

SEZIONE SECONDA..... 102

4.	LE CAUSE DELLO STATO DI INSOLVENZA.....	102
4.1	Premessa: evoluzione patrimoniale e finanziaria del Gruppo	102
4.1.0	<i>Il periodo 1994-1996</i>	110
4.1.2	<i>Il periodo 1997-1999</i>	116
4.1.3	<i>Il periodo 2000-2002</i>	124
4.2	Le cause dello stato di insolvenza	134
4.2.1	<i>Premesse metodologiche</i>	134
4.2.2	<i>Esame analitico delle cause dell'insolvenza</i>	138
5.	LO STATO ANALITICO – ESTIMATIVO DELLE ATTIVITÀ.....	156
5.1	Obiettivi e criteri seguiti.....	156
5.1.1	<i>Limiti dell'indagine</i>	157
5.1.2	<i>Documentazione utilizzata</i>	158
5.2	Le poste dell'attivo di Cirio Del Monte Italia s.p.a.	158
5.3	Le poste dell'attivo di Cirio Del Monte NV.....	166
5.4	Le poste patrimoniali dell'attivo di Cirio Finanziaria s.p.a.	172
5.5	Le poste patrimoniali dell'attivo di Cirio Holding s.p.a.....	179
6.	IL CONTENZIOSO.....	184
6.1	Il contenzioso Bombril.....	184
6.2	Il contenzioso Rabobank. Cenni	189

SEZIONE TERZA..... 190

7.	LA VERIFICA DELLE PROSPETTIVE DI RECUPERO DELL'EQUILIBRIO ECONOMICO DELLE ATTIVITÀ IMPRENDITORIALI	190
7.1	Analisi delle 'condizioni per l'ammissione alla procedura'. L'art. 27 del d. lgs. n. 270 del 1999.....	190
7.1.1	<i>Profili giuridici</i>	190
7.1.2	<i>Segue. Recuperabilità dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali</i>	192
7.1.3	<i>Profili economico-aziendali</i>	195
7.1.4	<i>Individuazione dell'oggetto dell'analisi</i>	198
7.1.5	<i>Segue. Società operativa e holding di controllo</i>	200
7.1.6	<i>Segue. Criteri di estensione dell'amministrazione straordinaria alle imprese del gruppo</i>	201
7.2	Le prospettive di Cirio Del Monte Italia s.p.a.....	204
7.2.1	<i>Le prospettive del comparto agro-alimentare del Gruppo</i>	207
7.2.2	<i>L'equilibrio economico di Cirio Del Monte Italia s.p.a.</i>	217
7.3	Le prospettive delle holding insolventi	222
7.4	Recuperabilità dell'equilibrio economico e scelta del programma.....	223
7.4.1	<i>Profili distintivi e criteri di scelta del programma</i>	225
7.4.2	<i>L'ipotesi del programma di ristrutturazione. Rilievi critici</i>	226
7.4.3	<i>L'ipotesi del programma di cessione dei complessi aziendali</i>	228

ALLEGATI	231
A ELENCO NOMINATIVO DEI CREDITORI CON L'INDICAZIONE DEI RISPETTIVI CREDITI E DELLE CAUSE DI PRELAZIONE	231
B STATO ANALITICO ED ESTIMATIVO DELLE ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ INSOLVENTI.....	231
C ELENCO CONSIGLIERI DI AMMINISTRAZIONE E SINDACI DELLE SOCIETÀ INSOLVENTI DAL 1994 AL 2003 (OVE ESISTENTI).....	231
D MEMORANDUM INFORMATIVO DEI COADIUTORI (1-6)	231
E ELENCO DEL CONTENZIOSO IN CORSO	231

PREMESSA

1.

