dati contabili delle situazioni infrannuali.

L'attività del revisore si dovrebbe concretizzare nel rilascio di una *opinion* circa l'attendibilità, la completezza, l'accuratezza e la conformità dei predetti dati e situazioni (progetto di fusione, relazione degli amministratori e dell'esperto) rispetto allo scopo a cui i medesimi sono ordinati⁶⁹.

⁶⁷Cfr. REBOA, *Le operazioni di leveraged buy out e l'art. 2501-bis c.c. prime considerazioni*, in Rivista dei dottori commercialisti, n. 6, 2003.

⁶⁸ Cfr. PICONE, *il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in Contratto e impresa, n. 3, 2003.

⁶⁹Cfr. BELLEZZA, *la disciplina della trasformazione, della fusione e della scissione*, in Atti del convegno Paradigma, La riforma del diritto societario, n. 9, 2002.

3.5 Analisi di un caso pratico: La fusione per incorporazione di Ducati motor holding s.p.a. in Performance motorcycles s.p.a.

Per meglio comprendere il modo in cui si concretizzano i maggiori oneri informativi che il Legislatore ha previsto per le operazioni di LBO, si è analizzato un recente caso che ha riguardato un'azienda simbolo del *made in Italy* come Ducati.

Dopo un breve esame delle società coinvolte nell'operazione e della descrizione della stessa, seguirà un'analisi dettagliata della seguente documentazione:

- progetto di fusione;
- parere del Prof. M. Massari in merito alla sostenibilità dell'indebitamento originato dall'operazione;
- relazione dell'organo amministrativo;
- relazione degli esperti;
- relazione di stima ai sensi dell'art. 2343 c.c.;
- relazione della società di revisione.

3.5.1 Società coinvolte nell'operazione⁷⁰

La *Ducati motor holding s.p.a.* (società incorporata) opera nei settori di attività connessi alla progettazione, costruzione e distribuzione di motociclette, pezzi di ricambio, accessori ed abbigliamento contrassegnati dal marchio Ducati.

In particolare, il Gruppo Ducati produce e distribuisce alcune linee di moto ad alte prestazioni. Nel 2008 l'incidenza di questo settore sul totale dei ricavi è stata dell'84.47 %.

⁷⁰ Cfr. Informazioni attinte dal *Documento informativo relativo all'operazione di fusione per incorporazione di Ducati motor holding s.p.a. in Performance motorcycles s.p.a.* redatto ai sensi dell'art. 70, comma 4, e 71-bis del Regolamento approvato con deliberazione Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato, Bologna, 10 ottobre 2008.

Inoltre, facendo leva sulla forza del marchio Ducati e degli altri marchi di cui è titolare, nonché sulla fedeltà dei propri clienti, il Gruppo Ducati persegue, anche attraverso la concessione in licenza del proprio marchio, un'espansione mirata della propria offerta di pezzi di ricambio, accessori Ducati Performance, articoli di abbigliamento motociclistico (tecnico e non) ed altri prodotti di merchandising (e.g. libri, riviste, profumi, modellismo, cartoleria e prodotti per la scuola, giocattoli e videogiochi).

Le tappe principali della storia del Gruppo Ducati sono così riassumibili:

- l'attività dell'azienda Ducati inizia il 4 luglio 1926, con la fondazione da parte di Antonio Cavalieri Ducati e dei suoi tre figli di una delle prime imprese italiane per la produzione di radio e componenti elettrici;
- nel 1946 viene avviata la produzione e la vendita delle moto, che consente all'azienda di acquisire rapidamente una valida reputazione sulla scia delle innovazioni tecniche, delle alte prestazioni dei propri prodotti ed del successo nelle competizioni;
- nel 1985 l'azienda ed il marchio Ducati sono acquistati dal gruppo Cagiva, operazione che contribuisce a rafforzare ulteriormente il marchio;
- nel 1996, *TPG Acquisition L.P.* (il cui controllo è riconducibile alla società di investimenti americana già denominata *Texas Pacific Group*) ("TPG") rileva da Cagiva il controllo dell'azienda Ducati;
- nel 1999, le azioni di Ducati sono ammesse alle negoziazioni sul NYSE e sul MTA;
- nel 2006 TCP cede la partecipazione residua in Ducati al gruppo *Investindustrial*, al fondo pensione HOOPP ed a Bs Investimenti;
- nel 2007 la società torna in utile e vince il Campionato Mondiale in tutte le categorie;
- in data 19 febbraio 2008, *Investindustrial*, BS Investimenti e HOOP comunicano al pubblico l'intenzione di lanciare un'offerta pubblica di acquisto volontaria sulle azioni ordinarie della Società al prezzo di Euro 1,70 per azione.

La società *Performance motorcycles* s.p.a. (società incorporante, in seguito semplicemente PM) è una società veicolo posseduta interamente dalla *International Motorcycles*. Come tale, fin dalla sua costituzione, non ha svolto alcuna significativa attività operativa ad eccezione di quelle finalizzate all'acquisto della partecipazione sociale in Ducati ed alla promozione dell'offerta pubblica volontaria totalitaria di acquisto di azioni Ducati ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF.

Al 10 ottobre 2008, PM deteneva n. 309.756.143 azioni di Ducati, rappresentative di una quota pari a circa il 92,75% del capitale sociale di Ducati.

3.5.2 Descrizione dell'operazione

L'Operazione consiste nella fusione per incorporazione di Ducati nella sua società controllante PM, con contestuale modifica della denominazione sociale di quest'ultima in "*Ducati Motor Holding S.p.A.*".

L'Operazione si inserisce nel più ampio contesto dell'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria (di seguito l'"Offerta") promossa da PM ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del TUF, e avente ad oggetto la totalità (con esclusione delle n. 98.531.073 azioni già possedute da PM) delle azioni ordinarie di Ducati, società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario – Segmento STAR – per un corrispettivo unitario pari a Euro 1,70.

L'Offerta si è perfezionata in data 13 giugno 2008 mediante l'acquisto di n. 184.329.603 azioni Ducati (pari a circa il 55,2% del capitale sociale), che ha permesso a PM di detenere circa l'84,7% del capitale sociale di Ducati.

Successivamente alla chiusura dell'Offerta, PM acquista sul mercato ulteriori azioni Ducati, giungendo a detenere complessivamente n. 309.756.143 azioni, pari al 92,75% del capitale sociale; contestualmente, rende nota al mercato la propria intenzione di non ripristinare il flottante, decisione che comporta il ricorrere dell'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF.

PM, pertanto, presenta istanza alla Consob per la determinazione del corrispettivo dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma quarto del TUF.

Il Progetto di Fusione, in data 15 settembre 2008, viene approvato dai consigli di amministrazione di Ducati e di PM, depositato presso le rispettive sedi sociali e, in data 17 settembre 2008, viene iscritto presso il Registro delle Imprese di Bologna.

A seguito della Fusione, le azioni della Società Incorporante non saranno ammesse a quotazione in alcun mercato regolamentato. Pertanto, agli azionisti di Ducati che non concorreranno alla deliberazione di approvazione della Fusione, spetterà il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437-*quinquies* del Codice Civile, in quanto riceveranno in concambio azioni non quotate in alcun mercato regolamentato.

Il concambio delle azioni Ducati di proprietà di azionisti diversi da PM sarà soddisfatto mediante azioni ordinarie di PM di nuova emissione e prive di valore nominale.

In aggiunta a ciò, contestualmente all'approvazione della fusione, l'assemblea straordinaria di PM delibererà un'operazione di aumento del capitale sociale con sovrapprezzo per massimi Euro 255 milioni (di seguito "Aumento di Pareggio"), da riservare in sottoscrizione all'unico socio di PM.

L'entità complessiva, il numero delle azioni e la ripartizione tra capitale e sovrapprezzo saranno determinate successivamente dal Consiglio di Amministrazione di PM in modo tale che:

- il numero complessivo di azioni PM risultante a seguito dell'Aumento di Pareggio venga a coincidere con il numero di azioni Ducati possedute da PM alla data del perfezionamento dell'atto di fusione;
- il valore del capitale economico di PM alla data di esecuzione della fusione coincida con il valore economico della partecipazione posseduta da PM in Ducati (c.d. "Punto di Pareggio").

L'importo dell'Aumento di Pareggio sarà determinato in misura necessaria e sufficiente a consentire di realizzare la fusione evitando che si generino effetti

diluitivi nei confronti dell'unico socio della Società Incorporante e degli azionisti di minoranza di Ducati.

L'importo dell'Aumento di Pareggio sarà utilizzato da PM per rimborsare, in tutto o in parte, il suo indebitamento, così da conseguire il Punto di Pareggio.

L'esecuzione dell'Aumento di Pareggio e il conseguente rimborso dell'indebitamento di PM fino a conseguire il Punto di Pareggio avverranno antecedentemente alla stipula dell'atto di fusione e come condizione di questa, salva l'ipotesi in cui antecedentemente alla data di esecuzione della fusione la società incorporante possieda l'intero capitale della Società Incorporata.

L'Aumento di Pareggio, comprensivo di sovrapprezzo, sarà determinato nel suo importo dal Consiglio di Amministrazione di PM in misura pari alla differenza tra:

- la somma (i) dell'indebitamento bancario di PM per capitale, interessi e altri oneri finanziari, (ii) dell'indebitamento di PM di natura diversa rispetto a quello di cui sub (i) (ad esempio, l'indebitamento verso fornitori), e (iii) dei ratei passivi;
- il valore economico degli elementi dell'attivo di PM diversi (i) dalle "Immobilizzazioni finanziarie" rappresentate dalle azioni Ducati e (ii) dalle "Immobilizzazioni immateriali" rappresentate da oneri pluriennali e da costi connessi ai contratti di finanziamento.

Nel medesimo contesto dell'approvazione della fusione, l'assemblea straordinaria di PM delibererà altresì l'aumento del capitale sociale al servizio del concambio di fusione per un ammontare massimo pari al valore complessivo del capitale economico di Ducati posseduto dai soci di minoranza (41.131.960,70€) alla data della predetta assemblea, mediante emissione di un numero di azioni (prive di valore nominale⁷¹) pari a quello posseduto dalla minoranza a tale data (24.195.271).

⁷¹La scelta di emettere azioni prive di valore nominale (espresso) è dovuta al fatto che in occasione di operazioni straordinarie come quella in esame occorre porre in essere raggruppamenti o frazionamenti di azioni: in tali casi, l'esperienza dimostra che il valore nominale delle azioni crea situazioni particolarmente complesse da risolvere.

3.5.3 Il progetto di fusione

Oltre a quanto prescritto dall'art. 2501-*ter* c.c., in caso di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, è necessario considerare anche il disposto dell'art. 2501-*bis* c.c. ai sensi del quale il progetto di fusione deve indicare anche le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

Tralasciando la parte del progetto di fusione contenente le informazioni richieste ai sensi dell'art. 2501-*ter* c.c., si preferisce soffermarsi sulla sezione relativa all'art. 2501-*bis*, comma 2, c.c..

Questa parte della relazione è suddivisa in tre paragrafi che analizzano rispettivamente:

- l'indebitamento attuale di PM e di Ducati;
- la struttura attesa dell'indebitamento finanziario della società incorporante *post* fusione, a seguito della eventuale distribuzione di riserve;
- la sostenibilità dell'indebitamento finanziario della società incorporante *post* fusione.

Per quanto concerne l'analisi dell'indebitamento attuale, gli amministratori osservano che l'investimento complessivo effettuato da PM per l'acquisto del 92.75% di Ducati è stato pari a 536.5 milioni di euro, di cui 10 sono costituiti da oneri correlati all'acquisizione.

Di questi 536.5 milioni, 313.9 provengono da mezzi propri, mentre i restanti 222.6 milioni sono stati reperiti tramite linee di finanziamento bancario a breve termine, disponibili grazie al contratto di finanziamento di tipo *senior*⁷², che mette complessivamente a disposizione di PM 255 milioni.

Ai sensi del medesimo contratto, *International Motorcycles*, socio unico di PM, dispone di linee di credito di tipo *senior* a breve termine, per un importo

⁷² Cfr. Contratto denominato "*BidCo Facility Agreement*" concluso il 26/3/2008 tra PM, *International Motorcycles*, Intesa Sanpaolo Spa e Banca IMI Spa in qualità di *arrenger*. Grazie a questo contratto PM ha a disposizione tre linee di credito denominate rispettivamente "*Bridge A, B e C Term Loan Facility*" per complessivi 240 milioni e in aggiunta è stata prevista una linea rotativa denominata "*Bridge Revolving Loan Facility*" per un importo massimo di 15 milioni.

massimo corrispondente a quello messo a disposizione di PM, che saranno utilizzate, antecedentemente alla data di esecuzione della fusione, per eseguire l'aumento di pareggio (che sarà deliberato da PM contestualmente all'approvazione della fusione) per un importo massimo di 255 milioni.

Immediatamente dopo il versamento dell'aumento di pareggio, e comunque prima della data di esecuzione della fusione, PM utilizzerà le risorse finanziarie provenienti da quest'operazione per rimborsare per intero – o in gran parte – il suo indebitamento, fino a raggiungere il punto di pareggio.

Quanto al Gruppo Ducati, alla data del 30 giugno 2008 la situazione patrimoniale evidenzia una posizione finanziaria netta consolidata positiva, pari a circa 43.4 milioni di Euro.

Per quanto riguarda l'analisi della struttura attesa dell'indebitamento finanziario della incorporante *post* fusione, si osserva che la società sta valutando la possibilità di distribuire le proprie riserve disponibili, costituite dalle somme già versate (o che saranno versate) da *International Motorcycles* a titolo di sovrapprezzo nell'ambito della programmata operazione di capitalizzazione di PM, finalizzata al rimborso del suo indebitamento fino al raggiungimento del punto di pareggio. Detta distribuzione non potrà superare i 270 milioni di Euro.

La distribuzione di riserve potrà essere finanziata utilizzando in parte la liquidità disponibile di Ducati ed in parte le linee di credito⁷³ a medio termine, disponibili per un importo complessivo di 265 milioni di Euro, di cui 25 milioni derivanti da una linea rotativa a medio termine denominata “*Target Revolving Credit Facility*.”

Il *Target Facility Agreement* contiene inoltre alcuni obblighi conformi alla prassi commerciale, ivi incluse restrizioni ad indebitamento ulteriore rispetto a quello previsto nel contratto, alla concessione di finanziamenti e garanzie, a vendita di *asset*, all'esecuzione di acquisizioni e costituzioni di *joint-venture*; il debitore è inoltre obbligato a coprire il rischio di oscillazione dei tassi di interesse.

⁷³ Cfr. Contratto di finanziamento denominato “*Target Facility Agreement*”, concluso il 7/8/2008 tra PM, Ducati, Banca Intesa Sanpaolo Spa e Banca IMI Spa in qualità di *arranger*. Ai sensi di tale contratto risultano disponibili tre linee di credito denominate rispettivamente “*MergerCo A, B, C Term Loan Facility*” da rimborsare entro 7, 8 e 9 anni.

Per quanto riguarda la sostenibilità dell'indebitamento finanziario, in applicazione del disposto dell'art. 2501-bis c.c., gli amministratori sottolineano che:

- questa è stata sviluppata partendo dal piano industriale relativo al periodo 2008/2010 nella versione integrata con gli effetti derivanti dalla fusione ed elaborando alcune proiezioni economiche, patrimoniali e finanziarie relative al periodo 2011/2017, ossia fino alla scadenza dell'ultima *tranche* di indebitamento risultante a seguito dell'utilizzo delle linee di finanziamento *Target Facility*;
- suddetto piano è considerato rappresentativo dell'evoluzione più probabile dei risultati economico-finanziari dell'aggregato PM-Ducati;
- è stato assunto un indebitamento netto di PM pari a circa 270 milioni di Euro;
- le risorse finanziarie necessarie per il rimborso del debito originano dalla crescita dei ricavi, dall'incremento della redditività (in termini di Ebitda⁷⁴) e dalla costante crescita del flusso di cassa operativo netto;
- la posizione finanziaria netta è prevista in costante miglioramento passando dai -270 milioni di Euro del 2008 ai +55.7 milioni del 2017;
- i *covenant* previsti nel contratto "*Target Facility Agreement*", ovvero flusso di cassa/servizio del debito, indebitamento netto/Ebitda e Ebitda/oneri finanziari, risultano rispettati con buon margine lungo tutto il periodo di proiezione, ad eccezione del primo dei tre negli anni 2016 e 2017, a causa del rimborso di due linee di finanziamento da 70 milioni di Euro ciascuna;
- è stata predisposta un'analisi di sensitività, riferibile ad uno scenario più conservativo;

⁷⁴ Cfr. Ebitda sta per Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

- ci si è avvalsi anche della relazione predisposta dal Prof. Mario Massari⁷⁵, il quale ha fornito una opinione favorevole in merito alla sostenibilità dell'indebitamento originato dall'operazione di acquisizione.

Gli amministratori, pertanto, concludono affermando che, in base all'analisi dei flussi finanziari previsionali del piano industriale, la società Incorporante *post* fusione conseguirà risultati compatibili con il soddisfacimento delle obbligazioni finanziarie, per capitali e interessi, derivanti dal livello di indebitamento netto ipotizzato.

3.5.4 Parere del Prof. M. Massari in merito alla sostenibilità dell'indebitamento originato dall'operazione di acquisizione di Ducati Motor Holding Spa

Nella parte introduttiva della relazione, il Prof. Massari ha descritto brevemente l'operazione in esame, la natura del suo incarico e la documentazione esaminata.

Egli ha inoltre sottolineato che per sostenibilità finanziaria dell'indebitamento di un'impresa si deve intendere la capacità della stessa di:

- *“generare un cash flow sufficiente a garantire il “servizio del debito”, vale a dire il pagamento degli interessi e il rimborso delle rate di capitale in scadenza;*
- *rispettare i covenant finanziari e di bilancio previsti dai contratti di finanziamento a medio-lungo termine.⁷⁶”*

⁷⁵ Cfr. Il Prof. Massari Mario è ordinario di finanza aziendale all'università Luigi Bocconi di Milano.

⁷⁶ Cfr. M. Massari, *Relazione in merito alla sostenibilità dell'indebitamento originato dall'operazione di acquisizione di Ducati Motor Holding Spa*, Milano, 15 settembre 2008.

Tuttavia, essendo i *cash flow* attesi una variabile aleatoria, il giudizio in merito alla sostenibilità finanziaria dell'indebitamento deve tener conto della credibilità dei piani elaborati dal management e dell'esposizione dei risultati aziendali a fattori di rischio di natura sistematica e specifica, che in concreto dipende anche dalla capacità/possibilità del management di limitare l'impatto di circostanze sfavorevoli (c.d. *managerial flexibility*).

Il Massari suggerisce di impostare il lavoro nel modo seguente:

- discussione con il *management* delle procedure di pianificazione adottate;
- analisi del *business plan*, in particolare con riferimento: a) alla coerenza (se del caso) rispetto ai risultati conseguiti nel passato; b) alla coerenza delle ipotesi di base ("*assumption*") rispetto a grandezze macroeconomiche e di settore; c) alla coerenza delle *assumption* rispetto ai punti forza/debolezza dell'impresa e dei suoi concorrenti;
- analisi della ragionevolezza delle ipotesi adottate ai fini dello sviluppo di eventuali ulteriori proiezioni economico-finanziarie di medio/lungo periodo, in genere utili in presenza di periodi di ammortamento del debito che si estendono oltre i normali orizzonti di pianificazione;
- utilizzo delle tecniche di trattamento dell'incertezza (*sensitivity analysis* e *scenario analysis* in particolare) allo scopo di verificare l'impatto, sulla capacità di "servire il debito" e di rispettare i *covenant*, di ipotesi peggiorative rispetto alle *assumption* adottate dal *management* per la costruzione del piano.

Coerentemente con questa impostazione, il Massari analizza dapprima il piano industriale condiviso dal *managment* (anche detto "*base case*" o "*managment case*"), per poi considerare anche altre due versioni riferibili, l'una, ad uno scenario più favorevole (*High Case*), l'altra ad uno scenario più conservativo (*Low Case*).

In seguito illustrata il contratto di finanziamento “*Target Facility Agreement*” e le *assumption* poste alla base delle proiezioni 2011-2017⁷⁷.

Grazie anche all’ausilio di tabelle riepilogative elaborate a partire dal piano industriale (sia nella versione “*base case*” che in quella “*low case*”), il Massari giunge alle seguenti conclusioni⁷⁸:

- il *cash flow* generato dalla gestione consente il regolare servizio del debito (pagamento degli interessi e rimborso delle rate di capitale in scadenza). Negli ultimi due anni del periodo (2016 e 2017), il rimborso dei *Term Loan B* e *C* ha luogo anche con il concorso della liquidità accumulata nei periodi precedenti. Ciò è del tutto normale trattandosi di finanziamenti con schema di rimborso *bullet*;
- i *covenant* finanziari “Flusso di cassa/servizio del debito”, “Indebitamento netto/EBITDA” e “EBITDA/oneri finanziari” risultano rispettati con buon margine lungo tutto il periodo di proiezione. Per le ragioni già precisate precedentemente, concentrandosi nel 2016 e nel 2017 i rimborsi dei due finanziamenti di Euro 70 milioni, il servizio del debito è coperto, oltre che dal *cash flow* gestionale, anche da parte della liquidità accumulata negli esercizi precedenti;
- in base alle proiezioni effettuate, nel periodo considerato si evidenzia che il valore del patrimonio netto risulta crescente;
- anche nel *Low Case* sviluppato dal management, le relative proiezioni economiche e finanziarie mostrano che la capacità di servire il debito e di rispettare i *covenant* finanziari non si deteriora in termini significativi. Rispetto al *Management Case*, alla fine del periodo di proiezione (2017), dopo il rimborso dell’ultima rata del finanziamento in scadenza (Euro 70 milioni), si evidenzia un

⁷⁷ Per l’analisi delle *assumption* alla base del piano industriale e delle proiezioni si rimanda all’analisi della relazione dell’organo amministrativo.

