



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 POTITO

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

SINTESI

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.

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.

CAPITOLO 1: Il piano industriale

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.

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. Essi sono:

- sostenibilità finanziaria;
- coerenza;
- attendibilità.

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.

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.

L'attendibilità del piano dipende dalla compatibilità delle assunzioni sulle quali è costituito con le caratteristiche dell'ambiente e dalla ragionevolezza dei risultati attesi.

Si è inoltre analizzato il contenuto e la struttura tipica del piano industriale proposta da Borsa Italiana, in *Guida al piano industriale*.

CAPITOLO 2: La fusione

Dopo aver descritto brevemente l'operazione di fusione, se ne sono approfonditi i profili civilistici. Si sono analizzate nello specifico la relazione dell'organo amministrativo prevista dall'art. 2505-*quinquies* c.c. e quella dell'esperto disciplinata dall'art. 2501-*sexies* c.c..

Lo scopo della relazione dell'organo amministrativo è sia quello di illustrare le motivazioni economiche e giuridiche che hanno spinto le società a fondersi che quello di illustrare 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..

Sono evidenti le analogie tra lo schema previsto dal suddetto regolamento 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 relazioni³ redatte dai vari organi amministrativi delle società coinvolte in operazioni di fusione, si evince che nella pratica professionale questa similitudine è ancor più evidente.

Successivamente si sono analizzate le problematiche valutative concernenti la stima del rapporto di concambio.

³ 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.

CAPITOLO 3: Il leveraged buy out

Il *leveraged buy out* è 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*. Alla chiusura dell'operazione, la *target*, si ritrova con un rapporto di indebitamento più elevato rispetto alla situazione ante-LBO.

Il legislatore della riforma del diritto societario, nel disciplinare questa operazione, al fine di meglio tutelare le parti coinvolte, ha previsto degli oneri informativi supplementari rispetto ad una normale operazione di fusione.

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;
- 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.

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 la verifica della ragionevolezza andrà condotta seguendo le

guidelines per la verifica dei dati previsionali, ovvero l'ISAE 3400, il documento n. 114 di ASSIREVI e Guida al piano industriale di Borsa Italiana.

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, si è analizzata nel dettaglio la 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.

CAPITOLO 4: I conferimenti di azienda

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.

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.

Il procedimento disciplinato dall'art. 2342 c.c. 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.

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.

L'esperto è libero di scegliere i criteri di valutazione dell'azienda che ritiene più idonei, ma prescindere dal metodo valutativo prescelto, dovrà fornire, oltre che il valore economico complessivo, anche una rappresentazione 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.”*⁴

*“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.”*⁵

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

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.

⁴ Cfr. POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2009.

⁵ Cfr. PERROTTA R. GAREGNANI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè editore, 2005.

CAPITOLO 5: Le attestazioni degli esperti richieste dalla Legge Fallimentare

Con la riforma della Legge Fallimentare, 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.

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

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.

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.

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 è proceduto ad analizzare una serie di documenti utili alla causa, tra i quali:

- 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.

Successivamente si è proceduto all'analisi del contenuto delle attestazioni in caso di concordato preventivo, accordo di ristrutturazione dei debiti e piani attestati.

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.