Con due distinte sentenze – del 7 agosto 2003 e del 14 agosto 2003 – il Tribunale di Roma, ai sensi dell’art. 3 del D. lgs. 8/7/1999, n.270 (nuova disciplina dell’amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza), ha dichiarato che le società Cirio Holding S.p.a., Cirio Finanziaria S.p.a., Cirio Del Monte NV e Cirio Del Monte Italia S.p.a. (di seguito le “Società Insolventi”) sono in stato di insolvenza ed ha designato Commissari Giudiziali il Prof. Avv. Luigi Farenga, il Dott. Mario Resca ed il Prof. Avv. Attilio Zimatore.

Ai sensi dell’art. 28 del D. lgs. n.270/99 cit., i commissari giudiziali hanno redatto questa relazione diretta a fornire la descrizione particolareggiata delle cause dello stato di insolvenza e ad esprimere una valutazione motivata circa l’esistenza delle condizioni previste dall’art. 27 ai fini dell’ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria.

Tenuto conto dei ristretti tempi a disposizione dei Commissari, del numero delle Società Insolventi e della complessità del gruppo di cui esse fanno parte, la Relazione, pur fornendo un quadro completo delle vicende oggetto d’esame, potrebbe non includere talune informazioni non venute a conoscenza dei Commissari Giudiziali.

Molte informazioni contenute nella Relazione sono state fornite da amministratori, dirigenti, dipendenti o consulenti delle Società Insolventi.

I Commissari Giudiziali hanno fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tali informazioni che sono state sottoposte a verifica nei limiti del tempo e della documentazione disponibile.

Alcuni bilanci delle Società Insolventi al 31/12/2002 e tutte le situazioni patrimoniali ed economiche infrannuali fornite ai Commissari Giudiziali per effettuare le dovute analisi non sono state sottoposte a certificazione da parte dei Revisori del Conti delle Società Insolventi e pertanto, in sede di verifica successiva, potrebbero emergere modifiche e aggiustamenti anche rilevanti al momento non noti.

Lo stato analitico ed estimativo delle attività è stato predisposto sulla base delle informazioni e del tempo a disposizione. L'analisi e le considerazioni, fatte circa il valore stimato delle attività della Società Insolventi, sono necessariamente basate su dati contabili e, pertanto, devono essere considerate come stime indicative basate su criteri di ragionevolezza e prudenza. Le stime, infatti, non hanno valenza di perizie sul valore intrinseco/teorico delle stesse, né di valutazioni di mercato, in quanto tra l'altro in questa sede il lavoro dei Commissari Giudiziali non considera aspetti negoziali e contrattuali specifici, valutazioni soggettive delle parti e la forza contrattuale di queste, elementi che potrebbero avere un impatto significativo sulle considerazioni effettuate.

Le indicazioni fornite dai Commissari Giudiziali circa la possibilità di recupero dell'equilibrio economico delle Società Insolventi sono basate su informazioni fornite dal management, su documentazione predisposta da consulenti esterni della società e altre informazioni ricevute informalmente dai Commissari Giudiziali.

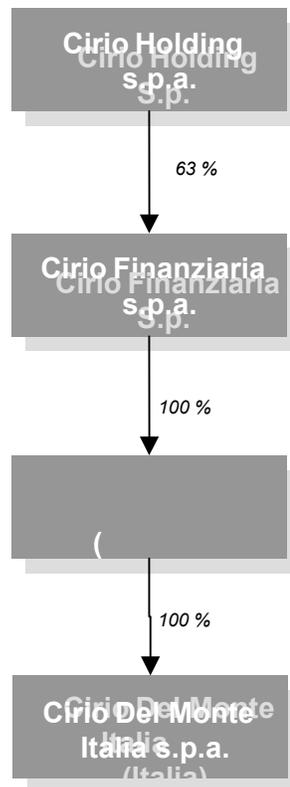
In questa sede le sette emissioni delle Notes effettuate dalle Società Insolventi direttamente o per il tramite di società controllate e collegate sono oggetto di analisi soltanto sotto il profilo dei loro effetti sull'assetto

patrimoniale e sulle caratteristiche dell'indebitamento delle Società Insolventi e del Gruppo Cirio nel suo complesso.

