

IDEE & VALORE La scissione societaria è sempre fonte di opportunità per i soci? No, per i rischi legati alla responsabilità solidale. Con un possibile effetto boomerang. Ecco i casi Sorin-Snia, Montefibre-Ngp e quello (possibile) di Fiat

di Marco Colacicco

I contenuti del prospetto informativo per l'aumento di capitale della Snia, società da cui è stata scorporata la ben più redditizia Sorin, e il dibattito in corso su un possibile spin off dell'auto da Fiat (operazione che si è da tempo suggerita in queste pagine, v. numeri del 19 febbraio e del 25 marzo) offrono lo spunto per analizzare il tema della scissione.

Quest'operazione di finanza straordinaria, finalizzata generalmente a separare attività tra loro eterogenee e a estrarre il valore che il più delle volte è assorbito dal cosiddetto sconto holding, offre le rilevanti opportunità che il mercato premia in questi giorni, ma sottende anche una serie di delicate problematiche da non sottovalutare. Quattro sono gli elementi principali da tenere ben presenti nel pianificare, valutare e deliberare la scissione:

- 1) la creazione di valore che l'operazione può generare;
- 2) la capacità della società più debole di stare autonomamente sul mercato;
- 3) l'attento bilanciamento delle attività e soprattutto delle passività da trasferire con la scissione;
- 4) i rischi giuridici in ordine alla responsabilità solidale, ovvero quella sorta di delicata responsabilità di ritorno che può investire una qualunque delle società interessate (scissa o beneficiaria) in dipendenza della successiva incapacità di far fronte agli originari impegni della società che si è scissa da parte di altra società cui gli stessi sono rimasti a carico nell'ambito dell'operazione.

Ne risulta come, soprattutto nei casi più delicati dove si vanno a separare attività profittive da altre in difficoltà, l'esame congiunto delle opportunità e dei rischi, delle modalità tecniche di esecuzione e dei rischi futuri rappresenti un necessario tutt'uno.

La tabella allegata riassume le operazioni di scissione che hanno interessato la borsa negli ultimi anni. Le finalità sono state le più differenti, dall'estrazione di valore mediante quotazione di un business eterogeneo, come nei casi Sirti-Immsi, Cmi-Investimenti Immobiliari Lombardi, Class Editori (che controlla questo giornale)-Cia, alla riorganizzazione interna al gruppo (Bipielle Investimenti-Banca popolare di Lodi-Banco di Chiavari e della Riviera ligure, Snia-Sorin), dalla cessione di un business (Telecom Italia Media-Pagine gialle) allo scorporo di attività potenzialmente nuove e promettenti (Aedes-Cdb Web tech, Enertad-Actelios). Alla lista si potrebbe aggiungere in futuro Fiat, che, per dimensioni e problematiche coinvolte, rappresenterebbe sicuramente la scissione per eccellenza.

Come detto, le operazioni di scissione sono frequentemente effettuate con l'obiettivo alternativo o di separare business eterogenei tra loro, al fine di liberare il cosid-

Quando i problemi NON SI SCINDONO

DOVE È ANDATO IN SCENA LO SPIN OFF

Operazioni effettuate tra società quotate a piazza Affari

Data scissione	Società scissa	Beneficiaria
Gennaio 2004	Snia spa	Sorin spa
Dicembre 2003	Bipielle investimenti spa	Banca popolare di Lodi Scari
Dicembre 2003	Bipielle investimenti spa	Banco di Chiavari e della Riviera Ligure spa
Agosto 2003	Tim spa (già Seat pagine gialle spa)	Seat pagine gialle spa
Febbraio 2003	Montefibre spa	Ngp spa
Dicembre 2002	Class editori spa	Compagnia immobiliare azionaria spa
Febbraio 2002	Autostrada Torino-Milano spa	Sias spa
Febbraio 2002	Enertad spa (già Cmi spa)	Actelios spa
Marzo 2000	Aedes spa	Cdb web tech spa
Febbraio 2000	Sirti spa	Immsi spa
Luglio 1999	Cmi spa	Investimenti immobiliari lombardi spa
Novembre 1998	Premafin finanziaria spa	Immobiliare lombarda spa
Novembre 1996	Gemina spa	Holding di partecipazioni industriali spa

Fonte: Studio Colacicco

detto «sconto holding», o di segregare le attività profittive da altre meno solide.