⁷⁸ Cfr. M. Massari, *Relazione in merito alla sostenibilità dell’indebitamento originato dall’operazione di acquisizione di Ducati Motor Holding Spa*, Milano, 15 settembre 2008.

indebitamento di Euro 31,0 milioni, rappresentato da *securitisation* per un ammontare di Euro 19,3 milioni, e che risulta dunque di dimensione trascurabile in rapporto sia al patrimonio netto che alla capacità di generazione di cassa di Ducati.

3.5.5 La relazione dell'organo amministrativo

Oltre a quanto prescritto dall'art. 2501-*quinquies* c.c. nel caso dell'operazione in esame la relazione dell'organo amministrativo deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie, nonché la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

Si analizzano per prime le ragioni che giustificano l'operazione: gli amministratori sostengono che la fusione consentirà una semplificazione della catena di controllo di Ducati. Tale semplificazione sarà giuridicamente attuata come fusione per incorporazione di Ducati in PM, con conseguente indubbio miglioramento in termini di flessibilità gestionale e di unificazione dei processi decisionali, riducendo altresì i costi amministrativi e di gestione. La fusione porterà alla revoca delle azioni dal listino di borsa (c.d. *delisting*): ciò comporterà sia una maggior agilità nella gestione della società che una riduzione dei costi diretti ed indiretti legati allo status di società quotata. Infine, il perfezionamento della fusione consentirà di estendere da 10 a 25 milioni di Euro l'ammontare della linea di credito rotativa a disposizione di Ducati.

Successivamente, gli amministratori relazionano sugli obiettivi che si intendono raggiungere con l'operazione in esame: essi affermano che la società Incorporante, come esito della fusione, si prefigge di perseguire la valorizzazione di Ducati attraverso l'espansione dell'attuale *business* ed il perseguimento di un'ulteriore strategia espansiva.

In particolare, la società Incorporante intende puntare all'ulteriore sviluppo delle attuali aree di *business* attraverso le seguenti linee programmatiche:

- consolidamento e sviluppo delle posizioni di mercato;
- integrazione e continuo lancio di nuovi modelli di motociclette;

- espansione delle attività correlate alla vendita di motociclette.

Gli amministratori sottolineano come sia intenzione della società Incorporante continuare a fare leva sui significativi punti di forza di Ducati, quali la natura integrata del relativo modello di *business*, il *Know-how* tecnico e gestionale che consente a Ducati alti livelli di efficienza operativa, di tecnologia e di impianti, nonché la presenza di risorse umane qualificate.

In ultima analisi, la relazione dell'organo amministrativo si concentra sulla presentazione del piano industriale, necessaria per comprendere a fondo il percorso delineato per le due società in seguito alla fusione.

Nel C.d.A. del 15 gennaio 2008 il *management* di Ducati ha illustrato le linee guida del piano industriale triennale (2008-2010); tale piano è stato integrato dal C.d.A. di Ducati al fine di includere gli effetti della prospettata fusione ed il potenziale beneficio fiscale derivante, a partire dal 2009, dell'esercizio dell'opzione per il consolidato fiscale nazionale tra la società risultante dalla fusione e la società controllante *International Motorcycles S.p.A.*

In linea con le *best practices* internazionali, gli amministratori sottolineano che le ipotesi sottostanti al piano industriale posso essere qualificate come assunzioni per quanto attiene l'anno 2008 e assunzioni ipotetiche per gli esercizi successivi.

Il piano industriale è stato sviluppato sulla base delle seguenti ipotesi:

- sostanziale recupero della quota di mercato, prevista in crescita dall'attuale 5% al 6,5% nel 2010 (quota detenuta da Ducati nel 2000);
- miglioramento del portafoglio prodotti, con focus su modelli che assicurano una più alta marginalità, e abbandono di quelli a più bassa marginalità;
- incremento dei volumi di moto vendute e lieve decremento del prezzo medio unitario;
- costante innovazione di prodotto;
- strategia di marketing di tipo *pull* con efficiente gestione delle scorte attraverso un attento allineamento dei volumi di *sell-in* e *sell-out*;

- tasso di cambio Euro/Dollaro pari a 1,5 per il 2008, 1,45 per il 2009 e 1,4 per il 2010.

Per quanto concerne il fatturato, nel Piano si prevedono tassi di crescita pari al 15,3% nel 2008, all'8,7% nel 2009 ed al 10% nel 2010. Il tasso di crescita medio annuo (CAGR) del fatturato per il periodo 2007-2010 si ipotizza essere pari all'11,3%, passando da Euro 398,0 milioni nel 2007 a Euro 548,6 milioni nel 2010.

In particolare, il Piano prevede un peso crescente in termini assoluti della componente ricambi, accessori e abbigliamento.

Il *management* prevede, inoltre, che la parte più consistente del fatturato deriverà sempre dalle moto, dove si attendono ricavi complessivamente pari a circa Euro 447 milioni nel 2010, rispetto ai circa Euro 317 milioni realizzati nel 2007 (CAGR 2007-2010 +12%).

In termini di aree geografiche, il Piano prevede una sostanziale stabilità dei ricavi generati dai Paesi Europei, che si attesteranno su Euro 250 milioni circa nel 2010 (55% del totale), rispetto a Euro 220 milioni previsti per il 2008 (54% del totale). Il Nord America diventerà il primo mercato per Ducati nel 2010 (27% del fatturato aggregato), con circa 14.700 unità vendute e fatturato pari a Euro di 124,9 milioni, seguito dall'Italia (22% del fatturato aggregato) con circa 12.000 pezzi venduti e un fatturato di Euro 103,0 milioni.

L'EBITDA di Piano presenta una crescita consistente passando da Euro 55,0 milioni nel 2007 a Euro 112,7 nel 2010. Altrettanto rilevante risulta essere il miglioramento di marginalità operativa che passa dal 13,8% del 2007 al 20,5% del 2010.

In particolare, con riferimento alla dinamica dell'EBITDA, gli amministratori segnalano i seguenti interventi (previsti nel Piano):

- miglioramento del costo del prodotto grazie ad attività di *global sourcing*;
- riduzione dei costi imputabili a riparazioni in garanzia grazie al mantenimento dei livelli qualitativi di prodotto raggiunti;

- generale ottimizzazione dei processi interni, sia a livello di processo produttivo sia di condivisione delle informazioni volta a migliorare le performance in tutte le aree aziendali.

Il capitale circolante è stimato in crescita, da Euro 32,4 milioni del 2008 (7% dei ricavi) a Euro 52,4 milioni del 2010 (9,6% dei ricavi).

Gli amministratori hanno pianificato circa Euro 40 milioni di investimenti annui, attribuibili per circa Euro 20 milioni ai costi di sviluppo di nuovi prodotti, per Euro 10 milioni all'industrializzazione di processo e per ulteriori Euro 10 milioni all'IT ed investimenti vari sui siti produttivi.

Il piano si fonda sulle seguenti *assumption* riguardanti il contesto macroeconomico e di mercato:

- un trend lievemente decrescente in Europa delle vendite nel settore sport (il più rilevante per Ducati);
- in US il trend è invece assunto in crescita, anche in considerazione di fattori di carattere demografico.

Partendo dal piano industriale 2008-2010 sono state predisposte alcune proiezioni economiche, patrimoniali e finanziarie per il periodo 2011-2017, vale a dire fino alla scadenza dell'ultima *tranche* di indebitamento. In tal modo si è ottemperato all'obbligo di elaborare il piano economico-finanziario che riporta le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società Incorporante, sulla base del quale è stata valutata la sostenibilità dell'indebitamento.

Le proiezioni 2011-2017 sono state sviluppate in base ai seguenti criteri:

- scenario “*steady state*-inflazione neutrale”. Non sono state formulate ipotesi specifiche in ordine alla evoluzione del mix di prodotti, ma sono stati assunti volumi complessivi di produzione pari a quelli dell'esercizio 2010. Si è inoltre assunto un tasso di inflazione “neutrale” pari al 2,0% annuo (in altri termini si è ipotizzata una equivalente dinamica dei prezzi-ricavi e dei prezzi-costi, denominati in Euro). Di conseguenza l'EBIDTA *margin* è rimasto costante su tutto il periodo 2011-2017 (20,5%);

- capitale circolante: è stato assunto in crescita, sempre al tasso del 2,0%;
- investimenti: anche con riferimento agli investimenti si è assunta la crescita, al tasso annuo del 2,0%, delle CAPEX “a regime” previste nel piano per l’anno 2011 (Euro 40 milioni).

Gli amministratori hanno anche elaborato una analisi di sensitività per sottolineare ulteriormente la sostenibilità dell’indebitamento della società Incorporante post fusione.

Tale analisi è stata predisposta nella consapevolezza di fattori di rischio, quali:

- l’evoluzione del tasso di cambio €/€;
- l’impatto sull’economia europea dello slow down in atto negli US;
- un possibile declino più rapido del mercato US;
- ritardi nel lancio di nuovi prodotti e nella realizzazione degli altri interventi previsti nel piano.

L’analisi di sensitività è stata condotta partendo dalle seguenti assunzioni:

- volumi di vendita lievemente inferiori (sell-in 41,8/46,6/51,0 nel 2008/9/10, contro 42,8/48,6/54,2 del “Base Case”);
- EBITDA *margin* lievemente più contenuto (15,9%/18,7%/19,8% nel 2008/9/10, contro 15,7%/18,9%/20,5% nel “Base Case”).

3.5.6 La relazione degli esperti ai sensi degli artt. 2501-bis, comma4, e 2501-sexies del Codice Civile

Come già detto, nelle operazioni di LBO, l’intervento dell’esperto non si limita ad una valutazione sulla congruità del rapporto di concambio; esso deve

attestare anche la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione e nella relazione degli amministratori, con particolare riferimento a:

- le ragioni che giustificano l'operazione;
- il piano economico finanziario;
- gli obiettivi che si intendono raggiungere;
- le fonti di reperimento delle risorse finanziarie utilizzate per lo svolgimento dell'operazione.

Nel caso in esame, il Tribunale di Bologna, con decreto datato 28 luglio 2008, ha nominato come esperto comune la società di revisione *Deloitte & Touche Spa* (di seguito l'esperto).

Dopo aver elencato i documenti visionati ai fini dell'attestazione, ovvero la relazione degli amministratori, il progetto di fusione e la relazione del Prof. Massari, l'esperto ha:

- descritto brevemente l'operazione in esame;
- elencato le *assumption* sottostanti al piano industriale 2008-2010, alle proiezioni di lungo periodo (2011-2017), ai contratti di finanziamento;
- precisato che il lavoro è stato svolto secondo le procedure internazionali previste da tali tipi di incarico dall'ISAE 3400 "*The Examination of Prospective Financial Information*";
- precisato che alcune delle *assumption* presentano profili di soggettività e rischio di rilievo; esse sono quindi caratterizzate da un maggiore grado di aleatorietà, in quanto risultano correlate a processi di cambiamento e riorganizzazione dell'attività aziendale in un contesto di mercato previsto sostanzialmente stabile, ma soggetto a rischi di contrazione qualora l'attuale fase di recessione economica internazionale dovesse protrarsi. L'acuirsi della contrazione di mercato potrebbe influire sul "timing" di realizzazione delle diverse iniziative previste nel piano e portare ad un ridimensionamento delle attese di crescita e di redditività sottostanti al piano;

Sulla base di tutto ciò, la società di revisione ha dichiarato che “*non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere che le indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione non siano ragionevoli alla data odierna, assumendo che si verifichino le assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed alle azioni degli organi amministrativi.*”⁷⁹”

3.5.7 La relazione di stima ai sensi dell’art. 2343 c.c. in applicazione analogica dell’art. 2501-sexies, comma 7, del Codice Civile

In seguito ad un parere dei consulenti legali di PM in cui si indica che, in quanto la fusione origina contabilmente un disavanzo da concambio⁸⁰, si ritiene necessario che l’esperto nominato dal Tribunale (*Deloitte*) per la predisposizione della relazione sulla congruità del rapporto di concambio rediga anche la relazione di stima del patrimonio ai sensi dell’art. 2343 c.c..

Questo articolo stabilisce che chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto contenente la descrizione dei beni conferiti, l’indicazione dei criteri di valutazione adottati e l’attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell’eventuale sovrapprezzo.

Lo scopo che la richiamata disposizione di legge intende perseguire è quello di garantire l’integrità del capitale sociale posto a tutela dei terzi mediante la stima del valore dei beni conferiti in natura. In considerazione di ciò le stime devono prescindere dalla natura delle parti, della loro forza contrattuale, dagli specifici interessi perseguiti e da eventuali negoziazioni fra le stesse intervenute.

⁷⁹ Cfr. Deloitte & Touche Spa, *Relazione della società di revisione ai sensi dell’art. 2501-bis, quarto comma, del Codice Civile*, Bologna, 16 settembre 2008.

⁸⁰ Cfr. L’aumento di capitale sociale dell’incorporante PM è superiore al patrimonio netto contabile dell’incorporanda Ducati.

Come si evince dalla relazione degli amministratori l'assemblea straordinaria di PM sarà chiamata a deliberare un aumento di capitale al servizio della fusione per massimi euro 41.131.960,70 milioni di Euro, attraverso l'emissione di massime n. 24.195.271 azioni ordinarie di PM prive di valore nominale. Il prezzo di emissione delle nuove azioni sarà dunque di 1,7€.

Di conseguenza *Deloitte* ha sottolineato che per soddisfare le condizioni previste dall'art. 2343 c.c., *“il valore delle azioni Ducati oggetto di concambio non deve essere inferiore al prezzo complessivo di emissione delle massime nuove n. 24.195.271 azioni ordinarie prive di valore nominale PM e parimenti il valore di ciascuna azioni Ducati non deve essere inferiore al prezzo di emissione delle corrispondenti azioni PM attribuite, e cioè a 1,7€.”*⁸¹

Per verificare che la predetta condizione sia verificata, l'Esperto ha prima compiuto un'analisi approfondita sul Gruppo Ducati⁸² e poi lo ha valutato economicamente utilizzando metodologie quali *l'Unlevered Discounted Cash Flow* (UDCF), il metodo dei multipli di borsa e il metodo delle quotazioni di borsa. Tuttavia considerando che il ricorso al metodo dei multipli in questo caso appare inficiato dalla mancanza di società operanti nello stesso settore che mostrino un analogo posizionamento strategico, l'Esperto ha fatto affidamento al solo metodo finanziario.

A seguito di tutte le suddette verifiche e analisi, l'Esperto ha attestato che *“il valore economico del Gruppo Ducati di pertinenza degli azionisti del Gruppo diversi da PM è almeno pari all'importo dell'aumento del capitale di PM previsto nel progetto di fusione a servizio del concambio.”*⁸³

⁸¹ Cfr. *Deloitte & Touche Spa, Relazione di stima ai sensi dell'art. 2343 c.c. in applicazione analogica dell'art. 2501-sexies, comma 7, c.c., Bologna, 16 settembre 2008.*

⁸² Cfr. *Evoluzione storica del marchio, attività e prodotti, struttura del gruppo, politica produttiva, politica distributiva, attività agonistica, orientamento strategico, profilo economico finanziario, piano industriale 2008-2010, SWAT analysis.*

⁸³ Cfr. *Deloitte & Touche Spa, Relazione di stima ai sensi dell'art. 2343 c.c. in applicazione analogica dell'art. 2501-sexies, comma 7, c.c., Bologna, 16 settembre 2008.*

3.5.8 La relazione della società' di revisione ai sensi dell'articolo 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile

L'art. 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile dispone che, in caso di LBO, al progetto di fusione debba essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.

Ai fini dell'espletamento di questo compito, la società di revisione *PricewaterhouseCoopers (PWC)*, ha esaminato, seguendo le procedure previste dall'ISAE 3400, le *assumption* alla base del piano industriale redatto in ottica *post* fusione relativo al periodo 2008-2010 e le proiezioni economico-finanziarie per il periodo 2011-2017.

Premettendo che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti fra valori consuntivi e valori preventivati nel Piano potrebbero essere significativi, *“sulla base dell'esame degli elementi probativi a supporto delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione del Piano, non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farei ritenere, alla data odierna, che le suddette ipotesi ed elementi non forniscano una base ragionevole per la predisposizione del Piano⁸⁴”*.

PWC conclude la relazione affermando che *“il Piano è stato predisposto utilizzando coerentemente le ipotesi e gli elementi sopraccitati ed è stato elaborato sulla base di principi contabili omogenei rispetto a quelli applicati dalla Ducati nella redazione dei bilanci d'esercizio e consolidato chiusi al 31 dicembre 2007”*.

⁸⁴ Cfr. PWC, *La relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, c.c.*, Bologna, 15 settembre 2008.

CAPITOLO IV

I CONFERIMENTI D'AZIENDA

4.1 Definizione dell'operazione

Il conferimento d'azienda è l'operazione mediante la quale un soggetto, detto conferente, trasferisce un'azienda, oppure un ramo aziendale dotato di autonoma capacità di esercitare attività di impresa, ad una società, detta conferitaria, ricevendo quale corrispettivo una partecipazione di capitale nella stessa. La società conferitaria può essere di nuova costituzione, ovvero preesistente all'operazione; nel primo caso l'operazione è denominata conferimento per scorporo, nel secondo caso per apporto o per concentrazione.⁸⁵

4.2 Motivazioni economiche

Le motivazioni principali sottostanti all'operazione in esame possono essere distinte in due gruppi:

- realizzare una concentrazione presso il destinatario del complesso aziendale;
- scorporare dal conferente tutta l'azienda o una sua parte.

Mediante il conferimento per concentrazione si possono perseguire strategie di diversificazione, di difesa della posizione competitiva oppure di integrazione produttiva, commerciale o tecnologica.

⁸⁵Cfr. PERROTTA R. GAREGNANI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè editore, 1999.

Questi obiettivi sono simili a quelli perseguiti con una fusione, tuttavia il conferimento consente di conseguire tali obiettivi attraverso un controllo di tipo indiretto, senza coinvolgere l'intera attività in cui si è impegnati, così da continuare ad operare anche in altri business⁸⁶.

Mediante il conferimento per scorporo si mira ad attribuire autonomia giuridica ed operativa ad uno o più rami aziendali facenti capo ad una società.

Nel caso in cui la conferente scorpori tutte le attività aziendali, si ha la formazione di un gruppo facente capo ad una *holding*.

Questo genere di conferimenti può anche essere realizzato con lo scopo di:

- ridisegnare i confini attuali dell'azienda⁸⁷;
- eliminare aree o rami aziendali che operano in perdita o che comunque non sono più compatibili con l'intero complesso aziendale;
- responsabilizzare i *managers* ai risultati della gestione di un determinato ramo d'azienda⁸⁸.
- ottenere vantaggi di tipo finanziario e forme più convenienti di finanziamento⁸⁹.

⁸⁶ Cfr. POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2009.

⁸⁷ Cfr. POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2009.

⁸⁸ Cfr. GARDI F., *Fusioni e altre combinazioni di imprese, finalità e tecniche di realizzazione*, Egea, 1990.

⁸⁹ Cfr. SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè editore, 2005.

4.3 *Aspetti procedurali*

Il Codice Civile non disciplina il conferimento d'azienda in maniera autonoma, bensì all'interno del più generale contesto dei conferimenti dei beni in natura e crediti.

Questa operazione è regolata dagli art. 2342 c.c. e ss. per quanto concerne le società per azioni e dagli art. 2464 c.c. e ss. per quanto riguarda le società a responsabilità limitata; nel caso di apporto in società di persone la valutazione avviene in forma libera come per ogni altra cessione di azienda.

La procedura di conferimento è sostanzialmente composta da tre fasi:

- una propedeutica, che va dai primi contatti tra le società fino al momento in cui la conferente delibera il conferimento;
- una valutativa, nella quale l'esperto redige la perizia;
- una attuativa, che si esplicita nella delibera di aumento di capitale della società conferitaria e nell'atto di conferimento⁹⁰.

⁹⁰Cfr. PERROTTA R., *Il conferimento di azienda*, Giuffrè editore, 2005.

4.4 *Stima dei conferimenti*

L'articolo cardine della normativa sulla stima dei conferimenti in natura e crediti è sicuramente l'art. 2423 c.c.⁹¹

Il procedimento disciplinato dal suddetto articolo è diviso essenzialmente in due fasi:

- la prima che comprende la redazione della stima da parte dell'esperto e la sua presentazione al momento della stipulazione dell'atto costitutivo affinché si formi il consenso dei sottoscrittori;
- la seconda che concerne il controllo e l'eventuale revisione della stima ad opera degli amministratori da cui dipende la fissazione in via definitiva del valore del conferimento e quindi dell'ammontare del capitale sociale.

⁹¹ Art. 2343 c.c. *Conferimenti di beni in natura e crediti*. Chi conferisce beni in natura e crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo.

L'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile.

Gli amministratori devono, nel termine di centottanta giorni dalla iscrizione della società, controllare le valutazioni contenute nella relazione indicata nel primo comma e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società.

Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società; il socio recedente ha diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura. L'atto costitutivo può prevedere, salvo in ogni caso quanto disposto dal quinto comma dell'articolo 2346, che per effetto dell'annullamento delle azioni disposto nel presente comma si determini una loro diversa ripartizione tra i soci.

Premesso questo, la finalità assegnata dalla legge alla relazione di stima da parte dell'esperto si individua, per quanto concerne il conferimento di azienda, nella quantificazione del capitale – iniziale o aumentato – della società conferitaria, al fine di tutelare gli interessi di una pluralità di soggetti.

Nell'ipotesi di conferimento in una società già esistente, i soci della conferitaria potrebbero subire un danno patrimoniale da una sopravvalutazione dell'oggetto di conferimento, così come lo subirebbero anche i creditori sociali ed i terzi in generale.

Al contrario, una sottovalutazione dell'oggetto di conferimento si rifletterebbe negativamente sulla tutela dei soci e dei creditori sociali della conferente.