2.

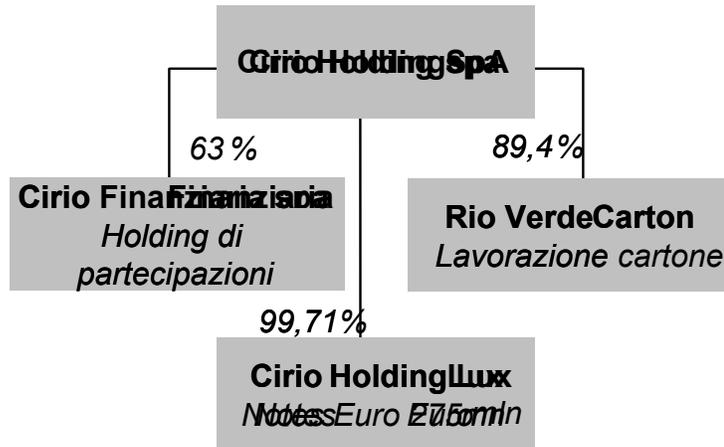
Sembra utile fornire subito una informazione sintetica sulla natura delle quattro Società Insolventi, al solo fine di fornire al lettore un primo orientamento.

Il grafico che segue individua le quattro Società Insolventi secondo la catena di controllo.



Di seguito vengono fornite brevi informazioni su ciascuna delle società.

a) CIRIO HOLDING s.p.a.



La Cirio Holding s.p.a. è una holding pura, le cui partecipazioni di controllo sono la Cirio Finanziaria s.p.a., anch'essa holding di partecipazioni quotata alla Borsa Valori di Milano e la Rio Verde Carton SA, società spagnola che opera nel settore degli imballaggi di cartone. La controllata Cirio Holding Luxembourg rappresenta invece una società veicolo attraverso la quale la società ha emesso notes per Euro 275 mln.

Cirio Holding SpA - principali indicatori patrimoniali al 31/12/2002 (Euro/mln.)

Attivo		Passivo	
<i>Immob. Materiali</i>	47	Deb v/banche	83
<i>Immob. Immat.</i>	24	<i>Capitalia</i>	76
<i>Immob. Finanz.</i>	25	<i>Banca Intesa BCI</i>	7
Immobilizzazioni	95	<i>Monte Paschi Siena</i>	1
Fondi rischi e oneri	(155)	Deb v/altri finanziatori	5
TFR	(0)	Deb v/società del Gruppo	323
Attivo Fisso Netto	(60)	Disponibilità e Cred. Finanz.	(107)
Capitale Circolante Netto	10	Posizione Finanz. Netta	304
Capitale investito netto	(50)	Patrimonio netto	(354)
		Capitale investito netto	(50)

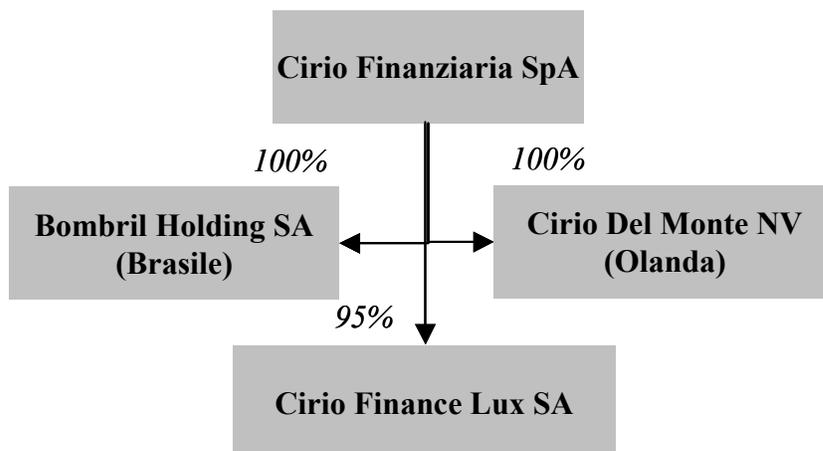
Garanzie Rilasciate	587 (Cirio Finanz. per Euro 128 mil. e Cirio Hold. Lux per Euro 309 mil.)
Personale	6,5