Se queste sono le premesse, due sono i fattori cui attribuire maggiore rilievo in sede di valutazione iniziale: il tempo e l'estrema cautela nelle modalità esecutive. Il fattore tempo è di banale comprensione: se emerge l'opportunità di creare (o salvaguardare) valore con la scissione ha allora senso farla il più presto possibile. Più si attende e più si rischia di bruciare valore.

La futura autonomia della società più debole

A questo punto entra però in gioco il secondo fattore: nel caso in cui la scissione sia finalizzata a separare attività redditizie da altre meno profittive e magari in perdita l'operazione non deve creare una sorta di «bad company» ma una società che abbia basi solide, in grado di stare da sola sul mercato. Entra quindi in gioco un preliminare e attento esame degli aspetti industriali e gestionali, che deve coinvolgere la verifica della completa autonomia economica, finanziaria e patrimoniale della società più debole. Se l'autonomia finanziaria e patrimoniale possono anche essere assicurate (grazie a un adeguato bilanciamento delle attività e passività da trasferire), l'indipendenza economica è un aspetto ben più delicato.

Concretamente parlando, la società più debole deve, alternativamente, o avere comunque una propria autonoma capacità reddituale o la stessa le deve essere assicurata grazie a qualche accordo industriale di sostanza che permet-

ta l'ingresso di qualche ulteriore socio di peso in grado di sviluppare potenzialità sinergiche e di sviluppo.

In assenza di uno dei due presupposti non è ipotizzabile concepire e pianificare un'operazione di scissione, mancando le basi solide che la debbono sostenere nel tempo.

Il bilanciamento da trasferire

Ma in quest'ultimo caso come bilanciare con adeguatezza le attività e le passività da trasferire? Non si può, come detto, pensare a una scissione che abbia come risultato la creazione di una sorta di bad company, che verrebbe comunque giuridicamente punta a posteriori con l'evidenziazione della responsabilità solidale di cui agli articoli 2506-bis e 2506-quater del codice civile. Proprio la delicatezza fin qui descritta rende Fiat l'esempio più idoneo e complesso per evidenziare le problematiche con cui si deve confrontare la materiale finalizzazione di un'operazione di scissione, a priori opportuna e vantaggiosa.

Relativamente alle problematiche esecutive, è fuor di dubbio che la divisione auto debba essere preliminarmente sgravata da ogni debito finanziario e, anzi, dotata di una dote sufficiente a sostenerne il piano di sviluppo. I 3 miliardi di euro derivanti dalla conversione del convertendo, gli 1,5 miliardi di euro introitati da Gm, l'incasso della quota Italenergia e il realizzo dei pacchetti di minoranza Res e Mediobanca (enorme sacrificio di potere ma con un ritorno più che proporzionale, aprendo le porte al progetto in questione) rap-

presenterebbero una base forse idonea, assicurando risorse per oltre 7 miliardi di euro.

La finestra di opportunità per la scissione sta quindi per aprirsi con la prossima maturazione di buona parte dei suddetti incassi; quale irripetibile opportunità da sfruttare più della possibilità di collocare sul mercato un'auto sgravata da buona parte delle passività (eliminando quindi le problematiche in ordine alla responsabilità solidale che hanno da sempre impedito la fattibilità dell'operazione) affrancando definitivamente il resto del gruppo da quella sorta di prigionia a garanzia dei debiti complessivi? Un simile ragionamento coglierebbe forse l'attimo fugace nell'interesse dei soci, ma la scissione poi l'azienda al suo destino non fosse accompagnato dalla verifica della capacità reddituale, in completa autonomia (come da piano sempre confermato dai vertici che prevedono il completamento del turnaround nel 2006 e il consolidamento della ripresa nel 2007) o, come pare più ragionevole, insieme a un partner. Il momento del matrimonio per l'auto, su cui il management Fiat è sicuramente al lavoro, potrebbe dunque essere quello ideale anche per la scissione e per l'attesa creazione di valore per i soci.