A dimostrazione che gli interessi tutelati non sono esclusivamente quelli degli altri soci, ma anche quelli di terzi, il procedimento di stima è richiesto anche per le società per azioni con un unico azionista, sia in sede di aumento di capitale che di costituzione uni personale. Uguali considerazioni valgono per la società a responsabilità limitata uni personale. Il procedimento di stima non è escluso neanche nel caso in cui venga costituita una società con conferimenti esclusivamente in natura.

Le uniche deroghe presenti sono quelle previste dalla legislazione speciale e riguardano, ad esempio, la ristrutturazione di banche pubbliche e i conferimenti effettuati a società privatizzate.

4.5 *La nomina e la natura dell'incarico assunto dall'esperto*

Nel caso di conferimento ad una società per azioni, gli amministratori delegati dall'assemblea dei soci o dallo stesso consiglio di amministrazione della conferente presentano istanza per la nomina dell'esperto al Presidente del Tribunale nel cui circondario sede la società. Quest'ultimo, con decreto, sceglie tra i professionisti iscritti in appositi albi (dottori commercialisti e revisori), oppure consulenti tecnici iscritti presso le sedi dei tribunali.

Per assicurare l'indipendenza e l'imparzialità dell'esperto, è da ritenersi inammissibile che costui possa essere scelto tra soci, amministratori, sindaci o società di revisione incaricate della revisione contabile delle società coinvolte. Inoltre, l'esperto non deve aver ricevuto pregressi incarichi di collaborazione e/o consulenza con le società stesse.

Nel caso di conferimento ad una società a responsabilità limitata, l'esperto è nominato dalle parti.

È stato osservato che questa autonomia nella scelta dell'esperto potrebbe generare un minor grado di tutela a favore dei terzi per quanto concerne l'integrità del capitale venendo meno le caratteristiche di terzietà ed indipendenza che sono proprie dell'esperto nominato dal Tribunale⁹².

Tuttavia, non bisogna dimenticare che anche in questo caso l'esperto è responsabile dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi.

La dottrina ha molto dibattuto sulla natura dell'esperto ai fini della definizione del regime di responsabilità: nell'esercizio delle sue funzioni esso è un privato investito di un incarico professionale (natura privata) o un collaboratore del giudice (natura pubblica)?

L'art. 24 della legge n. 281/1985 ha aggiunto un comma all'art. 2423 c.c. il quale rinvia al regime di responsabilità del consulente tecnico dettato dall'art 64 c.p.c. .

Con questo rinvio non si è fatto altro che aggravare la responsabilità penale e processuale dell'esperto equiparandola a quella del perito; attualmente è ammessa la responsabilità per i reati di: rifiuto di uffici legalmente dovuti (art.

⁹²Cfr. SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè editore, 2005.

366 c.p.), rilascio di pareri mendaci o l'affermazione di fatti non conformi al vero (art. 373 c.p.), falso ideologico.

Ciò nonostante, non è possibile equiparare perfettamente la figura dell'esperto a quella di consulente tecnico d'ufficio stante il carattere stragiudiziale della relazione di stima; *“la nomina dell'esperto, infatti, non si inserisce in un procedimento contenzioso e quindi non sono ravvisabili quegli indici, quali la presenza di un giudice o di un processo, rispetto ai quali l'esperto si potrebbe porre in posizione strumentale.”*⁹³

4.5.1 La relazione di stima

La volontà del legislatore di presidiare l'integrità del capitale sociale delle società di capitali costituisce il presupposto della relazione di stima (non prevista, coerentemente, nelle società di persone, alla luce della responsabilità solidale ed illimitata dei soci).

Scopo della relazione è, quindi, quello di *“accertare la corrispondenza tra valore nominale e valore reale del capitale, e di garantire così l'idoneità dello stesso ad assolvere la funzione di garanzia per i creditori.”*⁹⁴

Tuttavia, come è stato già sottolineato in precedenza, la relazione di stima protegge anche gli interessi degli altri soci, sottoscrittori e di coloro i quali acquisteranno, in futuro, azioni o quote della società.

La relazione di stima, ai sensi degli art. 2343 e 2465 c.c., deve avere come contenuto minimo:

- la descrizione dei beni o dei crediti conferiti;
- l'indicazione dei criteri di valutazione adottati;
- l'attestazione che il loro valore sia almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo.

⁹³Cfr. MIOLA M., *La stima dei conferimenti in natura e dei crediti* volume 1 del Trattato delle società per azioni diretto da COLOMBO PORTALE, Utet, 2004.

⁹⁴Cfr. PERROTTA R., *Il conferimento di azienda*, Giuffrè editore, 2005.

Con riferimento al primo degli elementi prescritti, si osserva che nella precedente formulazione era prevista, oltre che alla descrizione dei beni, anche l'esplicitazione dei valori a ciascuno di essi attribuito.

La descrizione dei beni da conferire deve consistere in un'indicazione, il più precisa possibile, dei connotati del bene oggetto di stima; questa prescrizione è finalizzata prevalentemente al successivo controllo da parte degli amministratori sulla relazione di stima e ai fini dell'eventuale sindacabilità in sede giudiziaria.

Per quanto concerne l'indicazione dei criteri di valutazione utilizzati per determinare il valore dell'azienda conferita, alcuni Autori si sono chiesti se *“sia sufficiente, nella relazione, la sola indicazione, oppure se l'esperto debba anche giustificare il o i criteri di valutazione scelti per la sua valutazione”* e hanno risolto propendendo per *“la seconda alternativa, in quanto hanno ritenuto che tanto i soci quanto il giudice – in sede di eventuale contenzioso – debbano poter verificare l'adequatezza del o dei criteri di valutazione utilizzati rispetto al bene o ai beni conferiti.”*⁹⁵

La mancanza di indicazioni circa le modalità della valutazione nel Codice Civile deve intendersi come un rinvio alla discrezionalità dell'esperto nella scelta di uno o più criteri da adottare.

Il legislatore ha accolto questa soluzione perché sarebbe stato impossibile stabilire a priori un criterio di valutazione unico ed idoneo ad ogni categoria di beni.

Il terzo elemento prescritto dell'art. 2343 c.c., ovvero che l'attestazione che il valore di quanto conferito sia almeno pari a quello attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, deriva dall'esigenza di rispettare il disposto del quinto comma dell'art. 2346 c.c., il quale prevede che in nessun caso il valore dei conferimenti può essere inferiore all'ammontare globale del capitale sociale.

⁹⁵Cfr. QUATRARO B. MAURI A, *L'aumento di capitale con conferimento di beni in natura e crediti. La relazione ex art. 2343 c.c. Contenuto la revisione di stima, le responsabilità civili e penali dell'esperto*, in Rivista dei dottori commercialisti, n. 3, 1993.

Il valore di stima costituisce il limite superiore che può essere attribuito al complesso oggetto di riferimento; *“i soci, infatti, possono decidere liberamente di attribuire al bene un valore convenzionale inferiore (ma mai superiore) a quello reale portando a riserva facoltativa o volontaria la differenza di valore”*⁹⁶.

In relazione a tale attestazione sorgono problematiche di carattere operativo che la dottrina risolve in modo non uniforme. Poiché, infatti, l'esperto terminerà il proprio elaborato prima della data fissata per l'assemblea costitutiva della società o che delibera l'aumento di capitale, egli non conoscerà ancora quale sarà il valore di emissione delle azioni o quote e, perciò, non potrebbe rilasciare alcuna attestazione. La soluzione maggiormente condivisa dalla dottrina asserisce che l'attestazione di non inferiorità possa risolversi con una *“dichiarazione di ammissibilità del conferimento a fronte di azioni emesse per un prezzo complessivo (nominale e sovrapprezzo) non superiore al valore di stima”*⁹⁷.

4.5.2 La valutazione dell'azienda conferita

Come già detto in precedenza, l'esperto è libero di scegliere i criteri di valutazione dell'azienda che ritiene più idonei; tuttavia bisogna ricordare che la relazione di stima ha il compito di tutelare l'interesse dei creditori sociali e, di riflesso, anche quello dei soci all'integrità del capitale sociale.

La precedente formulazione dell'art. 2343 c.c. richiedeva di indicare il valore attribuito ad ogni singolo bene; questa prescrizione legittimava implicitamente il ricorso a metodi di valutazione puramente patrimoniali.

Attualmente, a prescindere dal metodo valutativo prescelto, l'esperto dovrà fornire, oltre che il valore economico complessivo, anche una rappresentazione

⁹⁶Cfr. QUATRARO B. MAURI A, *L'aumento di capitale con conferimento di beni in natura e crediti. La relazione ex art. 2343 c.c. Contenuto la revisione di stima, le responsabilità civili e penali dell'esperto*, in Rivista dei dottori commercialisti, n. 3, 1993.

⁹⁷Cfr. MARCHETTI P., *Spunti sulle relazioni fra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in Giurisprudenza commerciale, n. 20, 1993.

del patrimonio aziendale che ne indichi distintamente le varie componenti. *“E ciò non tanto perché la norma prescrive che la relazione deve contenere la descrizione dei beni conferiti, quanto piuttosto per la ragione che tale patrimonio, con le sue distinte componenti, deve poi trovare iscrizione nella contabilità e nei bilanci della società destinataria.”*⁹⁸

*“La valutazione di tipo analitico-patrimoniale è necessaria, ma non sufficiente; la valutazione del capitale economico effettuata con i metodi patrimoniali deve quindi trovare integrazione e riscontro in una valutazione che tenga conto anche dell’elemento reddituale.”*⁹⁹

Attualmente la dottrina aziendalistica suggerisce il ricorso quanto meno a metodi di valutazione misti patrimoniali/reddituali.

Detti metodi pervengono a stimare il valore complessivo aziendale mediante la congiunta considerazione della consistenza patrimoniale e della futura capacità di reddito e scindono, anche formalmente, la componente patrimoniale, suddivisa nei singoli elementi componenti, dall’avviamento, valutato come grandezza autonoma¹⁰⁰.

Il perito potrebbe ricorrere anche all’utilizzo di un metodo basato su grandezze reddituali e finanziarie, operando al contempo anche una valutazione di tipo patrimoniale; in questo modo *“si otterranno due valori per la medesima combinazione produttiva: uno derivante dalla sommatoria dei suoi elementi componenti ed uno, sintetico, derivante dalla sua capacità di produrre in futuro flussi finanziari o reddituali.”*¹⁰¹

Operando in tal senso, si assume quale valore del complesso aziendale quello risultante dal metodo sintetico, utilizzando la stima patrimoniale al solo fine di assegnare ad ogni elemento patrimoniale il proprio valore.

⁹⁸ Cfr. POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2009.

⁹⁹ Cfr. PERROTTA R. GAREGNANI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè editore, 2005.

¹⁰⁰ Cfr. ZANDA, LACCHINI, LAGHI, *Conferimenti aziendali ed eventuale iscrivibilità in bilancio dell’avviamento e dei beni immateriali: una nota critica*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. settembre-ottobre, 2005.

¹⁰¹ Cfr. SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè editore, 2005.

L'eventuale maggior valore risultante dalla stima del capitale economico effettuata con metodo misto o sintetico rispetto a quello determinato con il metodo patrimoniale, va assegnata a beni immateriali che non hanno una rappresentazione contabile nel bilancio della conferente e all'avviamento.

Nel caso contrario, il perito potrà sia svalutare il valore di tutti o alcuni beni immateriali già inclusi nel bilancio della conferitaria, sia limitare o evitare del tutto la rivalutazione di alcuni beni.

4.5.3 Ipotesi da assumere nella valutazione

L'esperto, ai fini della stima del valore dell'azienda da conferire, deve formulare una serie di ipotesi circa il futuro svolgimento della gestione.

Nel caso di conferimento in società preesistente, la problematica principale che si pone all'attenzione del perito è se la valutazione dell'azienda da conferire debba o meno considerare nella stima dei flussi reddituali o finanziari le sinergie che si verranno a creare con il complesso di destinazione.

La dottrina, come nel caso della fusione, predilige una valutazione di tipo *stand alone*; tale configurazione di capitale, infatti, è l'unica a rispondere alle finalità della perizia ex art. 2343 e 2464 c.c., la cui funzione è soprattutto quella di assicurare l'effettiva copertura dell'aumento di capitale sociale.

Sul punto è stato osservato che: *“il considerare anche l'eventuale plusvalore derivante dall'integrazione con la società conferitaria significherebbe attribuirle un valore di avviamento superiore, formato anche da parte degli utili attesi dal complesso unificato. Ne conseguirebbe l'imputazione al capitale della società conferitaria di un valore largamente incerto e non ancora dimostrato.”*¹⁰²

¹⁰²Cfr. SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè editore, 2005.

4.6 Conferimento d'azienda in società preesistente

Se il conferimento avviene in una società preesistente, anche quest'ultima è soggetta a valutazione. Poiché, infatti, il corrispettivo da attribuire al conferente è costituito da azioni o quote emesse dalla conferitaria, occorre che a tali beni venga attribuito un valore.

La società conferitaria effettuerà un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione per i vecchi soci; il legislatore ha tutelato in questo modo l'interesse della società ad ottenere un particolare conferimento in natura. I vecchi soci subiranno di conseguenza una diluizione della loro quota di partecipazione al capitale sociale a beneficio del soggetto che conferisce il bene.

A fronte di tale riduzione dei diritti amministrativi, quelli patrimoniali restano immutati; l'art. 2441 comma 6 c.c.¹⁰³ infatti impone che le nuove azioni vengano emesse ad un prezzo che non coincide con il valore nominale del capitale, ma con quello corrente del patrimonio aziendale.

Per determinare l'aumento del capitale sociale e per quantificare il sovrapprezzo azioni, occorrerà quindi effettuare due distinte valutazioni: ad opera dell'esperto per quanto riguarda l'azienda conferita e ad opera degli amministratori della stessa per la società conferitaria.

¹⁰³ Comma 6 art. 2441 c.c. "Le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma del presente articolo, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La relazione deve essere comunicata dagli amministratori al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea. Entro quindici giorni il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Il parere del collegio sindacale e la relazione giurata dell'esperto designato dal Tribunale nell'ipotesi prevista dal quarto comma devono restare depositati nella sede della società durante i quindici giorni che precedono l'assemblea e finché questa non abbia deliberato; i soci possono prenderne visione. La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre".

A differenza dell'operazione di fusione in cui assume rilevanza, ai fini della determinazione del capitale sociale, non tanto il valore assoluto delle società coinvolte ma quello relativo, nell'operazione di conferimento assume anche particolare importanza il valore economico attribuito all'azienda conferita in quanto quest'ultimo misura l'incremento del patrimonio netto della conferitaria.

Il raffronto tra i valori economici delle società coinvolte è funzionale, invece, alla ripartizione di detto incremento tra capitale sociale e sovrapprezzo.

4.7 *Casi di esenzione della relazione di stima*

Con il D.lgs. 148/2008 attuativo della Direttiva europea 2006/68/CE nel nostro Codice Civile (art. 2343 ter. C.c.) sono state introdotte tre ipotesi di esenzione dell'obbligo della relazione di stima dei conferimenti. L'intento del legislatore è quello di semplificare l'iter dell'operazione nel caso in cui si abbia già un'attendibile riferimento per la stima di quanto si vuole conferire.

Il secondo comma dell'art. 2343 ter. C.c. sancisce che: “ *non è richiesta la relazione di cui all'art 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti, diversi da quelli di cui al primo comma, corrisponda:*

- *al valore equo ricavato da un bilancio approvato da non oltre un anno, purchè sottoposto a revisione legale a condizione che la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero*
- *al valore equo risultante dalla valutazione, precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, effettuata da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento e dalla società e dotato di adeguata e comprovata professionalità.”*

Questa disposizione presenta numerose espressioni che hanno creato dubbi e incertezze interpretative; le principali problematiche riguardano:

- cosa debba intendersi per valore equo. Alcuni giuristi hanno sottolineato che il concetto di valore equo non è perfettamente sovrapponibile a quello di *fair value* previsto dai principi contabili internazionali. Secondo tali autori, è equo ogni valore che rispetti le norme applicabili ai bilanci della conferente. Altri ancora ritengono che il valore equo sia il valore di scambio;

- partendo dalla considerazione che il bilancio di esercizio, anche se redatto applicando i principi internazionali, non è idoneo a rappresentare il valore economico aziendale, è evidente che la prima ipotesi prevista dal legislatore si riferisca al conferimento di singoli beni;
- cosa debba intendersi per bilancio approvato;
- per quanto riguarda il secondo punto i requisiti che deve avere l'esperto autore della perizia.

CAPITOLO V

Le attestazioni degli esperti richieste dalla Legge Fallimentare

5.1 Introduzione

La riforma della Legge Fallimentare¹⁰⁴ ha modificato nettamente la fisionomia e le caratteristiche delle procedure concorsuali; è stata favorita la composizione negoziale delle situazioni di disequilibrio economico/finanziario delle imprese con la previsione di una serie di strumenti di regolazione della crisi orientati alla conservazione e al recupero dell'azienda.

Il legislatore ha favorito il ricorso a strumenti stragiudiziali di risoluzione della crisi di impresa, lasciando spazio all'autonomia privata nella gestione della crisi stessa.

Un ruolo di primaria importanza è stato attribuito al professionista che, con la sua competenza e professionalità, è chiamato – a vario titolo nelle diverse procedure previste dal legislatore – a fornire un contributo giuridico-aziendale decisivo per il superamento delle difficoltà economiche e finanziarie che coinvolgono l'imprenditore.

Gli strumenti a disposizione dell'imprenditore per la risoluzione delle situazioni di crisi sono i seguenti:

- il piano attestato di risanamento previsto dall'art 67 comma 3 lettera d) L.F.;

¹⁰⁴ Cfr. La riforma è stata attuata in più tempi: anzitutto la legge n. 80/2005, di conversione del c.d. “decreto competitività”, con la quale sono stati riformulati i profili della disciplina del risanamento e dell'azione revocatoria. È seguito il D. Lgs. N. 5/2006, con il quale sono stati riformati ulteriori profili della disciplina. Successivamente è intervenuto il D. Lgs. 169/2007 (c.d. decreto correttivo), con il quale sono stati apportati miglioramenti ulteriori al testo di legge. Da ultimo la legge n. 122/2010 che ha inciso prevalentemente sugli accordi di ristrutturazione dei debiti.

- l'accordo di ristrutturazione dei debiti disciplinato dall'art 182 L.F.;
- il concordato preventivo disciplinato dagli art. 160 e ss L.F. .

Oltre alle suddette opzioni, nel contesto del fallimento, ritroviamo il concordato fallimentare.

Il piano attestato di risanamento, previsto dall'art. 67 comma 3 lettera d) della Legge Fallimentare, stabilisce che *“non sono soggetti ad azione revocatoria: (...) gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse sui beni del debitore, purchè posti in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria e la cui ragionevolezza sia attestata da un professionista iscritto nel registro dei revisori contabili e che abbia i requisiti previsti dall'art. 28 lettera a) e b) ai sensi dell'articolo 2501 bis quarto comma c.c.”.*

L'istituto dei piani attestati è stato introdotto dal legislatore per facilitare il raggiungimento di accordi tra i creditori e le imprese in disequilibrio, che possano consentire il superamento della crisi.

Il suddetto istituto, infatti, nell'eventualità di un successivo fallimento, assicura stabilità ad atti, pagamenti e garanzie concessi sui beni del debitore, purché:

- questi siano compiuti in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa ed assicuri il riequilibrio della sua situazione finanziaria;
- la ragionevolezza del piano sia attestata da un professionista.

L'obiettivo del *“risanamento dell'esposizione debitoria”* è da intendere nel senso dell'equilibrata composizione patrimoniale dell'impresa; ciò si verifica quando c'è un adeguato rapporto qualitativo e quantitativo tra le attività, le passività ed i mezzi propri.

“La situazione finanziaria, invece si presenta concetto di più articolata portata, infatti è condizione da definirsi, in economia aziendale in via prospettica. Si tratta, pertanto, di apprezzare se i flussi finanziari, in entrata ed in uscita,

derivanti non solo dai rapporti in essere, ma altresì da quelli di futura formazione siano, per ammontare e scadenze, adeguatamente correlati.”¹⁰⁵

L'accordo di ristrutturazione dei debiti è disciplinato dall'art 182 bis L.F. e, per i suoi effetti, dall'art 67 terzo comma lettere e). Con tale disciplina, la legge ha voluto parimenti concedere un'esenzione da revocatoria ad atti, pagamenti e garanzie effettuate a fronte di un accordo stipulato con tanti creditori che rappresentano almeno il sessanta per cento dell'ammontare totale dei crediti.

L'accordo deve essere corredato dalla relazione dell'esperto avente ad oggetto l'attuabilità dello stesso, con particolare riferimento all'idoneità di quest'ultimo ad assicurare il regolare pagamento ai creditori non aderenti. Per ottenere l'esenzione dell'azione revocatoria, l'accordo deve essere omologato dal Tribunale prima della sua esecuzione.

L'esperto, ovvero un professionista iscritto nel registro dei revisori contabili ed in possesso dei requisiti dell'art. 28 comma 1 lettera a) e b), anche in questo caso, svolge un ruolo di primo piano in quanto deve attestare la *“attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei”*¹⁰⁶, *“la qual cosa implica, ancora, sia un giudizio di idoneità astratta dell'accordo e del piano a consentire il ripristino di condizioni di normale solvibilità del debitore, sia un giudizio di realizzabilità in concreto, la qual cosa implica che i dati di partenza siano corretti e che le ipotesi previsionali siano ragionevoli.*”¹⁰⁷

Una parte maggioritaria della dottrina sostiene che gli accordi e i piani siano due istituti molto simili. Infatti, anche se i primi sono strumenti giuridicamente regolamentati, mentre i secondi sono strumenti privatistici, *“non ci sono ne piani, ne accordi se non ci sono patti e quindi convenzioni con i creditori finanziatori”*¹⁰⁸.

¹⁰⁵Cfr. DI CARLO A., *Riflessioni sui piani attestati e relazione del professionista*, in RIEREA, novembre-dicembre, 2007.

¹⁰⁶ Art. 182 bis L.F.

¹⁰⁷Cfr. *Linee guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, CNDCEC Assonime e Università di Firenze.