Fonte: Bilancio civilistico al 31/12/2002 di Cirio Holding SpA non ancora approvato

Cirio Holding detiene partecipazioni di minor rilevanza, tra cui va ricordata quella nella S.S. Lazio pari al 3% circa (detenute sia direttamente che attraverso la Cirio Finanziaria s.p.a.) ed il 100% nella Nuova Informazione

srl. Inoltre è titolare di proprietà immobiliari, tra cui la più rilevante è il Palazzo Visconti nel Comune di Brignano Gera D'Adda.

b) CIRIO FINANZIARIA s.p.a.



La Cirio Finanziaria s.p.a., è una holding quotata presso la Borsa Valori di Milano, è la capogruppo del gruppo Cirio Del Monte (“Gruppo”), le cui partecipazioni di controllo più significative sono:

- **Cirio Del Monte NV**, sub-holding che controlla numerose società operanti nel settore agro-alimentare (conservate di pomodoro, frutta in scatola, succhi di frutta) a livello internazionale con marchi leader quali Cirio, De Rica, Del Monte, Mangiaebevi, Just Juice.
- **Bombril Holding SA**, sub-holding che controlla la società brasiliana Bombril SA, quotata alla Borsa di San Paolo e leader in alcuni segmenti del settore detergenza per la casa in Brasile, e la Tevere Empreendimentos e Construcoes SA, società immobiliare brasiliana.

La Cirio Finance Luxembourg SA rappresenta invece una società veicolo attraverso la quale sono state emesse *notes* per Euro 300 mln. Cirio Finanziaria detiene inoltre partecipazioni di controllo in numerose altre

società di minore dimensione, tra cui si cita il 70% di Panificio Moderno s.p.a. (titolare di un panificio industriale), il 98% di Cirio Del Monte Portugal (conserve di pomodoro), il 100% di Cirio Agricola s.p.a. (titolare di tenute agricole), il 100% di Cirio Ricerche s.c.p.a. (titolare di un centro ricerche), il 54% di Cisim Food s.p.a. (che opera nella ristorazione), il 100% di Cirio Immobiliare s.p.a. (titolare di proprietà immobiliari tra cui si rammenta Palazzo Giovanelli a Venezia) e il 51% di Cirio Lazio Immobiliare s.p.a.

Il numero medio di dipendenti al 31/12/2002 è pari a 32 unità. A livello consolidato il numero medio di dipendenti del Gruppo è pari a circa 18.000 unità di cui circa 6.800 stagionali.

Di seguito si riportano i principali dati economici e finanziari relativi alla società (sia civilistici che consolidati):

Cirio Finanziaria SpA- principali indicatori economico-patrimoniali al 31/12/02 (Euro/mln.)

Bilancio Civilistico		Bilancio Consolidato	
<i>Immob. Materiali</i>	1	<i>Immob. Materiali</i>	374
<i>Immob. Immat.</i>	1	<i>Immob. Immat.</i>	361,9
<i>Immob. Finanz.</i>	472	<i>Immob. Finanz.</i>	2,7
Immobilitazioni	474	Immobilitazioni	739
Fondi rischi e oneri	(118)	Fondi rischi e oneri	(137)
TFR	(1)	TFR	(13)
Attivo Fisso Netto	356	Attivo Fisso Netto	588
Capitale Circolante Netto	174	Capitale Circolante Netto	235
Capitale investito netto	530	Capitale investito netto	823
Debiti v/banche	58	Debiti v/banche	335
Prestiti obbligazionari	189	Prestiti obbligazionari	856
Debiti v/altri finanz.	20	Debiti v/altri finanz.	67
Debiti v/controllate-consociate	480	Debiti v/controllate	2
		Debiti v/correlate	68
		Dispon. e Cred. Finanz. v/correlate	(560)
Dispon. e Cred. Finanz. v/altri	(156)	Dispon. e Cred. Finanz. v/altri	(51)
F.do Svalutaz. Crediti v/soc. Gruppo	121	F.do Svalutaz. Crediti v/correlate	507
Posizione Finanz. Netta	712	Posizione Finanz. Netta	1.225
Patrimonio netto	(182)	Patrimonio netto	(402)
Garanzie Personali prestate	958	<small>(garanzie rilasciate a fronte prestiti obbligaz. Gruppo Cirio)</small>	
Garanzie Reali prestate	135		