Una scissione che non contemplasse contemporaneamente le due suddette esigenze sarebbe invece, a seconda dei casi, o soggetta

alla futura scure giuridica della responsabilità solidale o idonea a lasciare un pezzo d'Italia al suo destino.

La responsabilità solidale

Il rischio di una scissione mal concepita è che la stessa sia poi sanzionata da quella sorta di boomerang di ritorno che è rappresentata dalla responsabilità solidale e sussidiaria di cui agli articoli 2506-bis e 2506-quater del codice civile.

Nel caso in cui la società meno solida non si dimostri in grado di stare autonomamente sul mercato, ecco che la società più profittevole, apparentemente ormai autonoma e indipendente, rischia di venire a posteriori coinvolta per far fronte agli impegni della prima.

È infatti questa la soluzione che il legislatore ha correttamente voluto sia per prevenire operazioni architettate con il solo scopo di liberarsi delle attività in perdita o delle passività, mantenendo invece quelle solide nel frattempo liberate dai gravami e rischi generati dalla commistione con le prime.

Gli azionisti della società più robusta debbono monitorare l'andamento di quella meno solida, al fine di verificare di non essere coinvolti a posteriori dalla responsabi-

lità solidale di ritorno di cui agli articoli 2506-bis e 2506-quater del codice civile mentre, al contrario, i portatori di interessi diversi dai soci della società più debole debbono sempre valutare e tenere presente l'opportunità

**COSA PUÒ
SUCCEDERE
SE LA
SOCIETÀ
PIÙ DEBOLE
VA IN CRISI**

di rivalersi sulla società scorporata e patrimonialmente forte. Ma in che cosa materialmente si concretizzano (e quando e come si manifestano) i rischi della responsabilità solidale e, soprattutto, vi sono società quotate che rischiano di essere investite di questa problematica?

Il codice civile prevede un duplice caso di responsabilità solidale:

- 1) quella di cui all'articolo 2506-quater, comma 3, secondo cui ciascuna società coinvolta nella scissione è solidalmente responsabile, nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto a essa assegnato o rimasto, degli originali debiti della società che si è scissa non

soddisfatti dalla società cui gli stessi fanno carico post scissione; 2) quella di cui al precedente articolo 2506-bis, comma 3, secondo cui ogni società coinvolta nella scissione è solidalmente responsabile degli elementi del passivo della società oggetto di scissione la cui destinazione non sia desumibile dal progetto di scissione.

I rischi della scissione Snia

Vi sono società quotate indicate in tabella (che hanno quindi già realizzato lo scorporo) che potrebbero essere investite dalla problematica della responsabilità solidale? L'attenzione ricade innanzitutto sui contenuti e sulle problematiche dettagliatamente evidenziate all'interno del prospetto informativo per l'aumento di capitale di Snia, su cui mercato e commentatori si sono soffermati negli ultimi 15 giorni, sottolineando i rischi di rimborso di debiti e obbligazioni in via di emissione, chiaramente e correttamente indicati nel prospetto stesso, così come i rilevanti oneri per problematiche ambientali.

Ciò che invece sembra essere sfuggita è la possibilità che, qualora si materializzasse in futuro l'incapacità da parte di Snia di far fronte agli impegni antecedenti alla scissione, un terzo, vale a dire la più solida e capitalizzata Sorin, possa essere chiamato a rispondere, con sollievo dei vari creditori.

La problematica è ovviamente complessa e può essere rilevata solo genericamente sulla base dei dettami di legge, in mancanza di più dettagliate informazioni nell'ambito della documentazione aziendale.

Il problema si pone tuttavia mettendo a confronto i discorsi, estremamente ampi e trasparenti, contenuti sia nell'attuale prospetto informativo di Snia per l'aumento di capitale, che evidenzia le rilevanti problematiche aziendali (reddituale e di ordine ambientale) e i conseguenti rischi in termini di futuro rimborso dei debiti, sia, soprattutto, del prospetto informativo del 2003 per la scissione di Sorin da Snia, che già anticipava tali rischi, evidenziando chiaramente sia le questioni sottostanti alla responsabilità so-

lidade sia le rilevanti problematiche ambientali di Snia. È quindi indubbio come i soci, ma anche qualunque portatore di interesse istituzionale, di Sorin abbiano un sicuro interesse al successo sia dell'aumento di capitale di Snia sia al realizzo delle altre ipotesi di turnaround contenute nel prospetto informativo, al fine di veder progressivamente ridotta e limata la responsabilità solidale di Sorin stessa.