¹⁰⁸Cfr. LA CROCE G., *Il ruolo del professionista come consulente, come commissario giudiziale, come curatore fallimentare*, seminario SAF del CNDCEC 6/2009.

Il concordato preventivo è regolato dagli art. 160 e seguenti della Legge Fallimentare. La finalità di questo istituto consiste nella risoluzione e nel superamento dello stato di crisi, privilegiando accordi di natura privatistica. Il presupposto oggettivo per l'accesso alla procedura è lo stato di crisi che comprende un'ampissima fascia di situazioni: dalle mere condizioni di difficoltà, che si ripercuotono solo sulla prospettiva di una regolare continuità di gestione dell'impresa, sino allo stato di insolvenza.

Il presupposto soggettivo, attualmente, è la sola qualità di imprenditore commerciale organizzato in forma individuale o collettiva; in passato, questo strumento era accessibile ai soli debitori meritevoli.

La proposta di concordato può prevedere:

- la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma compresi la cessione dei beni, l'accollo o altre operazioni straordinarie;
- l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito;
- la suddivisione dei creditori in classi secondo posizioni giuridiche e interessi economici omogenei e con trattamenti differenziati tra i creditori appartenenti a classi diverse;
- che i creditori muniti di diritto di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purché il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione;
- l'attribuzione delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato ad un assuntore.

L'iniziativa del debitore, unico legittimato, si apre con il deposito, presso il Tribunale in cui ha sede principale l'impresa, di un ricorso contenente:

- una relazione aggiornata sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa;

- uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione;
- l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore;
- il valore dei beni e i creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili;
- il piano e la documentazione di cui ai commi precedenti devono essere accompagnati dalla relazione di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lettera d), L.F. che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo.

Il concordato fallimentare è una causa legale di cessazione del fallimento: si tratta, cioè, di uno strumento diretto a realizzare, nel rispetto del principio della *par condicio*, il soddisfacimento dei creditori mediante l'omologazione giudiziale di un accordo.

La proposta di concordato può essere presentata da uno o più creditori o da un terzo o dal fallito, purché sia trascorso un anno dalla dichiarazione di fallimento e purché non siano decorsi due anni dal decreto che rende esecutivo lo stato passivo.

Ai sensi dell'art. 124 della L.F. la proposta, come nel caso di concordato preventivo, può prevedere:

- la suddivisione dei creditori in classi e trattamenti differenziati tra i creditori appartenenti a classi diverse;
- la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma;
- che i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purché il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione indicato nella

relazione giurata di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lett. d) designato dal Tribunale.

Le difficoltà dell'incarico per il professionista, nell'ambito dei suddetti istituti, sono principalmente dovute al fatto che esso è chiamato a svolgere un'attività di *due diligence* o verifica su informazioni prospettiche che sono il frutto di proiezioni e attese future degli amministratori di un'azienda in crisi; tutto ciò avendo tempi, in genere, molto ristretti.

5.2 Individuazione dei principi applicabili dal professionista

Nel contesto italiano sono rinvenibili solo i principi di revisione contabile o *auditing*, mentre non sono stati emanati i principi che nel contesto internazionale e americano regolano le altre situazioni in cui è possibile per un revisore assumere un incarico di attestazione o *assurance*¹⁰⁹.

Una definizione generale dell'incarico di *assurance* è fornita nel documento introduttivo ai principi contabili internazionali ossia nell'*International Framework for Assurance Engagement*. In questo tipo di incarico lo scopo del revisore è quello di valutare l'oggetto di controllo, la cui responsabilità compete ad un'altra parte facendo riferimento a criteri adeguati mediante una metodologia sistematica indipendente dalla natura dell'oggetto di controllo, che richiede conoscenze specialistiche e capacità di base, finalizzate alla raccolta e alla valutazione delle evidenze a supporto delle conclusioni raggiunte e ad esprimere sul medesimo argomento una conclusione che fornisca all'utilizzatore finale un determinato livello di *assurance*.

Il *Framework* prevede due livelli di attestazione: nel primo il revisore assume l'incarico di *reasonable assurance* ed esprime il giudizio in una "*positive form of expression*"¹¹⁰ in quanto ha avuto a disposizione tutti gli elementi considerati indispensabili per potersi esprimere; nel secondo il revisore assume l'incarico di *limited assurance* ed esprime il giudizio in una "*negative form of expression*"¹¹¹ in quanto non ha avuto a disposizione tutti gli elementi necessari per potersi esprimere.

Come già sottolineato il professionista deve compiere un'attività di verifica su informazioni prospettiche. Il rischio di attestazione di informazioni

¹⁰⁹ Cfr. La definizione di servizi di attestazione è rinvenibile nel Principio di revisione nazionale n. 100; tuttavia tali servizi non sono regolamentati.

¹¹⁰ Cfr. In questo caso il giudizio potrà essere del tipo: "Il documento è redatto in coerenza con i principi di riferimento".

¹¹¹ Cfr: in questo caso il giudizio potrà essere del tipo: "Sulla base del nostro limitato lavoro sopra descritto nulla è venuto alla nostra attenzione che faccia ritenere che il documento sottopostoci non sia preparato in tutti i suoi aspetti rilevanti secondo i principi di riferimento".

finanziarie prospettiche è definito dal AT Section 301 come *“the risk that the practitioner may unknowingly fail to appropriately modify his or her examination report on prospective financial statements that are materially misstated, that is, that are not presented in conformity with AICPA presentation guidelines or have assumptions that do not provide a reasonable basis for management's forecast, or management's projection given the hypothetical assumptions. It consists of (a) the risk (consisting of inherent risk and control risk) that the prospective financial statements contain errors that could be material and (b) the risk (detection risk) that the practitioner will not detect such errors”*.

Come si può evincere dalla definizione, il rischio legato alle *Prospective Financial Information* è definito in modo coerente con il più generale rischio di revisione.

Dall’emanazione della riforma della Legge Fallimentare, sono stati condotti numerosi studi per cercare di individuare dei principi di comportamento che possano guidare il professionista in situazioni di crisi di impresa.

Tra i più autorevoli, è necessario citare:

- il *“Protocollo piani di risanamento e ristrutturazione; relazione del professionista: profili organizzativi e principi di comportamento nell’ambito delle procedure di concordato preventivo, accordo di ristrutturazione dei debiti, piano di risanamento attestato”* (di seguito *“Protocollo”*) elaborato dal *“Gruppo di lavoro decreti competitività”* del Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti nel 2006;
- le *“Linee guida per il finanziamento delle imprese in crisi”*, (di seguito *“Linee Guida”*) redatte nel 2008 da Assonime in collaborazione con l’Università di Firenze e il CNDCEC;
- le *“Osservazioni sul contenuto delle relazioni del professionista nella composizione negoziale della crisi di impresa”* (d’ora in poi *“Osservazioni”*), emanate dalla Commissione di studio crisi e risanamento di impresa del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) nel 2009.

Il gruppo di lavoro del “Protocollo”, per quanto concerne i principi guida da utilizzare nella fase di accertamento e verifica dei dati aziendali, afferma che *“da quanto emerso dalle prime esperienze professionali e dalla giurisprudenza non si ricavano indicazioni univoche; prevale il ricorso a criteri plurimi ed anche molto diversi, tra cui sia i principi di controllo contabile come quelli della valutazione aziendale”*.

La conclusione alla quale si arriva è che né i principi di revisione, né i criteri utilizzati per la valutazione del capitale economico sono idonei, in termini assoluti, ai necessari accertamenti e verifiche in considerazione:

- *“dell’ampiezza che caratterizza entrambe le forme di controllo, incompatibile con i tempi a disposizione del professionista per la predisposizione della relazione;*
- *della conoscenza o conoscibilità limitata da parte del professionista;*
- *del perimetro di azione del professionista limitati ai dati del piano e alla documentazione di cui all’art. 161 L.F.”.*

Ciò nonostante, il gruppo di lavoro fornisce un elenco di attività che devono essere svolte per giungere al giudizio di veridicità dei dati aziendali e della fattibilità del piano.

Il documento “Osservazioni” conferma le valutazioni del gruppo di lavoro del “Protocollo” in quanto afferma che *“nessuna disposizione della novella e tanto meno del successivo decreto correttivo specifica anche solo in modo sintetico quali siano le condizioni ovvero i contenuti minimali che devono caratterizzare le relazioni di accompagnamento agli strumenti di composizione della crisi d’impresa, ne del pari sono noti i principi che devono guidare il professionista nella predisposizione delle suddette relazioni”*.

Lo scopo del secondo documento elencato, ovvero “Linee guida per il finanziamento alle imprese in crisi”, è quello di fornire delle “best practice” che possano aumentare il grado di sicurezza delle operazioni di finanziamento di imprese in crisi.

Il documento è diviso in due parti: la prima è dedicata al finanziamento delle imprese in crisi, la seconda tratta il finanziamento delle imprese in procedura ovvero concordato preventivo e fallimentare.

Le Linee Guida, pur partendo da un presupposto comune con gli altri due documenti¹¹², giungono ad una conclusione sensibilmente diversa in quanto, per la prima volta, si fa esplicito riferimento anche ai principi internazionali; più precisamente si afferma che *“l’attestatore perverrà ad un simile giudizio (sulla logicità e ragionevolezza delle analisi e delle previsioni) dopo aver espletato tutte le attività ritenute nella prassi necessarie per la verifica dei dati previsionali, applicando per quanto possibile qualificati standard professionali. Di particolare rilevanza appaiono le indicazioni contenute nell’ISAE 3400 The examination of prospective financial information”*.

¹¹²Si afferma che“ la legge non disciplina alcun profilo relativamente al contenuto del piano. In particolare, nulla si dice in ordine a come il piano debba essere predisposto e quale debba essere il suo contenuto per poter essere attestato dal professionista.”

5.3 *Il professionista: requisiti*

Prima del D. Lgs. 169/2007 (c.d. “decreto correttivo”), la Legge Fallimentare presentava numerose criticità riguardo la figura del professionista, tra le quali spiccavano:

- l’art. 161 L.F. che prevedeva che la domanda di concordato preventivo fosse accompagnata dalla relazione di un professionista di cui all’art. 28; tuttavia tale articolo dispone che non può essere nominato curatore fallimentare il creditore del fallito. Da ciò sembrava conseguire che anche il professionista del debitore concordatario non poteva essere incaricato di predisporre la relazione ex art. 161;
- l’ex art. 182 bis L.F. che subordinava l’omologazione dell’accordo di ristrutturazione dei debiti alla redazione di una relazione sull’attuabilità da parte di un esperto. La legge, a differenza di quanto previsto per i piani attestati e per il concordato preventivo, taceva sui requisiti professionali che l’esperto doveva avere.

Con l’evidente intento di uniformare i requisiti dei soggetti abilitati ad attestare la “ragionevolezza” del piano di risanamento cui fa riferimento l’art 67 L.F., “la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano” proposto con la domanda di concordato preventivo e “l’attuabilità e l’idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei” dell’accordo di ristrutturazione dei debiti, il D. Lgs. 169/2007 modificava il terzo comma, lettera d), dell’art. 67, il terzo comma dell’art. 161 ed il primo comma dell’art 182bis L.F., nonché gli art. 124 e 160 L.F., in modo tale da abilitare alla redazione di tutte le predette relazioni i soli professionisti iscritti nel registro dei revisori contabili ed in possesso dei requisiti dell’art. 28 comma 1 lettera a) e b) L.F.¹¹³.

¹¹³ Art. 28. Requisiti per la nomina a curatore. Possono essere chiamati a svolgere le funzioni di curatore: a) avvocati, commercialisti, ragionieri e ragionieri commercialisti; b) studi professionali associati o società tra professionisti, sempre che i soci delle stesse abbiano i requisiti professionali di cui alla lettera a).

L'attuale normativa lascia dei dubbi interpretativi in quanto gli art. 182 bis e 161 L.F. richiamano i soli requisiti del professionista previsti dall'art. 67 L.F., ma non anche il comma quarto dell'art. 2501 bis e conseguentemente l'art. 2501 sexies. *“Sta’ di fatto, però, che il decreto correttivo, avendo uniformato i requisiti soggettivi dell’esperto nelle tre fattispecie ha per un verso delimitato il richiamo all’art. 2501 bis ai soli profili oggettivi dei criteri redazionali della relazione e per altro verso ha reso irragionevole un difforme trattamento dell’esperto sul piano della responsabilità civile nelle tre fattispecie¹¹⁴”*.

Ulteriore interrogativo che dottrina e giurisprudenza si sono posti è se il professionista che attesta la fattibilità del piano di concordato possa redigere anche la relazione giurata sull'incapienza dei beni su cui insistono diritti di prelazione ai sensi dell'art. 160 L.F..

Non vi è alcuna esplicita previsione su una simile incompatibilità, le due norme prevedono i medesimi requisiti soggettivi.

La giurisprudenza solo una volta si è espressa nel senso dell'incompatibilità tra le due cariche¹¹⁵, anche se, nel caso esaminato, l'incompatibilità denunciata non era che uno dei problemi della domanda di concordato, carente secondo il Tribunale da diversi punti di vista.

Parte della dottrina¹¹⁶ sostiene che *“la consistenza dei due ruoli in capo alla medesima persona fisica è in grado di imporre, mediante la tensione tra questi due obiettivi e mediante l'incrocio delle due prospettive (nel redigere le relazioni il professionista ha interessi divergenti, nella relazione dell'art. 160 egli ha interesse ad indicare valori dei beni più alti possibili, al contrario nella relazione art. 161, il professionista, per limitare la sua responsabilità tenderà ad avere una visione quanto meno cauta) l'individuazione del valore più prossima al vero”*

¹¹⁴Cfr. S. FORTUNATO, *La responsabilità civile del professionista nei piani di sistemazione delle crisi di impresa*, in *Il fallimento*, n. 8, 2009.

¹¹⁵ Tribunale di Piacenza 1 luglio 2008 Pres. Bersani.

¹¹⁶ Cfr. ZORZI A. in *La relazione giurata del professionista ex art. 160 L.F.*, in *Il fallimento*, n. 5, 2010.

Ulteriore aspetto su cui la giurisprudenza si è più volte pronunciata è se il professionista incaricato delle varie attestazioni/stime sia qualificabile come pubblico ufficiale.

Il Tribunale di Torino, con sentenza n.54 del 31 marzo 2010, ha asserito che il professionista non è qualificabile come pubblico ufficiale per due ordini di argomentazioni. Il Tribunale affronta, anzitutto, la posizione del professionista considerandone la nomina e la dipendenza funzionale; il Giudice afferma che *“il professionista è legato da un rapporto di fiducia con l'imprenditore che lo ha nominato scegliendolo a preferenza di altri, circostanza questa che (involgendo in qualche misura una dipendenza funzionale da una parte processuale) di per sé rende ardua l'assimilazione al pubblico ufficiale”*. Il secondo ordine di argomentazione si fonda su una valutazione della disciplina del professionista nella novellata Legge Fallimentare. Con il “Decreto correttivo” è venuta meno l'uguaglianza dei requisiti tra professionista attentatore e curatore in quanto l'art. 67 L.F. non rinvia in toto all'art. 28 (“Requisiti per la nomina a curatore”) ma solo alle lettere a) e b).

Nel delineare per la figura del professionista una disciplina meno rigorosa e garantista rispetto a quella del curatore, il Legislatore avrebbe manifestato l'intenzione di non porre in capo a tale soggetto l'assolvimento di alcuna funzione di garanzia in senso pubblicistico¹¹⁷.

La sentenza richiama anche la pronuncia n. 22927/09 della Corte di Cassazione Civile, nella quale si afferma che *“è di tutta evidenza che lo svolgere le funzioni di curatore è qualcosa di assolutamente diverso rispetto al semplice redigere una relazione per conto di una società che richiede l'ammissione ad un concordato preventivo (...) il curatore ricopre la funzione di pubblico ufficiale incaricato della gestione del patrimonio del fallito, mentre il professionista è soltanto un privato che effettua una prestazione professionale per conto di un imprenditore non ancora sottoposto ad alcuna procedura concorsuale”*.

¹¹⁷ Cfr. LANZI M., *Il professionista incaricato della relazione per l'ammissione al concordato preventivo non è pubblico ufficiale*, in *Il fallimento*, n. 12, 2010.

5.3.1 Indipendenza e terzietà del professionista

Di fondamentale importanza è la distinzione tra la predisposizione del piano e la sua attestazione. La documentazione prevista dagli art. 182 bis, 161 e 67 L.F. è in teoria predisposta dall'imprenditore, il quale può essere coadiuvato da un consulente o da una società di consulenza. Questa figura non è né necessaria, né prevista dalla legge. In ogni caso, l'adozione del piano deve essere deliberata dall'organo amministrativo che ne è anche responsabile.

Gli istituti previsti dai suddetti articoli producono i loro effetti solo ed esclusivamente se sono accompagnati da una attestazione di un professionista che abbia i requisiti analizzati nel precedente paragrafo.

L'attestazione dell'esperto è uno strumento a tutela dei creditori in quanto essi vedono depauperato (o destinato alla soddisfazione prioritaria di alcuni soltanto dei creditori) il patrimonio dell'imprenditore senza la possibilità di esercitare successivamente l'azione revocatoria per ricostruire il patrimonio del debitore.

Nelle *“Linee guida”* si afferma che l'esperto deve porsi in una posizione di indipendenza e terzietà tanto dall'imprenditore, quanto dai creditori *“in maniera analoga e ancor più rigorosa di quanto richiede l'art. 28, comma 3, per l'indipendenza del curatore”*.

La finalità del suddetto documento è quello di suggerire prassi virtuose e comportamenti che, pur non essendo imposti dalla legge, aumentano il grado di sicurezza dell'operazione.

Il tema dell'indipendenza dell'attestatore è trattato dalla *“best practice”* n. 2 intitolata *“Indipendenza e terzietà del professionista e tempestività del suo intervento”*. Si afferma che *“il professionista non deve trovarsi in una delle situazioni di incompatibilità previste per le società di revisione che svolgono attività di revisione contabile delle società quotate (art. 160 TUF), rispetto all'impresa e a coloro che beneficiano delle esenzioni da revocatoria in base al piano, e comunque rispetto ai principali creditori. È opportuno che il professionista, pur potendo già intervenire nella fase di redazione del piano al fine di acquisire le necessarie informazioni, sia soggetto diverso dal consulente”*.

In senso contrario si sono espressi alcuni autori e delle sentenze della Corte di Cassazione; più precisamente il Demarchi,¹¹⁸ con specifico riferimento ai piani attestati, afferma che *“non vi è alcuna necessità di tutela dei creditori, perché il piano non può comportare, senza consenso, il pregiudizio alcuno. Il piano è un atto gestionale che deve perseguire il risanamento dell’impresa senza alcuna possibilità di incidere unilateralmente sui diritti dei creditori e dei terzi, in generale. Ogni eventuale sacrificio dei creditori avviene su base volontaria, per cui non c’è l’esigenza, che si avverte invece nelle procedure concorsuali, di protezione dei creditori, che devono sopportare delle limitazioni ai propri diritti imposte dalla maggioranza. Tanto più che la violazione dei doveri di verità e diligenza da parte del professionista, oltre che a comportare la sua personale responsabilità, provoca il venir meno dell’ombrello protettivo, dato che in sede di azione revocatoria il giudice può senza dubbio verificare la sussistenza dei requisiti di verità, idoneità e ragionevolezza del piano”*.

La Corte di Cassazione, in due diverse pronunce¹¹⁹, ha ribadito che *“l’unico requisito necessario per il professionista che redige la relazione è quello di essere iscritto nel registro dei revisori contabili ed avere i requisiti di cui all’art. 28 lettera a) e b) L.F.”*, escludendo quindi l’applicazione del terzo comma del medesimo articolo che tratta dell’indipendenza del curatore. Tuttavia essa ha precisato che la posizione del professionista deve comunque essere caratterizzata da una “terzietà” non meglio specificata, anche se evidentemente non coincidente con quella del terzo comma dell’art. 28 L.F..

Con le citate pronunzie, *“la Corte di Cassazione finisce, per implicito, col riconoscere che il giudice chiamato a verificare i presupposti di ammissibilità del concordato preventivo può e deve verificare anche i requisiti di capacità e di terzietà del professionista attentatore”*.¹²⁰

¹¹⁸ Cfr. DEMARCHI P., *I piani di risanamento ex art. 67 Legge Fallimentare*, documento n. 189, 2010 il caso.it.

¹¹⁹ Sentenze 2706/2009 e 22927/2009.

¹²⁰ Cfr. CELENTANO P., *I requisiti del professionista che attesta i piani concordatari*, in *Il fallimento* n.7, 2010.

5.4 **Contenuto della relazione attestativa. Introduzione**

Il professionista è chiamato rispettivamente a:

- attestare la ragionevolezza di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria nel piano di risanamento previsto dall'art. 67 L.F. ;
- redigere una relazione sull'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei nell'accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 182 bis L.F.);
- attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano contenuto nella proposta di concordato preventivo.

La dottrina si è interrogata sulla possibilità di delineare un contenuto unitario della prestazione dovuta dall'esperto. Le tre tipologie di sistemazione della crisi, almeno da un punto di vista letterale, si differenziano notevolmente, tuttavia *“un dato comune è che il professionista è chiamato a compiere un giudizio prognostico ex ante sugli elementi previsti dai piani o dagli accordi. Idoneità, attuabilità e fattibilità diventano allora espressioni sostanzialmente equivalenti”*.¹²¹

¹²¹ Cfr. FORTUNATO S., *La responsabilità civile del professionista nei piani di sistemazione delle crisi di impresa*, in *Il fallimento*, n. 8, 2009.

5.5 La relazione del professionista in caso si concordato preventivo

La relazione attestativa di cui all'art. 161 L.F. è a fornire informazioni sulla serietà della proposta di concordato, prima al Tribunale nel giudizio di ammissibilità e secondariamente ai creditori. La finalità è quella di impedire che al concordato preventivo vengano ammesse imprese che non saranno in grado di adempiere alle obbligazioni assunte verso i creditori.

La relazione ha sostituito il deposito delle scritture contabili che era previsto dalla normativa previgente, così come la consulenza tecnica d'ufficio che il Tribunale spesso ordinava per accertare la sussistenza dei presupposti per l'ammissione al concordato preventivo.

L'art. 161 L.F. non contiene elementi utili per identificare una procedura, un metodo, dei principi o un approccio operativo per effettuare le verifiche necessarie per le attestazioni richieste.

Alcuni autori,¹²² tra cui il Misino, sostengono che questa mancanza sia dovuta alla circostanza che la relazione del professionista è strettamente legata e dipendente dal piano presentato dal debitore e, pertanto, la relazione sarà tanto più complessa ed articolata quanto più sarà elaborato il piano.

5.5.1 La veridicità dei dati aziendali

La prima attestazione richiesta al professionista è la “veridicità dei dati aziendali”, in cui per “dato aziendale” bisogna intendere tutte le informazioni di natura contabile e non su cui si basa il piano.

Utilissimo ai fini della suddetta verifica è il punto B.5. del “*Protocollo*” intitolato “*Controlli e verifiche da effettuare in sede di accertamento della veridicità dei dati aziendali*”.

¹²² Cfr. MISINO V. – ZIVELONGHI C., *La relazione del professionista nel concordato preventivo*, in Finanza e controllo, n.1, 2007.

Questo documento asserisce che l'asservazione sulla veridicità dei dati aziendali rappresenta una condizione prodromica e strumentale alla formulazione di un giudizio in merito alla fattibilità del piano, il quale, essendo un programma di sviluppo, deve fondarsi su dati veritieri il più possibile affidabili ed adeguati.

In particolare, al fine di attestare la veridicità dei dati aziendali, il professionista dovrà *“procedere ad un’analisi della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo, consistente nella verifica della corrispondenza dei dati contenuti nel piano e nella documentazione (...) alle risultanze delle scritture contabili, fornendo al tempo stesso una corretta rappresentazione da un lato della situazione finanziaria patrimoniale ed economica del debitore e dall’altro degli elementi utilizzati per la predisposizione del piano di ristrutturazione”*.

Tuttavia, il documento specifica che *“la corrispondenza alla documentazione non circoscrive la verifica al mero riscontro formale del dato nella contabilità”*, in quanto gli indirizzi prevalenti esigono *“un serio e resocontato riscontro dei criteri utilizzati dal professionista per pervenire all’attestazione”*.

Il documento *“Osservazioni”* conferma la tesi sostenuta dal *“Protocollo”* e, infatti, afferma che *“l’attestatore non può limitarsi ad una semplice spiegazione, anche se in forma organica e coerente del piano, ma deve illustrare sia i risultati della verifica effettuata sulle scritture contabili del debitore sia le conclusioni raggiunte, in modo tale che la propria relazione contenga un quid pluris, rappresentato per l’appunto dall’attestazione della veridicità dei dati aziendali che, coinvolgendo elementi oggettivi, va ben oltre un atto di fede fondato su una semplice analisi formale della documentazione esaminata.”*

Nei principi di comportamento, con riferimento all’esame della documentazione allegata al ricorso per l’ammissione alla procedura di concordato preventivo, il *“Protocollo”* stabilisce che il professionista dovrà procedere:

a) alla verifica a campione della corrispondenza fra i dati contenuti nella situazione patrimoniale, economica e finanziaria allegata al ricorso di concordato preventivo e le risultanze delle scritture contabili, nonché all'accertamento dell'effettiva sussistenza delle ragioni che giustificano l'iscrizione dei dati medesimi.	Tra le attività di verifica del punto a) il documento esplicitamente indica: ▪ il riscontro fisico e contabile delle immobilizzazioni tecniche; ▪ la verifica dell'esistenza fisica delle giacenze di magazzino; ▪ la verifica della effettiva sussistenza e consistenza della cassa (in senso materiale), tramite la sua ricostruzione a ritroso, tenendo conto dei movimenti in entrata ed in uscita nel frattempo intervenuti; ▪ l'analisi delle schede di mastro relative ai fornitori, ai clienti ed agli istituti di credito, anche mediante una conferma esterna di controparte del saldo dovuto, dei suoi accessori e dell'esistenza di contestazioni; ▪ il controllo delle fatture emesse e di quelle ricevute anche sulla base di una verifica incrociata con gli interessati volta a confermare l'effettiva sussistenza e consistenza della posizione creditoria/debitoria nei confronti del cliente/fornitore; ▪ l'accertamento dell'esistenza e della consistenza dei saldi contabili relativi ai rapporti intrattenuti con i vari istituti di credito, anche mediante il controllo degli estratti di conto corrente di corrispondenza o di altri aggiornati documenti riepilogativi forniti dalle banche a seguito di esplicita richiesta del professionista attentatore; ▪ la verifica presso l'anagrafe tributaria e gli istituti previdenziali di eventuali carichi tributari pendenti per omessi versamenti; ▪ l'esistenza e la verifica della corretta rappresentazione contabile dei principali contratti in essere e delle garanzie ricevute da terzi e rilasciate a favore di terzi; ▪ la verifica della corretta determinazione delle imposte di competenza dell'esercizio; ▪ la verifica del contenzioso e dei metodi di valutazione delle poste influenzate dal suo andamento.
---	---

b) sulla base dello stato analitico ed estimativo delle attività e dell'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione.	Tra le attività di verifica del punto b) il documento esplicitamente indica: ▪ l'individuazione delle immobilizzazioni materiali ed immateriali di proprietà del debitore verificandone l'effettiva appartenenza all'azienda ovvero all'imprenditore; ▪ l'accertamento di ogni singola posizione debitoria, verificando il reale ammontare di ciascun debito e della sussistenza dell'eventuale legittima causa di prelazione che assiste quest'ultimo, assumendo posizione sulla quantificazione espressa – se oggetto di dissenso da parte dei creditori.
c) partendo dall'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore il professionista dovrà procedere alla verifica della reale sussistenza di tali diritti e della loro corretta contabilizzazione e rappresentazione nella situazione patrimoniale economica e finanziaria di cui sopra;	
d) sulla base della dichiarazione contenente il valore dei beni e l'indicazione dei creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili, il professionista dovrà procedere alla verifica dell'effettiva appartenenza al socio dei suddetti beni nonché della sussistenza e reale consistenza del credito vantato dal creditore particolare del socio medesimo.	
2. Con riferimento all'esame dei dati aziendali contenuti nel piano:	
Dopo avere verificato la corrispondenza tra la situazione patrimoniale ed economica di riferimento e i dati contabili ed accertata l'esistenza e la consistenza dei crediti e dei debiti verso clienti e fornitori, ovvero provveduto a tutte le verifiche di cui sopra, il professionista dovrà nondimeno accertare l'attendibilità dei dati aziendali contenuti nel piano.	

Per quanto concerne la delimitazione del perimetro delle verifiche del professionista, nel *“Protocollo”* del 2006 si afferma che non tutti i dati raccolti dall'imprenditore devono essere oggetto del visto di veridicità, ma solo ed esclusivamente quelli su cui il piano si fonda.

Sul punto sono intervenute anche le *“Linee guida”* del 2008 sancendo che il professionista dovrà porre particolare attenzione a:

- elementi di maggior importanza in termini quantitativi, con particolare riferimento, in considerazione dei flussi di cassa attesi, alle componenti del capitale circolante;
- elementi che presentano profili di possibile rischio ai fini dell'attestazione;
- l'insussistenza di elementi che destino sospetti circa la correttezza e l'affidabilità delle rappresentazioni contabili dei fatti di gestione.

Nella pianificazione delle verifiche da effettuare, il professionista dovrà tener conto delle prospettive che il piano riserva all'azienda. Infatti:

- in caso di continuazione dell'attività di impresa con ricorso a particolari forme di risanamento da attuarsi mediante la conversione dei debiti in azioni, quote o obbligazioni convertibili, la relazione del professionista dovrà anche riferire sul valore dell'azienda comprensivo del valore di avviamento;
- sempre in caso di continuazione dell'attività di impresa ma questa volta con il ricorso alla ristrutturazione dei debiti, il professionista dovrà effettuare indagini più dettagliate e prevedere diversi punti critici da analizzare più nel dettaglio;
- in caso di cessazione dell'attività il professionista oltre all'attestazione di veridicità e di fattibilità del piano stesso farebbe bene ad indicare eventuali ostacoli di ordine amministrativo che potrebbero limitare la vendibilità dei beni.¹²³

5.5.2 La fattibilità del piano

Il concetto di fattibilità di un piano sottende l'idea sia della sua attuabilità, sia della sua idoneità a garantire il pagamento dei creditori nei tempi e con le modalità previste dal piano e, se del caso, anche a permettere il risanamento dell'azienda, riportando la stessa in equilibrio economico, finanziario e patrimoniale¹²⁴.

Il professionista deve esprimere il proprio giudizio tecnico in merito alla gestione prospettica dell'azienda, evidenziando i profili di discontinuità che il

¹²³ In questo senso si esprime il documento n. 174/2009 il caso.it.

¹²⁴ Cfr. FRANCESCHI F., *La relazione peritale nel concordato preventivo: natura e contenuto*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, settembre ottobre, 2008.

piano presenta rispetto al passato. Inoltre, esso deve illustrare le ipotesi previste alla base del piano.

Gli assunti posti alla base del piano devono essere “*analizzati e giudicati*:

- *nella loro affidabilità/credibilità,*
- *nella coerenza con le capacità e con i mezzi di cui l'impresa dispone o disporrà;*
- *nella compatibilità con l'evoluzione dello scenario esterno e dei mercati nei quali l'impresa opera;*
- *nella loro coerenza interna (i vari assunti devono essere compatibili tra loro);*
- *nella loro dimostrabilità (perché è stato scelto un certo assunto e non altri)”.¹²⁵*

Al professionista è richiesto di esprimere un parere tecnico e oggettivo sia in termini di realizzo quantitativo, sia di tempistiche prospettate; esso dovrà verificare se quanto indicato dal piano sia ragionevolmente conseguibile, tenendo sempre ben a mente che le metodologie adottate per formulare il giudizio varieranno a seconda del tipo di piano proposto dal debitore.

Nel caso di concordati preventivi liquidatori, i controlli del professionista, oltre che all'accurata verifica delle poste dell'attivo, dovranno riscontrare la correttezza delle valutazioni e dei valori di realizzo indicati dal piano e i tempi di realizzo previsti. Esso dovrà inoltre indicare gli oneri e le spese che potranno verificarsi durante il periodo di liquidazione, al fine di individuare il valore netto realizzabile e attribuibile ai creditori.

Nel caso di proposta di cessione di azienda a terzi, il professionista sarà tenuto a valutare la realizzabilità delle proposte contrattuali indicate dal debitore. In caso di assenza di proposte di acquisto, il professionista dovrà procedere ad una

¹²⁵Cfr. GUATRI L., *Errori e approssimazioni negli assunti delle valutazioni*, in *La valutazione delle aziende*, n. 44, 2007.

valutazione dell'azienda tenuto conto che si tratta di un'azienda in crisi o, comunque in disequilibrio economico¹²⁶.

Nel caso di continuazione dell'attività aziendale, l'attestatore dovrà verificare che il piano presentato possieda i requisiti di un vero e proprio piano di ristrutturazione aziendale. Alla fine *“le componenti essenziali sono sintetizzabili in:*

- *una fase di diagnostica della crisi nei suoi aspetti di analisi strategica, di valutazione degli assets e di check up dei processi interni;*
- *un piano strategico che comprenda il piano industriale e finanziario, la valorizzazione degli assets, l'eventuale introduzione e dismissione di aree strategiche di affari”.*¹²⁷

I controlli e le verifiche da effettuare sono dettagliatamente indicati nel punto B.7. del *“Protocollo”*.

In tale documento si afferma che il professionista dovrà procedere secondo le seguenti fasi:

- l'individuazione dell'utilità futura e del corretto valore da attribuire alle immobilizzazioni materiali ed immateriali di proprietà del debitore, anche mediante il ricorso ad una perizia estimativa giurata, tenendo presente il grado di effettiva liquidabilità del bene, i tempi di presumibile realizzo, la capacità di assorbimento del mercato;

¹²⁶ Cfr. Per approfondimenti: T. Onesti, *Il metodo di rivalutazione controllata dei cespiti ammortizzabili nell'ipotesi di azienda con redditi non congrui: alcune osservazioni*, in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 1989; M. Romano, *La valutazione delle aziende o dei rami d'azienda nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, 2001; M. Pinardi, *Come valutare un'azienda in perdita*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 6, 1985; M. Puglisi, *Note in tema di metodologie valutative per le aziende in crisi e problematiche inerenti alla minimizzazione della cosiddetta “dote”*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 6, 1988; G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, Torino, 2005;

¹²⁷ Cfr. LAZZARI M., *Turnaround e ritorno di valore*, in Amministrazione e finanza, n. 3, 2007.

- l'accertamento della genuinità, veridicità e della serietà di un'eventuale proposta irrevocabile d'acquisto di un cespite aziendale contenuta nel piano di cui all'art. 160 l. f., verificando anche i poteri di colui che l'ha sottoscritta;
- la valutazione del presumibile valor di realizzo delle rimanenze con riguardo al valore desumibile dal mercato tenendo presente che il debitore si trova in procedura concorsuale e dunque delle peculiarità del mercato coattivo;
- la verifica della validità dei contratti in essere;
- il controllo in merito alla correttezza delle valutazioni ed eventuali svalutazioni apportate alle voci contabili "Crediti verso clienti" (provvedendo a verificare in base alla data di emissione della fattura l'anzianità del credito, i tentativi di recupero, le contestazioni);
- il controllo della corretta indicazione dei debiti nei confronti dei fornitori, tenuto conto delle spese legali, e di ogni altro accessorio che può servire ad identificare il reale valore (fair value) della passività;
- la verifica della fondatezza dei presumibili ricavi e costi futuri contenuti nel *business plan*;
- il controllo del conteggio degli interessi passivi futuri che maturano in pendenza di procedura;
- la verifica di eventuali rischi derivanti da controversie pendenti.

All'interno della relazione devono essere espresse chiaramente tutte le incertezze che scaturiscono dall'analisi svolta, in modo tale che i destinatari e gli utilizzatori finali del documento possano comprenderne e valutarne i rischi correlati e affrontare responsabilmente le proprie scelte.

La relazione dovrà concludersi con un giudizio finale, il quale potrà spaziare da una considerazione conclusiva sintetizzata in una breve formula, a giudizi più complessi ed articolati che, in base all'esperienza ed alla competenza

tecnica del professionista, conducono l'estensore ad individuare in modo compiuto diversi scenari in corrispondenza del verificarsi di differenti variabili¹²⁸.

5.5.3 Orientamenti giurisprudenziali sulla relazione del professionista nel concordato preventivo

L'art. 163 L.F. disciplina l'ammissione alla procedura di concordato preventivo. Esso prevede due differenti tipi di controllo: il primo volto all'esame della completezza e della regolarità della documentazione presentata dal debitore, il secondo riguarda la correttezza dei criteri di formazione delle classi dei creditori.

Sin dal principio ci sono state numerose interpretazioni e perplessità per quanto concerne i limiti che dovrebbero contraddistinguere le verifiche del Tribunale, soprattutto in ordine al primo tipo di controllo.

L'orientamento giurisprudenziale che si impose a partire dal 2005 in poi prevedeva che il Tribunale potesse entrare nel merito dell'operato del professionista allo scopo di appurare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano.

A tal proposito, si segnalano le seguenti sentenze:

- Tribunale di Monza (17/10/2005). Il Giudice ha dichiarato il fallimento di una società, malgrado la presenza di un piano attestato, perché *“mancava il requisito determinate dell'attendibilità dei dati storici e della fattibilità, requisiti che tocca al Tribunale valutare senza che la riforma autorizzi un'ammissione automatica della proposta di concordato”*;
- Tribunale di Pescara (20/10/2005). La Corte ha sostenuto che *“la relazione del professionista non può limitarsi ad attestare genericamente la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano, o a prendere in considerazione dati meramente formali, ma deve contenere la motivazione sostanziale ed oggettiva della attestazione di veridicità ed*

¹²⁸ Osservazioni sul contenuto delle relazioni del professionista nella composizione negoziata della crisi di impresa, CNDCEC 2008.

avere riguardo ai dati contabili ed extracontabili relativi all'azienda del debitore necessari per la formulazione di un giudizio serio ed approfondito sulla fattibilità del piano. Pertanto relazioni generiche, approssimative, immotivate o meramente ripetitive delle previsioni del piano proposto dal debitore senza alcuna valutazione critica e ragionata dello stesso, non possono superare il vaglio di completezza e regolarità rimesso al Tribunale”;

- Tribunale di Torino (17/11/2005). Il Giudice osserva che *“la relazione essendo diretta a sostituire l'attività istruttoria del Tribunale e a garantire che i creditori siano adeguatamente e correttamente informati sugli esatti termini della proposta, non può essere un mero atto di fede nei dati aziendali”*.

La dottrina più ampia¹²⁹ era in disaccordo con il suddetto orientamento in quanto sosteneva che il controllo del Tribunale dovesse limitarsi ad un controllo di tipo notarile e ad un esame formale della sussistenza dei requisiti per l'ammissione.

A partire dal 2007 si è giunti ad un compromesso, definito “terza via”, in base alla quale all'organo giurisdizionale *“competete il controllo di regolarità procedurale, tanto formale quanto sostanziale, che conduca ad affermare, senza per questo entrare nel merito della correttezza delle conclusioni raggiunte dal professionista, che il documento redatto da quest'ultimo è intellegibile ed idoneo ad assolvere la funzione informativa cui è destinato”*¹³⁰.

La sentenza del 9/2/2007 del Giudice Estensore Quatraro del Tribunale di Milano si esprime in tal senso prendendo le distanze dai due contrapposti indirizzi, sancendo che il Tribunale si deve limitare ad un controllo formale, alla mera presa d'atto dell'esistenza di un piano astrattamente fattibile e non deve

¹²⁹Cfr. PATTI A., *I diritti dei creditori nel nuovo concordato preventivo*; BOZZA G., *La proposta di concordato preventivo, la formazione delle classi e le maggioranze richieste dalla nuova disciplina*; CAIAFA A., *Nuovo diritto delle procedure concorsuali*.

¹³⁰ Cfr. MANDRIOLI L., *Concordato preventivo: la verifica del Tribunale in ordine alla relazione del professionista*, in *Il fallimento*, n.10, 2007.

entrare nel merito delle scelte tecnico discrezionali effettuate dal professionista, quanto piuttosto verificare la completa e puntuale analisi dei dati posti alla base della relazione, nonché alla congruenza fra questi ultimi e la valutazione di fattibilità espressa in ordine al piano stesso.

In conclusione, al Tribunale spetterebbe il potere di vigilare sulla corretta formazione dell'accordo e sulla regolarità della procedura e al commissario giudiziale il compito e la responsabilità di esaminare nel merito il piano concordatario.

Coerente con questo approccio appare la pronuncia della Procura della Repubblica di Monza del 2008 la quale prevede che, nel caso in cui il perito si trovi di fronte ad un piano sostanzialmente liquidativo, dovrà allegare – specialmente se i valori di ipotetico realizzo dei beni si discostano da quelli di bilancio – perizie dalle quali desumere giudizi di congruità della valutazione, o documenti attendibili con offerte di terzi per suddetti beni.

In definitiva, il controllo del Tribunale non può che essere ascritto ad una vera e propria verifica di tipicità, finalizzata a stabilire la conformità del documento agli standard qualitativi previsti per la sua predisposizione.

Numerose sentenze, tra le quali quella del Tribunale di Monza¹³¹, hanno avallato, con espliciti riferimenti, la prassi trattata nel precedente paragrafo prevista dal “Protocollo” in merito alle verifiche che il professionista dovrà effettuare per rilasciare l'attestazione.

5.5.4 Struttura della relazione di attestazione

Il “Protocollo”, pur riconoscendo che la forma del documento è essenzialmente libera, afferma che è opportuno prevedere:

¹³¹ ROLFI F., Giudice Estensore, decreto n. 546 del 22 luglio 2009.

- una parte introduttiva, nella quale vengono riportate le qualifiche soggettive del professionista e la dichiarazione di assenza di condizioni di incompatibilità di cui all'art. 28 L.F.;
- una parte centrale illustrativa del piano e della documentazione di cui all'art. 161 L.F., nella quale sono contenuti i necessari accertamenti già esplicitati sulla contabilità e la struttura produttiva e gestionale del debitore;
- una parte conclusiva, che si caratterizza per riprodurre il giudizio di veridicità dei dati aziendali ed il pronostico di fattibilità del piano.

Tra la prima e la seconda parte vanno inseriti i criteri utilizzati per pervenire al giudizio positivo e le ragioni della fiducia apposta al piano.

5.6 La relazione del professionista in caso di piani attestati

Come già ricordato, l'art. 67 L.F. afferma che sono esenti da revocatoria fallimentare “gli atti, i pagamenti e le garanzie concessi sui beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria e la cui ragionevolezza sia attestata ai sensi dell'art. 2051 bis, quarto comma, Codice Civile”.

Rinviando alla disciplina del LBO, l'art. 67, terzo comma, lettera d), della L.F. prescrive che, prima dell'esecuzione del piano, debba essere redatta, da un professionista (per quanti concerne i requisiti si veda l'apposito paragrafo) una certificazione di garanzia che si pronunci sulla ragionevolezza del piano.

Problematici sono i rapporti tra idoneità e ragionevolezza, ma gli stessi *“appaiono solamente rappresentare due facce della stessa medaglia: l'idoneità è l'astratta potenzialità, sotto un profilo tecnico, del piano a raggiungere l'obiettivo indicato. La ragionevolezza è un giudizio critico e motivato dell'attestatore sulla concreta capacità del piano, calato in quello specifico contesto e, dunque, tenuto conto di tutte le circostanze del caso, a consentire il superamento della crisi”*.¹³²

A differenza di quanto avviene con il concordato preventivo, la legge non prescrive direttamente al professionista il controllo della veridicità dei dati aziendali di partenza; tuttavia, la circostanza che l'attestazione esenta da revocatoria gli atti in esecuzione del piano *“impone di ritenere che l'esperto debba verificare la sussistenza dei presupposti di tale esenzione, assumendosi l'obbligo di verificare con diligenza i dati di partenza”*¹³³.