Sarebbe altresì opportuno che, data l'apparente rilevanza della questione che si sottolinea, il management (ma anche il collegio sindacale e i revisori) di Sorin evidenziasse nell'informativa contabile i rischi massimi cui la società potrebbe essere chiamata a rispondere in dipendenza delle disposizioni in ordine alla responsabilità solidale di cui agli articoli 2506-bis e 2506-quater del codice civile. È d'altronde stata questa la scelta fatta dal management di Montefibre, altro caso di società scissa direttamente (e fortemente) coinvolta dalle difficoltà della beneficiaria Ngp; in questo caso il bilancio 2004 di Montefibre evidenzia

tra i conti d'ordine la problematica della responsabilità solidale e sussidiaria e ne quantifica anche i rischi.

Quindi, in caso di: 1) situazioni di crisi aziendali (come è il caso di Ngp e, in parte, di Snia), 2) rilevanti cause pregresse, 3) significative problematiche ambientali (come nel caso di Snia), gli azionisti della società più solida devono necessariamente sperare nell'esito favorevole delle vertenze o nel successo del piano di ristrutturazione; qualora siano proposte operazioni sul capitale o emissioni di titoli di debito si verifica inoltre un caso di sostanziale traslazione dei rischi dalla società scissa, che vede ridursi la propria responsabilità solidale, ai sottoscrittori di titoli di capitale o di debito della società in difficoltà.

La problematica della responsabilità solidale, quando chiara e potenzialmente pericolosa, può tuttavia essere limitata contrattualmente. È stato questo il caso dei fondi di private equity, nuovi soci di Seat **Pagine gialle**, che, in dipendenza delle rilevanti pro-

NON TUTTE LE SOCIETA' DANNO UN QUADRO CORRETTO DEI RISCHI

blematiche legali connessi ai rischi associati alle cause con i gruppi De Agostini e Cecchi Gori, hanno chiesto e ottenuto manleva da parte del socio cedente Telemco Italia.

Sia il prospetto informativo per la quotazione di Seat sia i successivi bilanci della società, bilancio 2004 incluso, danno un'ampia disclosure sulla delicata tematica. Si tratta di un'informativa essenziale nell'interesse del mercato, soprattutto nei casi in cui la problematica possa assumere potenziale rilievo, che ogni management e organo di controllo di società interessate a una scissione dovrebbero sempre fare propria. (riproduzione riservata)

ROSSO & NERO
Norme complesse, che tassa

Uno dei temi che incide di più sulla competitività è l'impatto della normativa. La qualità della regolazione è un fattore abilitante dei processi di globalizzazione, non un freno. In Europa, in ambito comunitario, da tempo si spinge verso politiche legislative che portino a migliorare la qualità della regolazione (la better regulation) e alla messa a punto di principi comuni in materia di formulazione delle norme (per esempio la proporzionalità e necessità delle norme, sussidiarietà, trasparenza, accountability, accessibilità e semplicità).

Oggi l'eccesso di complessità normativa è uno dei grandi problemi delle democrazie avanzate. La globalizzazione dei mercati ha portato a una sofisticazione dei sistemi economici, facendo cadere quegli orizzonti di tempo e spazio che erano una bussola per il giurista. Ma quali sono le cause di questo appesantimento normativo? Tra le principali c'è l'evoluzione dei mercati in regime di economia aperta globale che ha portato con sé l'esigenza di assicurare nuove forme d'integrazione e di concorrenza economica. Inoltre, lo sviluppo dell'integrazione in ambito europeo ha avuto come conseguenza la necessità di recepire nei sistemi nazionali la normativa comunitaria, che spesso si è sovrapposta alla legislazione nazionale. Su tutto ciò ha assunto un ruolo decisivo anche la maggiore articolazione della società e dei sottosistemi che la compongono, con una crescente domanda di tutela normativa di specifici gruppi sociali e interessi separati. Da ultimo, l'alternanza di cicli politico-elettorali democratici, che ha caratterizzato anche l'Italia, ha reso più frequente l'adozione di interventi normativi in funzione di visibilità politica, determinando l'esigenza di mutamenti periodici nelle politiche legislative.