Il professionista dovrà valutare la coerenza complessiva del piano e la sua sostenibilità sia in relazione all'andamento del settore in cui opera l'impresa, sia avendo riguardo delle modalità attuative con cui l'imprenditore ritiene di poter conseguire gli obiettivi prefissati nel *business plan*. Inoltre, secondo il documento “Osservazioni”, il professionista dovrà analizzare criticamente:

¹³²Cfr. DEMARCHI P., *I piani di risanamento ex art. 67 Legge Fallimentare*, Documento n. 189, 2010, il caso.it.

¹³³Linee guida per il finanziamento delle imprese in crisi, CNDCEC-ASSONIME.

- il piano per risalire alle cause all'origine della crisi;
- le strategie di risanamento;
- le eventuali operazioni straordinarie previste;
- i principi che hanno guidato l'estensore del piano nella formulazione del *business plan*;
- i budget economici e i flussi prospettici di cassa.

Sempre nello stesso documento, si afferma che la relazione non potrà limitarsi ad una semplice indicazione di ragionevolezza, dovendo, al contrario, esporre le motivazioni attraverso le quali il professionista è giunto alle sue conclusioni, in modo tale da permettere ai terzi di sindacare queste ultime e di valutare autonomamente i requisiti del piano.

5.7 La relazione del professionista in caso di accordi di ristrutturazione dei debiti

La relazione ex art. 182 bis L.F., richiede al professionista di esprimere un giudizio in ordine all'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei.

Come affermato da più parti, il concetto di attuabilità previsto dall'art. 182 bis L.F. e quello di fattibilità richiamato dall'art. 161 L.F. hanno significati identici, *“tanto più in considerazione della circostanza che l'attuabilità dell'accordo comporta l'analisi e la conseguente valutazione dei dati aziendali su cui il piano di ristrutturazione si fonda. Ma anche il concetto di ragionevolezza (art. 67, comma secondo, lettera d), L.F.) richiama quella di fattibilità, in quanto al professionista si richiede di effettuare una previsione di effettiva riuscita del piano”*.¹³⁴

Conseguentemente, il contenuto delle relazioni dovrebbe essere pressoché identico.

Il professionista deve procedere alla stima delle probabilità che l'accordo ha di essere positivamente attuato, avendo quali unici punti di riferimento i possibili futuri scenari di mercato, nonché l'orizzonte temporale lungo il quale il piano si snoda e quale unico limite la circostanza che l'accordo medesimo deve essere in grado di assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei¹³⁵.

Sin dall'entrata in vigore dell'atto primo della riforma del diritto concorsuale, l'espressione “regolare pagamento dei creditori estranei” all'accordo ha suscitato non poche difficoltà interpretative.

Un primo filone giurisprudenziale, rimasto alquanto isolato, sosteneva che l'espressione “regolare pagamento dei creditori estranei al piano” equivallesse ad

¹³⁴ Documento n. 65 ARISTEIA, *Gli accordi di ristrutturazione ex art. 182 L.F.*, 6/2006.

¹³⁵ In questo senso si veda il documento *Osservazioni sul contenuto della relazione del professionista nella composizione negoziata della crisi di impresa*, CNDCEC Commissione di studio crisi e risanamento di impresa.

un loro soddisfacimento con la stessa percentuale e nei medesimi termini fissati nell'accordo¹³⁶.

L'orientamento prevalente sostiene, invece, che un pagamento per essere regolare deve avvenire alla scadenza originariamente concordata ed in forma integrale e non anche nel diverso termine derivante dalle intese siglate dal debitore con la maggioranza dei propri creditori aderenti all'accordo.

Un diverso indirizzo è rinvenibile nel *“Protocollo piani di risanamento e ristrutturazione”* della Commissione Procedure Concorsuali nel quale, partendo dal presupposto che è implicito che i creditori successivi alla stipula dei suddetti accordi debbano essere pagati man mano che i debiti vengono a scadenza, dall'altro è altrettanto evidente che *“il più delle volte, i creditori anteriori, a cui sembrerebbe essere quindi rivolta la disposizione in esame, non possano essere soddisfatti nel rispetto dei termini originariamente convenuti poiché nel momento in cui il debitore presenta un accordo di ristrutturazione con il ceto creditorio, la pressoché totalità dei suoi debiti è scaduta. Il che significa che un pagamento potrà definirsi regolare ancorché avvenga a distanza di tempo rispetto all'originaria scadenza pattuita, e quindi dilazionato nel tempo, riconoscendo al creditore gli interessi di legge relativi a tale moratoria”*.¹³⁷

In particolare, la prassi suggerita dalle *“Linee guida”* del CNDCEC prevede che l'attestatore debba:

- accertare che i dati previsionali siano stati redatti sulla base di principi contabili omogenei rispetto ai principi utilizzati per la preparazione dei bilanci storici;
- confrontare e valutare la coerenza delle ipotesi poste a fondamento del piano con il quadro macroeconomico di settore;

¹³⁶ Tribunale di Milano 21 dicembre 2005, Il Fallimento 6/2005.

¹³⁷ Protocollo piani di risanamento e ristrutturazione: relazione del professionista: profili organizzativi e principi di comportamento nell'ambito delle procedure di concordato preventivo, accordi di ristrutturazione dei debiti, piano di risanamento attestato, CNDC Commissione procedure concorsuali.

- accertare la coerenza dei dati previsionali rispetto alle ipotesi eseguendo sia procedure di verifica dell'accuratezza dei dati elaborati, sia analisi in merito alla coerenza interna di tali dati;
- analizzare con particolare attenzione le variabili del piano che potrebbero avere un elevato tasso di volatilità e modificare quindi significativamente i risultati attesi.

Sempre in tale documento, nella “*Best practice*” n. 13 “*Indicazioni cautelative*”, si afferma che la dichiarazione di attestazione non può essere sottoposta a condizioni o precisazioni che ne limitino il significato. Essa può invece essere condizionata a un evento iniziale, che deve verificarsi in tempi prossimi e che, se si verifica, rende il piano ragionevole.

5.8 *Il professionista stimatore*

Nel caso in cui il piano di concordato, preventivo o fallimentare, non preveda la soddisfazione integrale dei creditori prelatizi, ossia dei creditori muniti di pegno, ipoteca o privilegio, è necessario che alla proposta di concordato venga allegata una relazione giurata di stima redatta da un professionista iscritto all'albo dei revisori contabili ed in possesso dei requisiti dell'art. 28 comma 1, lettera a) e b), della L.F.

Lo scopo della relazione prevista dagli artt. 124 e 160 L.F. è quello di informare i creditori ed il Tribunale sul valore di mercato effettivamente realizzabile dai beni e dai diritti sui quali sussiste una causa di prelazione.

La dottrina prevalente sostiene che il valore che il professionista deve indicare è quello di mercato al netto delle spese inerenti di carattere specifico; anche perché, se così non fosse, allora tra i professionisti in parola avrebbero potuto essere ricompresi anche quelli delle materie tecniche.

Oggetto della stima sono i beni e i diritti su cui grava la garanzia che assiste il credito oggetto di falcidia in base al piano concordato.

Il professionista non dovrà inserire nella relazione il confronto tra il valore di mercato realizzabile in caso di fallimento e il trattamento riservato ai creditori prelatizi, in quanto questo sarà oggetto di apposita analisi nella relazione attestativa ex art. 161 L.F.

Nel caso di pegno, oggetto della garanzia reale possono essere i beni mobili, le universalità di mobili, i crediti, titoli di credito, quote di fondi comuni, azioni, quote di s.r.l. e gli altri diritti aventi per oggetto i beni mobili (c.d. diritti mobiliari).

Nel caso di ipoteca, oggetto della garanzia reale possono essere i beni immobili e le loro pertinenze, l'usufrutto sugli stessi beni, il diritto di superficie, il diritto dell'enfiteuta e quello del concedente sul fondo enfiteutico, le rendite dello Stato nel modo determinato dalle leggi relative al debito pubblico, le navi, gli aeromobili e gli autoveicoli.

Nel caso di privilegi speciali, oggetto della garanzia può essere un bene mobile (c.d. privilegi mobiliari) o un bene immobile (c.d. privilegi immobiliari).

Nel caso di privilegi generali, oggetto della garanzia è il patrimonio mobiliare del debitore. In tale fattispecie, occorre valutare l'azienda e, quindi, anche l'eventuale avviamento, qualora si ritenga realizzabile nella liquidazione fallimentare.

Per la redazione della relazione estimativa non vi è uno schema o un modello fissato dalla legge, tuttavia, secondo il documento redatto dalla commissione nazionale di studio "Il diritto fallimentare dopo la riforma" del CNDCEC intitolato "*La relazione giurata estimativa del professionista nel concordato preventivo e nel concordato fallimentare*", il professionista dovrebbe esporre:

- la descrizione dell'incarico ricevuto, con l'indicazione dei beni e dei diritti da stimare;
- la descrizione dei beni e dei diritti stimati;
- l'indicazione dei criteri di valutazione adottati in relazione alle categorie di beni e diritti oggetto di stima;
- la descrizione delle modalità seguite per la stima dei beni e dei diritti;
- la data di riferimento della stima;
- l'attestazione del valore di mercato realizzabile nella liquidazione fallimentare, indicando il valore massimo, presumibile, vale a dire che il valore realizzabile non è superiore ad un determinato importo; valore da intendersi come comprensivo delle eventuali detrazioni per oneri specifici;
- il giuramento della stima.

Sempre nello stesso documento, si afferma che l'*output* del professionista deve essere una sola stima, certa e univoca.

La data di riferimento della stima sarà quella in cui presumibilmente i beni e i diritti verranno realizzati.

Nella Legge Fallimentare non c'è alcun riferimento ai criteri che il professionista deve seguire per la valutazione di beni e diritti; ne consegue che esso sarà libero di scegliere quello o quelli che reputa più congrui. Gli art. 124 e 160 L.F. fissano solo due punti di riferimento per effettuare la valutazione, ovvero che questa vada commisurata “sul valore in caso di liquidazione” e che bisogna avere riguardo “al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti.”

Il concetto di valore di mercato ben si addice alla valutazione dei beni fungibili, ai beni liberamente reperibili e finanche ai crediti commerciali; tuttavia bisogna contestualizzarlo nell'ambito delle procedure concorsuali e considerare quindi che quasi certamente dalla vendita dei beni/diritti si ricaveranno valori inferiori a quelli ottenibili mediante una libera contrattazione di mercato.

5.9 La responsabilità del professionista

Nell'esercizio delle sue funzioni, il professionista può incorrere, qualora non evidenzi consapevolmente nella relazione eventuali falsità o frodi riscontrate nel corso dei lavori, ovvero per imperizia e negligenza l'attestazione non sia veritiera, in responsabilità civili e/o penali.

Giova ricordare che le obbligazioni assunte dal professionista vengono definite di mezzi e non di risultato e che quindi l'adempimento non si commisura al risultato richiesto e perseguito, ma alla diligenza osservata al fine di perseguire quel determinato risultato.

Dal punto di vista civilistico, il professionista risponderà senz'altro a titolo contrattuale e secondo la diligenza professionale (art. 1176, secondo comma c.c.) nei confronti dell'imprenditore committente. Considerando che la prestazione del professionista è riconducibile alle prestazioni d'opera intellettuale, per le quali l'art. 2236 c.c. dispone che ove il relativo adempimento implichi *“la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà”*, la responsabilità risarcitoria è limitata alle sole ipotesi di dolo o colpa grave.

Numerosi incertezze riguardano il tipo di responsabilità che il professionista ha nei confronti dei creditori che hanno fatto affidamento sul suo giudizio. Alcuni ritengono che il professionista assume una responsabilità extracontrattuale ai sensi dell'art. 2043 c.c. (*“Qualunque fatto doloso o colposo, che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno”*), altri di tipo contrattuale.

Quest'ultima tesi trova fondamento nella constatazione che, sia nel concordato preventivo che negli accordi di ristrutturazione dei debiti, i creditori (aderenti al piano e non) trovano spazio nel piano: per quel che concerne gli accordi di ristrutturazione, ai creditori aderenti vengono richieste concessioni e rinunce sul proprio diritto patrimoniale e ai non aderenti viene promesso il regolare pagamento; nel concordato preventivo tutti i creditori, consenzienti e

non, sono destinatari di effetti parzialmente remissori, una volta che la proposta sia stata accettata dalla maggioranza ed omologata dal Tribunale¹³⁸.

La responsabilità del professionista che attesta la ragionevolezza del piano di risanamento ex art. 67 L.F. nei confronti dei creditori sarà di tipo contrattuale se il piano attestato contempla espressamente la posizione di singoli terzi che può restare incisa dalle successive vicende attuative del piano, extracontrattuale in tutti gli altri casi.

Molto complessa è la questione della responsabilità penale del professionista. Come sostenuto dalla Commissione procedure concorsuali del CNDCEC¹³⁹ *“risulta dibattuto se per estensione, debbano essere applicate o meno nei piani attestati, tutte le norme in merito alla relazione di cui all’art. 2501 bis quarto comma.”*

Se si dà risposta positiva a tale quesito, si dovrà applicare l’art. 2501 sexies, sesto comma, del c.c. che a sua volta rimanda all’art. 64 c.p.c. che afferma quanto segue: *“Si applicano al consulente tecnico le disposizioni penali relative ai periti. In ogni caso, il consulente tecnico che incorre in colpa grave nell’esecuzione degli atti che gli sono richiesti, è punito con l’arresto fino ad un anno o con l’ammenda fino a 10329€. Si applica l’art. 35 c.p. In ogni caso è dovuto il risarcimento dei danni causati alle parti.”*

Secondo questa ipotesi, il professionista attestatore potrebbe rispondere, in caso di dolo o colpa grave, di:

- falsa perizia ex art. 373 c.p. e 64 c.p.c.;
- falsità in scrittura privata di cui all’art. 485 c.p.;
- falsità ideologica commessa dal privato in atto pubblico di cui all’art. 483 c.p.

¹³⁸ Cfr. SABINO FORTUNATO, *La responsabilità civile del professionista nei piani di sistemazione della crisi di impresa*, in *Il fallimento*, n. 8, 2009.

¹³⁹ Commissione procedure concorsuali del CNDCEC, *L’art. 67, comma 3, lettera d), Legge Fallimentare*, 2006.

Secondo la migliore dottrina,¹⁴⁰ questa tesi non può essere accolta, con la conseguenza che il professionista non dovrà rispondere del reato di cui all'art. 373 c.p., per tre ordini di ragioni:

- a causa della tecnica sanzionatoria costituita da reiterati rimandi ad altre norme, sorge il sospetto che si tratti di una conseguenza del tutto casuale, avendo il legislatore solo in mente di disciplinare le modalità con cui deve essere resa l'attestazione di ragionevolezza del piano di risanamento e cioè con le forme di cui all'art. 2501 bis c.c.;
- l'eventuale falsa dichiarazione del professionista non accede ad un atto pubblico, bensì ad un atto privato;
- non si comprende poi il perché il professionista incaricato dell'attestazione di ragionevolezza del piano di risanamento nell'ambito di un accordo stragiudiziale debba incorrere in sanzioni più gravi, in caso di abuso, di quello che certifica la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità nel concordato preventivo ovvero l'attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti.

Secondo il Troyer quindi, l'unica fattispecie penale applicabile al professionista attestatore è l'art. 481 c.p. intitolato "*Falsità ideologica in certificati commessa da persone esercenti un servizio di pubblica necessità*", in forza del quale "*chiunque nell'esercizio di una professione sanitaria o forense, o di un altro servizio di pubblica necessità, attesta falsamente, fatti dei quali l'atto è destinato a provare la verità, è punito con la reclusione fino ad un anno o con la multa da €51 a € 516. Tali pene si applicano congiuntamente se il fatto è commesso a scopo di lucro.*"

Una diversa interpretazione mette in evidenza le analogie tra la figura del professionista attestatore e quella del revisore societario. L'attività di revisione, infatti, è contraddistinta da analoghe finalità certificative della documentazione redatta da un privato, come parimenti analoghi sono i requisiti soggettivi richiesti

¹⁴⁰ Cfr. TROYER L., *Le responsabilità penali relative alle soluzioni concordate delle crisi di impresa*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 1, 2008.

per l'incarico, in termini di qualifiche e onorabilità della professione. *“Ebbene, nessuno dubita che questo professionista rivesta natura privata, senza che possa inferirsi dal suo ruolo una responsabilità qualificabile in termini pubblicistici.”*¹⁴¹

Troveranno viceversa applicazione, secondo questo orientamento, le specifiche sanzioni penali previste dall'ordinamento, così come recentemente modificate dal D. Lgs. 27 gennaio 2010, n.39, artt. 27 ss. (Falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni dei responsabili della revisione legale, illeciti rapporti patrimoniali con la società assoggettata a revisione e compensi illegali).

Pare opportuno, infine, ricordare che il professionista, nell'espletamento dell'incarico, risulta comunque sottoposto alle regole disciplinari e deontologiche del proprio ordine professionale.

¹⁴¹ Cfr. BRICHETTI, MUCCIARELLI, SANDRELLI, Disposizioni penali, in comm. Jorio, Fabiani.

5.10 Analisi del caso CO.GE.L. Spa in liquidazione

Al fine di meglio comprendere, da un punto di vista squisitamente pratico, l'attività che deve essere svolta dal professionista chiamato ad attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano in caso di concordato preventivo, si è analizzato il caso di CO.GE.L. Spa in liquidazione (d'ora in avanti, più semplicemente, COGEL).

La COGEL è una società specializzata in edilizia civile, industriale e militare, infrastrutture ed impianti industriali, opere stradali e ferroviarie, con importanti realizzazioni di opere di ingegneria in Italia e in Europa. Il capitale sociale è interamente posseduto da Gruppo Imprese La Ficara (GILAF Spa).

Le cause del dissesto che hanno portato la società a richiedere l'ammissione alla procedura di concordato preventivo con cessione dei beni, con ricorso depositato in data 23 giugno 2009, in persona del suo liquidatore, sono le seguenti¹⁴²:

- offerta di contratti a bassissima marginalità;
- assenza di revisione dei prezzi;
- assenza di anticipazione contrattuale con conseguente ricorso al mercato del credito;
- periodo di stretta creditizia;
- deterioramento del mercato di riferimento;
- difficoltà operative dovute a carenza di liquidità da destinare alla produzione che prima hanno portato ad un rallentamento della stessa e poi all'interruzione di diverse e importanti commesse;
- nel 2008 il bilancio si è chiuso con una perdita di Euro 31.067.799, determinando un patrimonio netto negativo di Euro 27.390.645, ricadendo così nell'ipotesi dell'art. 2447 c.c. Considerando che gli azionisti non avevano la possibilità di procedere ad una ricapitalizzazione la società è stata posta in liquidazione.

¹⁴² Cfr. Informazioni tratte dalla Proposta di concordato preventivo ex art. 161 e segg. L.F. depositata presso il Tribunale di Roma il 23-6-2009.

Come noto, il ricorso per l'ammissione al concordato preventivo, deve contenere anche una relazione di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lettera d), L.F. che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo.

Nel caso in esame, suddetta relazione è stata redatta dal Prof. Fiori¹⁴³ (nel seguito, anche Professionista). Dal punto di vista meramente strutturale la relazione recepisce quanto detto dal Protocollo piani di risanamento e ristrutturazione¹⁴⁴. Essa, infatti è composta da:

- una parte introduttiva, nella quale vengono riportate le qualifiche soggettive del professionista;
- una parte centrale nella quale vengono analizzate tutte le poste di bilancio al fine di determinare quantitativamente l'attivo e il passivo;
- una parte conclusiva contenente il giudizio di veridicità dei dati aziendali ed il pronostico di fattibilità del piano.

Il Professionista, dopo aver chiarito il motivo e l'oggetto dell'incarico ricevuto, ha enunciato le principali problematiche valutative che ha riscontrato. Esse sono principalmente connesse a:

- la natura degli *assets* oggetto di valutazione;
- l'esistenza di azioni esecutive individuali;
- l'avvenuta cessione dei crediti derivanti da alcuni contratti di appalto acquisiti da COGEL a fronte della concessione di finanziamenti da parte di alcuni istituti di credito.

¹⁴³ Cfr. Il Prof. G. Fiori è ordinario di economia aziendale nell'università LUISS Guido Carli.

¹⁴⁴ Cfr. "Gruppo di lavoro decreti competitività" del Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti, *Protocollo piani di risanamento e ristrutturazione; relazione del professionista: profili organizzativi e principi di comportamento nell'ambito delle procedure di concordato preventivo, accordo di ristrutturazione dei debiti, piano di risanamento attestato*, 2006.

La prima problematica è dovuta al fatto che una parte rilevante dell'attivo concordatario è riferibile a riserve¹⁴⁵ inerenti i lavori eseguiti, esplicitate dalla Società nei confronti degli enti appaltanti.

Al fine della quantificazione del valore di realizzo, la COGEL si è avvalsa della consulenza tecnica di un esperto, l'Ing. Franco Tamburini, il quale, grazie anche a pareri rilasciati da un primario studio legale, ha proceduto alla stima di dette riserve individuando un *range* di valori. Tuttavia, nella relazione in esame, nel rispetto del principio di prudenza, si fa riferimento ai soli valori minimi.

In conformità a quanto suggerito dalle *best practice* nazionali, il Professionista ha espresso anche un parere sulla tempistica di realizzo delle riserve, giungendo alla conclusione che *“in mancanza di una cessione in blocco degli eventuali crediti derivanti dalle riserve ovvero di un'intesa transattiva con i diversi committenti, infatti, l'incasso delle somme appare possibile soltanto al termine di un complesso contenzioso, di durata prevedibilmente non breve (almeno superiore a 3 anni)”*¹⁴⁶.

Un altro aspetto delicato nella formulazione del giudizio sulla fattibilità del piano riguarda la partecipazione totalitaria detenuta in Cogel Lavori Italia S.r.l. (in seguito, CLI).

Nel marzo 2009, la COGEL ha ceduto in affitto alla CLI il ramo di azienda consistente nell'insieme di attrezzature, rapporti contrattuali (inclusi quelli di lavoro) e beni immateriali riferibili a lavori pubblici di costruzione di infrastrutture che presentano prospettive di continuità. *“L'affitto ha avuto la finalità di impedire che si verificasse una causa di scioglimento dei contratti di appalto trasferiti; infatti tutti i contratti contengono clausole in forza delle quali la messa in liquidazione della società appaltatrice ovvero il ricorso ad una procedura concorsuale determinano, di per sé, lo scioglimento del contratto di*

¹⁴⁵ Cfr. Relative a prestazioni eseguite in qualità e/o quantità diverse rispetto a quanto previsto dal contratto; richieste di danno o riconoscimento di maggiori costi subiti dall'impresa per cause non dipendenti da essa; richieste di maggiori oneri per carenze progettuali.

¹⁴⁶ Cfr. *Relazione ex art. 161, comma 3, L.F. nella domanda di concordato preventivo della Co.G.EL. Spa in liquidazione.*, Prof. Fiori, Roma, 23 giugno 2009.

appalto”¹⁴⁷. La società, in questo modo, ha cercato di salvaguardare il valore dell’avviamento costituito dal residuo portafoglio lavori e di tutelare l’interesse dei propri creditori.

Tuttavia, presupposto fondamentale perché il valore dell’avviamento venga conservato è che, ai sensi dell’art. 116 del D.Lgs. 163/2006, comma 2 e seguenti, le stazioni appaltanti non si oppongano al subentro del nuovo soggetto.

Il Professionista, in merito, afferma che la valutazione della società CLI indicato nel piano rimane attendibile solo nell’ipotesi in cui nel frattempo non intervenga la risoluzione contrattuale di alcune commesse e *“nell’ipotesi contraria, risolvendosi i contratti, o alcuni di essi, il valore della partecipazione, nel suo ammontare complessivo o per la parte relativa a quelle specifiche commesse risolte, si azzererebbe”*¹⁴⁸.

In merito al secondo problema valutativo evidenziato, ovvero l’esistenza di azioni esecutive individuali da parte dei creditori sociali, il Professionista, grazie all’ufficio legale della Società, ha ottenuto informazioni in merito alle azioni intraprese ed all’eventuale avvenuta assegnazione di somme e beni in favore dei creditori procedenti da parte degli organi giudiziari aditi.

Le scelte valutative adottate dal Prof. Fiori relativamente a questa problematica sono così riassumibili:

- le somme già assegnate sono state computate nel piano a diretta riduzione dal valore di presumibile realizzo stimato;
- gli importi richiesti e non ancora assegnati, per i quali l’udienza di discussione si è già tenuta, sono stati in via prudenziale considerati non disponibili alla massa attiva concordataria. Qualora non avvenga l’assegnazione definitiva entro la data di presentazione della domanda di concordato, l’eventuale procedura potrà disporre di dette somme in giudicato ai fini del soddisfacimento dei creditori concordatari.

¹⁴⁷ Cfr. Proposta di concordato preventivo ex art. 161 e segg. L.F. depositata presso il Tribunale di Roma il 23-6-2009.

¹⁴⁸ Cfr. *Relazione ex art. 161, comma 3, L.F. nella domanda di concordato preventivo della Co.G.EL. Spa in liquidazione.*, Prof. Fiori, Roma, 23 giugno 2009.

La terza ed ultima problematica valutativa che il Professionista ha riscontrato riguarda la cessione pro-solvendo dei crediti riferibili a parte delle commesse acquisite da COGEL in favore di istituti bancari.

Dall'analisi di questi contratti è emerso che è prevista l'estensione della garanzia ad "ogni altro credito - anche se non liquido ed esigibile anche se assistito da altra garanzia, reale o personale - già in essere o che dovesse sorgere a favore" dell'istituto erogante il finanziamento verso il debitore cedente.

La COGEL nell'elaborazione del piano, in seguito ad un parere legale, ha prudentemente assunto la riduzione dell'attivo concordatario "*per la sola differenza tra il presumibile importo incassabile dai debitori ceduti e l'importo del credito erogato a fronte delle cessioni*"¹⁴⁹, ossia limitatamente al debito residuo nei confronti degli istituti di credito.

Successivamente, il Professionista ha analizzato tutte le poste dell'attivo e del passivo per verificare la sostenibilità delle stime effettuate nel piano.

Il suddetto lavoro di analisi può essere così sintetizzato:

- *Immobilizzazioni immateriali.* Concordemente a quanto previsto dal piano, il valore di questa posta è stato azzerato in considerazione dell'impossibilità di procedere ad una autonoma cessione;
- *Immobilizzazioni materiali.* Considerando che parte dei beni è stata concessa in affitto a CLI, e che sulla base di informazioni ottenute da personale tecnico di cantiere i restanti beni avrebbero un valore di presumibile realizzo esiguo, anche questa posta è stata azzerata;
- *Immobilizzazioni finanziarie. La partecipazione di COGEL in CLI.* Nella situazione patrimoniale ed economica della società alla data del 30.04.2009 erano iscritte per un valore pari ad Euro 488.957,26 mentre nell'ambito del piano, il valore delle stesse è stato assunto pari ad Euro 4.650.000,00. La partecipazione più importante dal punto di vista economico è sicuramente quella detenuta in CLI, la società contenitore costituita al fine di mantenere attivi i contratti stipulati da COGEL ed

¹⁴⁹ Cfr. Proposta di concordato preventivo ex art. 161 e segg. L.F. depositata presso il Tribunale di Roma il 23-6-2009.

evitare di disperdere il valore dell'avviamento e del *know how* acquisiti nel tempo. Nell'ambito del piano il valore della partecipazione è stata assunto pari ad Euro 4.650.000,00, sulla base di un'offerta d'acquisto formulata dalla Italiana Costruzioni S.p.A.. Il Professionista, al fine della verifica del valore di realizzo della partecipazione, ha dovuto procedere alla valutazione dei diversi *assets*, materiali e immateriali¹⁵⁰, nell'ipotesi della loro cessione a terzi, coerentemente con le dinamiche della procedura concordataria. Il Prof. Fiori, partendo dalla constatazione che le attività trasferite sono in grado di esprimere valore soltanto in relazione alla possibilità di conseguire adeguati margini reddituali, ha scelto come unica metodologia di valutazione il metodo reddituale complesso basato sui flussi operativi (*unlevered*). Coerentemente con tale approccio, il valore di CLI è stato ottenuto sommando i valori attuali dei NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) attesi annui dalle singole commesse trasferite con l'affitto d'azienda a CLI¹⁵¹. Esso risulta essere pari a Euro 4.740.000,00¹⁵², quindi il valore indicato del piano è da ritenersi più che sostenibile;

- *Immobilizzazioni finanziarie. Le partecipazioni detenute da COGEL in società consortili.* Nella situazione patrimoniale alla data del 30 aprile 2009, le partecipazioni in società consortili¹⁵³ avevano un valore contabile

¹⁵⁰ Cfr. i Principali *assets* sono costituiti da commesse per la costruzione della Tratta Rimini FS – Riccione, per la riqualificazione area urbana Comune di Fermo- *Projet financing*, opere di viabilità nell'area di Avellino, alloggio studenti - *Project Financing*, attestazioni SOA.

¹⁵¹ Cfr. Per ognuna di queste, la COGEL ha fornito al professionista un piano economico previsionale (budget di commessa) che, nell'orizzonte temporale di conclusione delle lavorazioni, individua ricavi e costi di competenza della società appaltante.

¹⁵² Cfr. Ai fini della valutazione economica delle attestazioni SOA, che qualificano l'impresa come adatta ad eseguire appalti per categorie di opere e classifiche di importi, il Professionista ha ipotizzato che il detto valore fosse pari ad una frazione molto bassa (15%) del valore della rendita perpetua dei flussi reddituali attesi generabili dai contratti ceduti in affitto.

¹⁵³ Cfr. Le partecipazioni sono le seguenti: CIB Scarl con una quota di partecipazione dell'80%, FER.UM. Scarl con una quota di partecipazione del 99,98% e Porta Susa Scarl con una quota del 46,90%.

pari a Euro 55.132,53. Considerando che tali partecipazioni sono finalizzate all'esecuzione di specifiche commesse e che il funzionamento di queste società è basato sul ribaltamento periodico dei costi di gestione alle imprese aggiudicatarie degli appalti e sulla fatturazione dei ricavi al committente direttamente da parte dell'esecutrice delle opere, la struttura patrimoniale delle consortili risulta caratterizzata da considerevoli debiti verso fornitori (per lo più subappaltatori) e crediti nei confronti delle consorziate (per ribaltamento costi). *“Considerata l'impossibilità per COGEL di fronteggiare i propri impegni, il valore del patrimonio netto rettificato delle società risulta negativo. Deve considerarsi quindi ragionevole l'assunzione nel piano di un valore di realizzo nullo per le partecipazioni nelle società consortili”*¹⁵⁴;

- *Immobilizzazioni finanziarie. La partecipazioni detenuta da COGEL in S.ED.IN. Srl. La S.ED.IN. Srl non svolge alcuna attività operativa ma detiene esclusivamente immobili destinati alla vendita. Il valore contabile della quota posseduta, pari al 99% del capitale, è pari ad Euro 189.659,85. La metodologia di valutazione prescelta dal Professionista per questa società è il metodo patrimoniale semplice. Per la stima del patrimonio netto rettificato si è fatto riferimento alle relazioni giurate di stima del valore corrente degli immobili di proprietà, redatte dall'Ing. Franco Tamburini, agli atti della società. Considerata l'impossibilità per COGEL di adempiere interamente alla propria obbligazione nei confronti della S.ED.IN. (per complessivi Euro 68.981,04), si “perviene ad una stima negativa del patrimonio netto rettificato. Conseguentemente, l'assunzione nel Piano di un valore di presumibile realizzo nullo per la partecipazione in S.ED.IN. appare ragionevole”*¹⁵⁵;
- *Rimanenze lavori. Il valore contabile complessivo delle rimanenze lavori, dato dalla somma di lavori in corso su ordinazione e acconti, risultante*

¹⁵⁴ Cfr. *Relazione ex art. 161, comma 3, L.F. nella domanda di concordato preventivo della Co.G.EL. Spa in liquidazione.*, Prof. Fiori, Roma, 23 giugno 2009.

¹⁵⁵ Cfr. *Relazione ex art. 161, comma 3, L.F. nella domanda di concordato preventivo della Co.G.EL. Spa in liquidazione.*, Prof. Fiori, Roma, 23 giugno 2009.

dalla situazione patrimoniale, è pari ad Euro 25.718.351,49. La voce lavori in corso su ordinazione è a sua volta suddivisa in riserve, scostamenti tra SIL (stato interni lavori), valorizzati dalla società, e SAL (stato avanzamento lavori) fatturati, ritenute a garanzia quantificate sugli scostamenti indicati e altre rimanenze. Per quanto concerne la valutazione delle riserve la COGEL nel piano ha fatto riferimento a relazioni tecniche di stima redatte dall'Ing. Franco Tamburini. In alcuni casi le conclusioni alle quali esso giunge traggono origine da un'analisi tecnica e legale, in altri fa esplicito riferimento ad accordi sottoscritti o in via di sottoscrizione con gli enti appaltanti. Il Professionista, in merito a questi aspetti, rileva che l'effettivo realizzo degli importi indicati nel piano è possibile solo a seguito della instaurazione di contenziosi e che di conseguenza i tempi di incasso saranno prevedibilmente non brevi. Successivamente il Professionista ha passato in rassegna gli scostamenti tra SIL e SAL, le ritenute a garanzia sul SIL e gli acconti a fornitori giungendo alla conclusione che i valori indicati dal piano appaiono attendibili;

- *Crediti verso clienti e consociate.* Il Professionista, dopo aver riportato i valori della situazione patrimoniale ed economica al 30/4/2009, ha provveduto, in conformità a quanto asserito dal punto B.7. del Protocollo¹⁵⁶, al controllo in merito alla correttezza delle valutazioni ed eventuali svalutazioni apportate alle voci contabili relative ai crediti. Per ogni singola partita creditoria, ha provveduto ad illustrare l'indicazione del documento contabile da cui trae origine, la scadenza, l'anzianità del credito, la solvibilità del debitore, il valore contabile ed il valore di realizzo assunto nel piano;
- *Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni.* La voce si riferisce ad una polizza assicurativa a garanzia dell'esposizione debitoria per scoperto di conto corrente della COGEL nei confronti della Banca

¹⁵⁶ Cfr. "Gruppo di lavoro decreti competitività" del Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti, *Protocollo piani di risanamento e ristrutturazione; relazione del professionista: profili organizzativi e principi di comportamento nell'ambito delle procedure di concordato preventivo, accordo di ristrutturazione dei debiti, piano di risanamento attestato*", 2006.

Monte dei Paschi di Siena, riscattabile in qualsiasi momento. Il valore di riscatto alla data del 31.12.2008, per quanto comunicato dalla società assicuratrice, è pari al valore di realizzo assunto nel piano ed ammonta a Euro 316.366,00. Tuttavia il Professionista, considerando che il valore di riscatto della polizza *“potrà essere asservito esclusivamente all’estinzione del debito per la quale la polizza è stata contratta, dello stesso non debba tenersi conto ai fini della stima dell’attivo concordatario, e allo stesso tempo debba escludersi il corrispondente importo del debito garantito nel passivo concordatario”*¹⁵⁷;

- *Attività non iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento. Il net asset value del leasing immobiliare.* Considerando che ci sono dei beni, sia mobili che immobili, non rappresentati in stato patrimoniale in conseguenza dell’applicazione dei principi civilistici di redazione del bilancio, ma che sono suscettibili di autonomo realizzo, si è proceduto ad una loro valutazione ai fini del piano. Quest’ultimo prevede ipotesi di realizzo in relazione ai soli *leasing* immobiliari, in considerazione dell’avvenuta risoluzione di gran parte dei *leasing* mobiliari. Ai fini della stesura del piano, COGEL ha nominato un perito per la stima dell’immobile sito in Roma, via Savoia 43. Il Prof. Fiori, al fine di verificare l’attendibilità del valore espresso nel piano, ha provveduto a confrontare il valore di realizzo del bene, indicato nel piano, con il valore del debito residuo. A questo scopo ha assunto come tasso di attualizzazione il tasso di *leasing*¹⁵⁸ e come valore di riscatto il valore nominale indicato nel contratto;
- *Le attività cedute pro-solvendo.* Dall’ammontare dell’attivo concordatario individuato sulla base delle assunzioni del piano sono state sottratte tutte quelle voci che si riferivano a crediti ceduti pro-solvendo ad istituti

¹⁵⁷ Cfr. *Relazione ex art. 161, comma 3, L.F. nella domanda di concordato preventivo della Co.G.EL. Spa in liquidazione.*, Prof. Fiori, Roma, 23 giugno 2009.

¹⁵⁸ Cfr. Tasso interno per il quale si verifica l’uguaglianza tra valore attuale dei canoni futuri ed importo finanziato, il valore attuale del debito tende a coincidere con il debito residuo per sorte capitale.

bancari e a polizze assicurative acquisite a garanzia di altri debiti bancari. In tal senso, nel piano si è proceduto ad individuare l'ammontare delle attività da destinare a garanzia dei debiti assunti. La quantificazione del loro importo è avvenuta procedendo al confronto tra valore di stima degli attivi ceduti e ammontare residuo del debito garantito;

- *Il passivo concordatario.* Il passivo concordatario è dato dalla somma tra il debito di diretta imputazione di COGEL e l'importo integrale dei debiti delle società consortili nei confronti di terzi¹⁵⁹. Nel piano il debito complessivo è stato riclassificato distinguendo tra creditori assistiti da privilegio generale sui beni mobili, secondo le norme del codice civile, e creditori chirografari;
- *I costi della procedura.* Il professionista ha riportato l'elenco degli oneri derivanti dalla gestione della società per la prevedibile durata della fase liquidatoria, le spese connesse all'instaurarsi della procedura e alla liquidazione dei beni;
- *Accantonamenti per rischi legali generali.* Prudentemente sono state accantonate delle somme al fine di contemperare l'eventuale ipotesi di soccombenza parziale nei giudizi in corso o in via di instaurazione conseguenti all'avvenuta risoluzione contrattuale delle commesse;
- *L'ipotesi di riparto in favore dei creditori concordatari.* Il Piano prevede anzitutto il pagamento integrale delle spese di procedura e dei creditori assistiti da privilegio generale sui beni mobili. Per ciò che concerne i creditori chirografari, essi potranno vedere soddisfatte le loro pretese nella misura del 20% del valore nominale dei crediti vantati.

¹⁵⁹ Cfr. Ciò è dovuto all'ipotesi di solidarietà passiva tra consorzio e consorziati e degli accordi consortili sottoscritti tra i partecipanti al consorzio, che prevedono l'integrale ribaltamento a loro carico dei costi sostenuti. Ciò, ferma restando, in caso di pagamento, la possibilità di agire in via di regresso nei confronti degli altri consorziati.

Il Professionista, come prescritto dal Protocollo piani di risanamento e ristrutturazione, nella parte conclusiva della relazione attesta la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano di concordato con cessione beni ai creditori.

CONCLUSIONI

Giunti a conclusione dell'analisi, si può affermare che nell'ambito delle c.d. "operazioni straordinarie" il piano industriale si è rivelato uno strumento fondamentale ai fini degli adempimenti di legge.

Per dimostrare ciò si è dapprima analizzato lo schema tipico del piano industriale così come suggerito dalla *Guida* di Borsa Italiana e successivamente si è approfondita la normativa prevista dal Codice Civile e dalla CONSOB nel caso in cui si effettuino "operazioni straordinarie".

Per quanto concerne l'operazione di fusione, sono evidenti le analogie tra lo schema previsto dal Regolamento CONSOB n. 11971 per la redazione della relazione dell'organo amministrativo e lo schema standard del piano industriale previsto da Borsa Italiana. Infatti, nel punto 1, lett. a) del Regolamento è richiesta l'indicazione delle intenzioni strategiche e dell'*action plan*, elementi che possono essere ritrovati rispettivamente ai punti 3 e 4 dello schema standard. Analogamente, i punti 1, lett. b) e c) del Regolamento sono riconducibili al punto 5 dello schema standard, che tratta di ipotesi e dati finanziari.

Inoltre, analizzando numerose relazioni¹⁶⁰ redatte dai vari organi amministrativi delle società coinvolte in operazioni di fusione, si evince che nella pratica professionale questa similitudine è ancor più evidente.

Infine, non bisogna dimenticare che il piano industriale è lo strumento cardine per la determinazione del rapporto di concambio c.d. "teorico". Infatti gli amministratori, o gli *advisor* da questi nominati, utilizzano i dati finanziari prospettici contenuti nel piano industriale delle proprie società come base di partenza per effettuare valutazioni economiche delle aziende coinvolte. In merito a quest'ultimo aspetto, si sono riportate le indicazioni del Guatri e del Bini¹⁶¹ che,

¹⁶⁰ Cfr. Enìa Spa in Iride Spa con contestuale cambio di denominazione in Iren Spa; La Gaiana Spa in Gabetti Spa; San Paolo IMI Spa in Banca Intesa Spa; Seat Pagine Gialle Spa in Silver Spa e di Silver Spa in Spyglass Spa; Banca Lombarda e Piemontese Spa in Banche Popolari Unite SCPA; Abaco information services Srl in Aisoftw@re Spa.

¹⁶¹ Cfr. GUATRI BINI, *Principi e linee guida professionali*, Catena i multipli nelle valutazioni di azienda, Università Bocconi Editore, 2002;

tra i vari accoppiamenti di metodi valutativi possibili, hanno selezionato cinque soluzioni, di cui tre consigliate e due minimali.

Per quanto riguarda l'operazione di *leveraged buy out*, si è cercato di comprendere, da un punto di vista marcatamente pratico, in cosa si risolvesse la c.d. "procedimentalizzazione" speciale. Nel caso di specie gli esperti sono chiamati a redigere una relazione contenente non solo un parere sulla congruità del rapporto di concambio ma – ai sensi dell'art. 2501-bis c.c. – devono anche esprimere una *opinion* professionale sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione. Quindi, considerata la natura meramente prospettica dei dati economici, patrimoniali e finanziari su cui l'esperto deve lavorare si sono analizzate le *guidelines* per la verifica dei dati previsionali.

In Italia, i principali standard di riferimento sono:

- il principio internazionale di revisione ISAE 3400 (ha sostituito l'ISA 810), che tratta il tema "*The examination of prospective financial information*";
- il documento (in fase di aggiornamento) n. 114 ASSIREVI intitolato "*Richieste dello sponsor relative al paragrafo 2.d) dell'art. 2.3.4 del regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla borsa italiana s.p.a.*";
- la "*Guida al piano industriale*" di Borsa Italiana.

La conclusione alla quale si è giunti è che, al fine di esprimere la propria *opinion*, l'esperto dovrà preventivamente:

- acquisire un sufficiente livello di conoscenza del settore di attività dell'azienda in esame;
- possedere un'adeguata conoscenza della società con riferimento al processo di preparazione dei dati previsionali;
- fare un'analisi dei principali indicatori aziendali quali la redditività storica e prospettica normalizzata, i dati storici e prospettici del capitale circolante, della posizione finanziaria netta e i flussi di cassa anch'essi normalizzati, individuando e analizzando gli aspetti di variabilità e vulnerabilità delle ipotesi sottostanti ai dati previsionali;

- verificare la coerenza delle ipotesi poste a fondamento del piano sia con le previsioni del quadro macroeconomico e di settore, sia con le azioni che il management intende intraprendere per realizzare il piano.