In questo contesto, la qualità della regolazione rappresenta quindi il punto cardine di un mondo globalizzato e non può essere limitata ad aspetti formali e tecnici di chiarezza e coerenza, ma richiede una politica istituzionale della legislazione molto più ampia che assicuri condizioni di competitività e di crescita del sistema economico.

L'eccessiva complessità della regolamentazione, il numero degli adempimenti e degli interlocutori con cui le imprese sono tenute a interagire, i tempi di risposta, i problemi legati all'incertezza derivante dall'elevato numero di norme, spesso non chiare e soggette a modifiche, rappresentano un elevato costo per le aziende e le penalizzano rispetto a quelle di altri paesi, d'Europa e del mondo. Si parla, a ragione, di una tassa regolativa che le imprese italiane sono tenute a scontare in modo oneroso anche se invisibile.

Le proposte richiedono un cambiamento culturale prima ancora che normativo. Occorre agire con strumenti differenziati: la semplificazione mediante il riordino e la riduzione/abrogazione di tutte quelle normative e regolamenti eliminabili nel nuovo assetto economico-giuridico; l'adeguamento, per quelle norme non eliminabili, delle procedure di normazione, il ricorso a forme di autoregolamentazione e di liberalizzazione dell'attività economica. (riproduzione riservata) di Giovanni Barbara - Partner KStudio associato (Kpmg)

TEATRO NUOVO
Vi conquisteremo con GRANDI STAR, MUSICA e DIVERTIMENTO
CAMPAGNA ABBONAMENTI 2005-2006
9 GRANDI SPETTACOLI IN ABBONAMENTO + 1 OPTIONAL

TATO RUSSO ESTERIO MATTEIRA TROPPI SANTI IN PARADISO Commedia in 3 atti una spaccata di TATO RUSSO	GIORGIO FERRAZZI - PAULINA PELLEGRINO GIORGIO FERRAZZI - ALESSIO MELICENTI RIVIO D'AMORE Commedia di SANDRO BUTER - regia di LUIGI TANI
TEATRO MUSICA - ENIGMA, HUMOR! MAYUMANA MAYUMANA Interpreti: Mayumana di EYLON NUPHAR e BOAZ BERMAN	CLAUDIO TROPEA MARIO DELL'ALFIO - GIAMFRANCO CANDIA IL POETA TANATICO Commedia in 3 atti di CARLO GOLDONI - regia di GIANNI FENZI
ENRICO BRIGNANO EVVIVA! Commedia in 3 atti regia di PIETRO GARINI	FRANCO CASTELLANO - SABRINA MARCIANO CHRISTIAN CROCIPO - LAURA DEMAIRO VACANZE ROMANE Commedia musicale ispirata al film "Le vacanze romane" regia di PIETRO GARINI
MARTINA STELLA - GABRIELE DI RUSSO ANTONELLA MOREA - FABIO PERI ROMEO E GIULIETTA Danza di WILLIAM SHAKESPEARE - regia di MAURIZIO PANICI	PIETRO LONGHI IL GUFO E LA GATINA Commedia in 3 atti di BILL MAHOFF - regia di SILVIO GIORDANI
THE MOSCOW BALLET ON ICE BIANCANEVE - CALEIDOSCOPIO Balletto sul ghiaccio del Palacristo del Teatro regia di balletto sul ghiaccio di LEONID LAVROVSKY	PIETRO LONGHI Commedia in 3 atti di PIETRO LONGHI - regia di ANTONIO PADRINO

TEATRO NUOVO di Milano
Campagna abbonamenti 2005-2006
Corso Matteotti, 20 (ang. Piazza San Babila) fino al 30 luglio e dal 1° settembre al 1° ottobre

del 12 novembre 2005 - con abbonamento **MeS**
WINX POWER MUSIC SHOW
LE MAGICHE WINX DAL VIVO
Music Show tratto dal famoso cartone animato
regia di Salvatore Tronzo

www.teatronuovo.it - Info Line: 02.79.40.26