In merito alle attestazioni degli esperti previste dalla Legge Fallimentare, l'attenzione è stata rivolta all'individuazione di *best practice* che potessero rivelarsi utili ai fini dell'attestazione di concordati preventivi, accordi di ristrutturazione dei debiti e piani attestati; ciò è stato fatto considerando che:

- l'esperto, nell'ambito dei suddetti istituti, è chiamato a svolgere un'attività di *due diligence* o verifica su informazioni prospettiche che sono il frutto di proiezioni e attese future degli amministratori di un'azienda in crisi;
- nessuna disposizione della Legge Fallimentare specifica, anche solo in modo sintetico, quali siano le condizioni ovvero i contenuti minimali che devono caratterizzare le relazioni di accompagnamento agli strumenti di composizione della crisi d'impresa.

A tal fine, sono stati analizzati e commentati alcuni autorevoli studi, tra i quali spiccano:

- il “*Protocollo piani di risanamento e ristrutturazione; relazione del professionista: profili organizzativi e principi di comportamento nell'ambito delle procedure di concordato preventivo, accordo di ristrutturazione dei debiti, piano di risanamento attestato*”, elaborato dal “Gruppo di lavoro decreti competitività” del Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti nel 2006;
- le “*Linee guida per il finanziamento delle imprese in crisi*”, redatte nel 2008 da Assonime in collaborazione con l'Università di Firenze ed il Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili;

- le “*Osservazioni sul contenuto delle relazioni del professionista nella composizione negoziale della crisi di impresa*”, emanate dalla Commissione di studio crisi e risanamento di impresa del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili nel 2009.

In fine, con lo scopo di meglio comprendere, da un punto di vista pratico, l'attività che viene svolta dal professionista chiamato ad attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano in caso di concordato preventivo, si è analizzato il caso di CO.GE.L S.p.a in liquidazione.

In conclusione, non si può non sottolineare che, sia nell'ambito del Codice Civile sia in quello della Legge Fallimentare, l'esperto è chiamato a svolgere un'attività molto complessa. Ciò è dovuto principalmente al fatto che, in entrambi i casi, le norme non disciplinano in modo compiuto il contenuto tipo della relazione che nelle varie circostanze l'esperto è chiamato a redigere. Il Legislatore infatti si limita a prescrivere solo degli aspetti sui quali l'esperto è chiamato a soffermarsi.

Nel caso di operazioni straordinarie una ulteriore difficoltà è costituita dalla circostanza che il Legislatore non indica una metodologia di valutazione da preferire rispetto ad altre, ma rinvia completamente alla discrezionalità dell'esperto.

Nell'ambito della legge fallimentare, gli articoli riguardanti il concordato preventivo, gli accordi di ristrutturazione dei debiti e i piani attestati, non contengono elementi utili per identificare una procedura, un metodo, dei principi o un approccio operativo per effettuare le verifiche necessarie per le attestazioni richieste.

Alcuni autori, tra cui il Misino¹⁶², sostengono che questa mancanza sia dovuta alla circostanza che la relazione del professionista è strettamente legata e dipendente dal piano presentato dal debitore e, pertanto, la relazione sarà tanto più complessa ed articolata quanto più sarà elaborato il piano.

¹⁶² Cfr. MISINO V. – ZIVELONGHI C., *La relazione del professionista nel concordato preventivo*, in Finanza e controllo, n.1, 2007.

BIBLIOGRAFIA

Libri:

BASTIA P., *Il budget d'impresa*, Clueb editore, 1997;

BASTIA P., *Sistemi di pianificazione e controllo*, Il mulino, 2001;

BESANKO, DRANOVE, SHANEY, *Economia dell'industria e strategie d'impresa*, UTET, 2002;

BIANCHI L., *La congruità del rapporto di concambio nella fusione*, Il sole 24 ore, 2002.

BONFATTI S. FALCONE G., *Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e la sistemazione delle crisi di impresa*, Giuffrè editore 2006;

BORSA ITALIANA, *Guida al piano industriale*, 2003;

BORSA ITALIANA, *Guida al sistema di controllo di gestione*, 2003;

BRUNI G., *Revisione aziendale e di bilancio*, Isedi, 2010;

CADEDU L. PORTALUPI A., *Il processo di revisione contabile*, Il sole 24 ore, 2009;

CAIAFA A., *Le procedure concorsuali nel nuovo diritto fallimentare*, UTET Giuridica 2009;

CAMPOBASSO, ABBADESSA PORTALE, *Il nuovo diritto delle società*, UTET 2006;

CARAMIELLO, DI LAZZARO, FIORI, *Indici di bilancio*, Giuffrè editore 2003.

CARLTON D., PERLOFF J., *Organizzazione industriale*, McGraw-Hill, 1997;

CAVALIERI E., *Economia aziendale*, Giappichelli, 2005;

COLLIS, MONTGOMERY, *Corporate Strategy*, McGraw-Hill, 2007;

DEMARCHI P. GIACOMAZZI C., *Le procedure concorsuali*, Giuffrè editore 2008;

FERRARA F. CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè editore, 2006;

FERRO M, RUGGIERO A., DI CARLO A., *Concordato preventivo, concordato fallimentare e accordo di ristrutturazione dei debiti*, Giappichelli 2009.

FONTANA F. CAROLI M., *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, 2006;

G. GUAREGNANI, *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e MLBO*, Giuffrè editore 2006.

GARDI F., *Fusioni e altre combinazioni di imprese, finalità e tecniche di realizzazione*, Egea 1990

GRANT, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Il Mulino, 2005;

GUATRI L. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, UBE 2005;

GUATRI L. BINI, *Principi e linee guida professionali, Catena i multipli nelle valutazioni di azienda*, UBE 2002;

GUATRI L. SICCA L., *Strategie leve del valore valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, 2001;

GUATRI L. UCKMAR V., *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea, 2009;

GUATRI L., *La qualità delle valutazioni*, Università Bocconi Editore, 2007;

HAX, *La gestione strategica dell'impresa*, N.S, 2000;

KPMG, *20 anni di M&A: fusioni e acquisizioni in Italia dal 1988 al 2010*, Egea, 2010.

INTERNATIONAL STANDARD ON ASSURANCE ENGAGEMENTS 3400;

MAZZOLA P., *Il piano industriale*, UBE, 2003;

MILGROM P. ROBERTS J., *Economia, organizzazione e management vol. 2*, Il mulino 2005;

MIOLA M., *La stima dei conferimenti in natura e dei crediti volume 1 del Trattato delle società per azioni diretto da COLOMBO PORTALE*, Utet 2004;

MONTI E., *Manuale di finanza per l'impresa*, Isedi, 2006;

PANATO A., *Le perizie di stima*, Cesi 2008;

PERROTTA R. GAREGNANI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè editore, 1999;

PERROTTA R., *Il conferimento d'azienda*, Giuffrè editore, 2005;

PERROTTA R., *L'applicazione dei principi contabili internazionali alle business combination*, Giuffrè editore, 2006;

PERROTTA R., *La fusione inversa*, Giuffrè editore, 2006;

POTITO L., *Economia delle operazioni straordinarie d'impresa*; CEDAM, 2000;

POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*; Giappichelli Editore, 2009;

RIVA P., *L'attestazione dei piani delle aziende in crisi*, Giuffrè editore 2009;

SANTAGATA C., *Le fusioni*, volume 7.1 del *Trattato delle società per azioni* diretto da COLOMBO PORTALE, Utet 2004;

SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè editore 2005

TEDDE V., *Nuovi strumenti finanziari: il lbo*, Angeli 2008;

V. CODA, *L'orientamento strategico di fondo delle imprese eccellenti*, in Aa. Vv. *Caratteri distintivi dell'eccellenza imprenditoriale*, Cedam, 1988.

ZANDA, LACCHINI, ONESTI, *La valutazione delle aziende v edizione*, Giappichelli Editore;

Riviste:

A.I.F.I., *L'impatto economico del management lbo*, 7/2001;

ALPA G. SACCOMANI A., *Procedure negoziali, due diligence e memorandum informativi*, I contratti 3 /2007;

BARZAGHI L., *Operazioni di lbo*, Amministrazione & finanza 4/2002;

BELLEZZA, *la disciplina della trasformazione, della fusione e della scissione*, in Atti del convegno Paradigma, *La riforma del diritto societario*, 9/2002.

BIANCHI F., *Attività di due diligence nelle operazione di fusione e acquisizione*, Diritto e pratica delle società 28/2008;

BIANCHI F., *La due diligence nelle operazioni di M&A. lezione unica*, Amministrazione e finanza. I corsi 15/2009;

BIANCHI L., *Le valutazioni economiche nella prospettiva del diritto delle società e del mercato finanziario*, La valutazione delle aziende;

BONFATTI S., *Le procedure di composizione negoziale delle crisi d'impresa*, il caso.it documento 214/2010;

BONISSONI A., *Lbo: riflessioni e prospettive future*, Diritto e pratica delle società 2/2010;

Bozza di principio contabile su: *Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio*, OIC, 2010.

BRAGOLI L., *La due diligence legale nell'ambito delle operazioni di acquisizione*, I contratti 12/2007;

BRESCIA G., *Le attestazioni degli esperti richiesti dalla Legge Fallimentare*, il caso.it documento 174/2009;

BRUNO N., *Il LBO nella casistica giurisprudenziale*, CERADI 2002.

BUTTIGNON F., *La valutazione delle aziende nelle operazioni di lbo*, La valutazione delle aziende 38/2005;

CACCHI PESSANI, PICONE, *Le operazioni di leveraged recapitalization*, Le società 1/2005;

CAPODOGLIO G., *La determinazione dei valori di conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima*, Commissione "norme e principi contabili" CNDC;

CARATOZZOLO M., *Il valore equo nella disciplina alternativa della valutazione dei conferimenti in natura*, Le società 10/2009;

CAROLA G., *Tipologie di due diligence: criteri di classificazione*, Diritto e pratica delle società 20/2005;

CARRIERE P., *Le operazioni di leveraged cash out*, Le società 6/2005;

CASSOTTANA M., *Deliberazione di fusione*, Le società 5/2004;

CELENATANO P., *I requisiti del professionista che attesta i piani concordatari*, Il fallimento 7/2010;

CERADINI C., Direttiva 2007/63/CE e relazione degli esperti, Guida alla contabilità & bilancio, 21/2009;

CERRATO VIETTI, *Il business plan in un'operazione di lbo*; Controllo di gestione 2/2010;

CNDC-ASSONIME, *Linee guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, 5/2008.

CNDC-COMMISSIONE PROCEDURE CONCORDSUALI, *Protocollo piani di risanamento e ristrutturazione, relazione del professionista*, 2006.

COLOMBO G., *Conferimento in natura rettificato dalla revisione della stima e voto del conferente nell'assemblea di riduzione del capitale*, Le società 3/2001;

CORASANITI G., *Le rettifiche del valore dell'avviamento nella cessione d'azienda*, La valutazione delle aziende;

DEMARCHI P., *I piani di risanamento ex art 67 Legge Fallimentare*; il caso.it documento 189/2010;

DI CARLO A., *Riflessioni sui piani attestati e relazione del professionista*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale novembre-dicembre 2007;

DI PACE, *Il piano di risanamento delle imprese in crisi*, PMI 2/2010;

DISTEFANO F., *Il ruolo della professione economica nel nuovo concordato preventivo*, Rivista dei dottori commercialisti 4/2005;

Documento n. 65 ARISTEIA, *Gli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis lf.*, 2006;

Documento n. 84 ARISTEIA, *L'esperto nelle procedure concorsuali*, 2008.

FABIANI M., *L'ulteriore up-grade degli accordi di ristrutturazione e l'incentivo ai finanziamenti nelle soluzioni concordatarie*, Il fallimento 8/2010;

FALINI A., *La valutazione dei conferimenti di aziende: metodi di valutazione e profili aziendalistici*, Rivista dei dottori commercialisti 4/2008;

FERRANDINA A., *Business plan: perchè scriverlo*, PMI 1/2010;

FERRANDINA A., *Come si scrive il business plan*, PMI 1/2010;

FERRO M., *I nuovi strumenti di regolazione negoziale dell'insolvenza e la tutela giudiziaria delle intese fra debitore e creditori: storia italiana della timidezza competitiva*, Il fallimento 5/2005;

FONDAZIONE ARISTEA, *La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, Documento n. 50;

FONDAZIONE CENTRO STUDI U.N.G.D.C., *Profili giuridici di problematicità del MLBO*, Circolare n. 8;

FORTUNATO S., *La responsabilità civile del professionista nei piani di sistemazione delle crisi d'impresa*, Il fallimento 8/2010;

FRANCESCHI L., *La relazione peritale nel concordato preventivo: natura e contenuto*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale marzo-aprile 2008;

G. ZANDA, *La coerenza tra tassi e flussi nella stima del valore del capitale economico delle aziende effettuata con i metodi reddituali e finanziari*, in Scritti in memoria di Raffaele D'Oriano, Cedam, Padova, 1996

GAGLIARDI G., *Analisi critica del piano di investimento: i flussi di cassa prospettici*, Amministrazione e finanza 3/2001;

GAGLIARDI G., *Analisi critica del piano di investimento: le proiezioni economiche*, Amministrazione e finanza 24/2000;

GALASSI CILLONI, *Sintesi, determinazioni quantitative ex post, ex ante, e variabili stocastiche in economia aziendale*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale giugno 2010;

GHIGI C., *Novità in tema di fusione e scissione*, Le nuove leggi civili commentate, 3/2010;

GONNELLA E. NAZARO A., *La relazione di stima in ipotesi di trasformazione ai sensi dell'art. 2500 ter cc*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale settembre-ottobre 2004;

GUATRI L. UCKMAR V., *Il progetto di ricerca QW muove i primi passi*; La valutazione delle aziende 46/2007;

GUATRI L., *Come non procedere nella determinazione dei rapporti di concambio*, Valutazione delle aziende 11/1998;

GUATRI L., *Gli errori di valutazione in sede giurisdizionale. Ricerca di un apparato metodologico*, La valutazione delle aziende 45/2007;

GUATRI L., *Il punto sul progetto QW*, La valutazione delle aziende 53/2009;

GUATRI L., *L'etica nelle valutazioni aziendali: errori e approssimazione*, La valutazione delle aziende;

GUATRI L., *Le ragioni di un progetto (QW)*, La valutazione delle aziende;

GUIOTTO A., *Il compenso del professionista attentatore nel concordato preventivo*, Il fallimento 2/2009;

GULISANO A., *Vincoli di congruenza e finanziari nell'elaborazione del business plan*, Amministrazione & finanza 25/2010;

LANZI M., *Il professionista incaricato della relazione per l'ammissione al concordato preventivo non è un pubblico ufficiale*, Il fallimento 12/2010;

LAZZARO M., *La business plan review*, Contabilità finanza e controllo 30/2007;

LIPPOLIS L., *Rilievo dei vizi della delibera di fusione in sede di omologazione*, Le società 6/1999;

MALGUZZI A., *La disciplina del lbo dopo la riforma del diritto societario*, Rivista dei dottori commercialisti 6/2005;

MANDRIOLI L., *Concordato preventivo: la verifica del Tribunale in ordine alla relazione del professionista*, Il fallimento 10/2007;

MANDRIOLI L., *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F.*, Il fallimento 5/2010;

MANDRIOLI L., *Il piano di ristrutturazione nel concordato preventivo tra profili giuridici ed aspetti aziendalistici*, Il fallimento 11/2005;

MANDRIOLI L., *Osservazioni sul contenuto delle relazioni del professionista nella composizione negoziata della crisi d'impresa*, Commissione "crisi e risanamento di impresa" CNDC;

MARCHETTI F., *La relazione del professionista e i limiti del controllo giurisdizionale del Tribunale in sede di ammissione al concordato preventivo*, Il fallimento 8/2010;

MARCHETTI P., *La nuova disciplina delle fusioni*, Notariato 1991;

MARTELLINI M., *La necessità di esperti specialisti per le consulenze tecniche d'ufficio*, La valutazione delle aziende 52/2009;

MAZZEO D., *Il business plan: uno strumento fondamentale per ogni tipo di azienda*, PMI, 10/2009;

MELECCHI G., *La rilevanza giuridica del piano economico finanziario*, Contratto e impresa 1/2010;

MICHELOTTI F., *La relazione del professionista e i limiti del controllo giurisdizionale del Tribunale in sede di ammissione al concordato preventivo*, Il fallimento 8/2010;

MICHELOTTI F., *La relazione giurata estimativa del professionista nel concordato preventivo e fallimentare*, Commissione “il diritto fallimentare dopo la riforma” CNDC;

NEGRI-CLEMENTI PLATTNER DEL GUERRA, *Gli esperti indipendenti nell'ambito delle società di capitali: ruolo, doveri e responsabilità*, La valutazione delle aziende;

NIGRO A., *La relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di concambio*, Notariato 4/2002;

ONESTI T. ROMANO M., *La fusione inversa. Aspetti economico-aziendali e di rappresentazione contabile*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale luglio-agosto 2007;

PARISI G., *Il controllo della valutazione dei conferimenti in natura*, Rivista dei dottori commercialisti 1998;

PATTI A., *L'accelerazione delle soluzioni concordate: esperienze applicative*, Il fallimento 9/2010;

PICONE, *Il LBO nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa 2003.

POLI. R., *I conferimenti di aziende*, Rivista dottori commercialisti 1980;

QUATRARO B. MAURI A., *L'aumento di capitale con conferimento di beni in natura e crediti. La relazione ex art. 2343 c.c. Contenuto la revisione di stima, le responsabilità civili e penali dell'esperto*, Rivista dei dottori commercialisti 3/1993.

REBOA, *Le operazioni di leveraged buy out e l'art. 2501-bis c.c. prime considerazioni*, in Rivista dei dottori commercialisti 6/2003.

RIVA P., *L'attestazione dei piani redatti in situazione di crisi. Applicazione del documento ISAE 3400*, Il controllo nelle società e negli enti 4/2009.

RIVA P., *La revisione dei dati prospettici secondo l'ISAE 3400*;

RIVA P., *Redigere ed attestare i dati prospettici nei piani di risanamento, negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei concordati preventivi*, Rivista dottori commercialisti 3/2009;

ROBOTTI R., *L'esperto valutatore*, Amministrazione & finanza 1990;

ROMANO M., *La relazione degli esperti nelle operazioni di merger leveraged buy-out. Natura del controllo e profili economico-aziendali, Il controllo nella società e negli enti*, 8/2004;

ROMANO M., *Le leve del valore terminale d'azienda nei metodi finanziari di stima del capitale economico*, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* sett-ott/2002;

SALA F., *Il futuro dell'azienda si legge nel business plan*, *Amministrazione & finanza* 10/2000;

SALAFIA V., *Adempimenti conseguenti all'accertamento del difetto di valore del bene conferito*, *Le società* 3/2001;

SALAFIA V., *Conferimenti di beni in natura e crediti di valore superiore a quello nominale della quota di capitale sottoscritta*, *Le società* 2/2007;

SALAFIA V., *Funzione e rilevanza giuridica della stima prevista dagli art 2343 e 2343 bis cc*, *Le società* 4/1998;

SALAFIA V., *Il LBO nella riforma societaria*, *Le società* 8/2004;

SALAFIA V., *Il nuovo articolo 2358 cc e la relazione con l'art. 2051 bis cc*; *Le società* 5/2009;

SANDRIN V., *L'analisi di sensitività evoluta*, *Amministrazione & finanza* 19/2008;

SANGIOVANNI V., *Indebitamento, acquisizione e fusione*; *Le società* 8/2010;

SANTUCCI S., *La relazione dell'esperto nelle operazioni di MLBO*, *Bilancio vigilanza e controllo* 11/2009;

SARCONE S., *La determinazione del rapporto di concambio di azioni o quote nelle fusioni tra società*, *Rivista dottori commercialisti* 2/1987;

SAVIOLI G., *Aspetti economici aziendali delle relazioni attestative nelle procedure di soluzione negoziale delle crisi di impresa*, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* maggio-giugno 2010;

SAVIOLI G., *L'attestazione del professionista nelle procedure di composizione negoziale delle crisi d'impresa*, *Il fallimento* 3/2010;

SAVIOLI G., *La fattibilità del piano e la relazione del professionista ex art. 161lf*;

Scuola di Alta Formazione ODEC Milano, *La crisi di impresa: l'attestazione di ragionevolezza dei piani di ristrutturazione ex art. 67 lf*., I quaderni n. 27.

SIMONE M., *Il business plan finalizzato alla valutazione dell'equity aziendale*, *Amministrazione e finanza* 8/2010;

SPOLIDORO M.S., *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*, *Le società* 3/2000;

SPOLIDORO M.S., *Incorporazione della controllante nella controllata e LBO*, *Le società* 1/2000;

STESURI A., *Responsabilità attenuata per i professionisti della due diligence*, *Amministrazione e finanza* 10/2003;

TAMI A., *La due diligence nelle operazioni di acquisizione e valutazione di aziende*, *Rivista dei dottori commercialisti* 1/2008;

TESTA A., *La suddivisione dei creditori in classi nella domanda di concordato preventivo*, Diritto e pratica delle società aprile 2010;

TROYER L., *Le responsabilità penali relative alle soluzioni concordate delle crisi d'impresa*, Rivista dei dottori commercialisti 1/2008;

URBANO, *Funzione della relazione dell'esperto indicato dall'art 20501 quinquies cc*, Le società 4/2001;

VERNA G., *Contenuti del piano di risanamento e della relativa attestazione*, Il diritto fallimentare e delle società commerciali 1/2010;

VIOTTI G., *La relazione dell'esperto è necessaria già al momento della delibera di aumento del capitale?*, Le società 8/2001;

VISCONTI R., *Conferimenti in natura e valore equo*, Le società 7/2009;

VITIELLO M., *Il nuovo concordato preventivo*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale marzo-aprile 2008;

ZANETTI A., *L'Art. 67 comma 3 lettera d della Legge Fallimentare*, CNDC;

ZORZI A., *La redazione della relazione giurata del professionista ex art. 160 lf*, Il fallimento 5/2010;