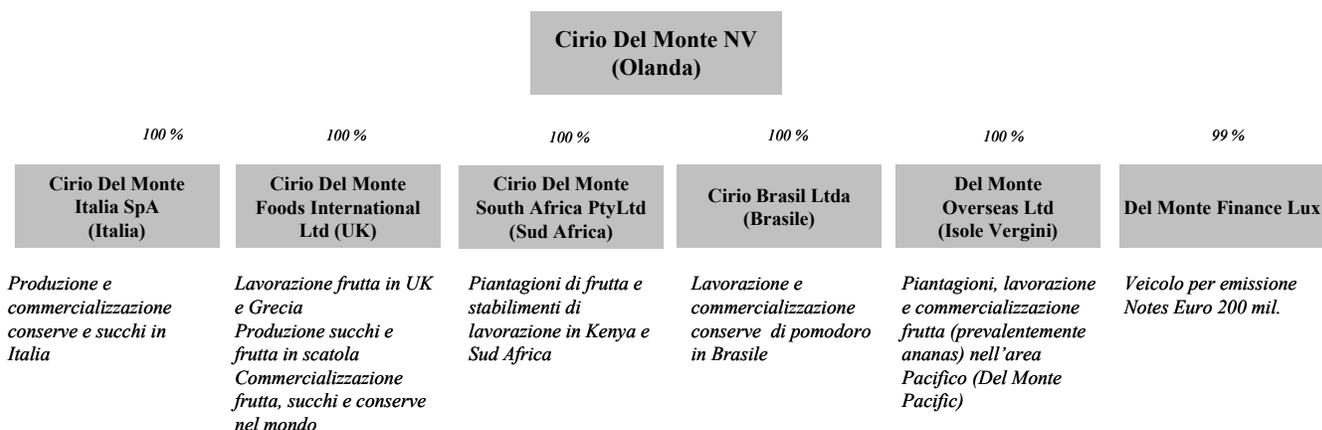
Fonte: Bilanci civilistici e consolidati Cirio Finanziaria SpA al 31/12/2002

Cirio Finanziaria SpA

	2001	2002
	€ mil.	€ mil.
Ricavi netti consolidati	1.131	1.004
Ebitda	66	88
Ebit	(78)	17
Risultato netto di Gruppo	27	(982)

Fonte: Bilancio consolidato al 31/12/2002

c) CIRIO DEL MONTE NV



La Cirio del Monte NV è una sub-holding attiva nel settore agro-alimentare, nella produzione, vendita e distribuzione in Italia e all'estero di:

- prodotti in scatola a base di pomodoro (pomodori pelati, passate di pomodoro, sughi pronti), vegetali conservati e aceto, con marchi "Cirio" e "De Rica" e, in misura marginale, con i marchi Peixe (Brasile) e Del Monte;
- succhi e bevande a base di frutta e frutta conservata, con i marchi "Del Monte" e, in misura marginale, con i marchi "Mangiaebevi" e "Just Juice".

Cirio Del Monte NV- principali indicatori patrimoniali al 31/12/2002 (Euro/mln.)

Bilancio Civilistico		Bilancio Consolidato	
<i>Immob. Materiali</i>	0	<i>Immob. Materiali</i>	247
<i>Immob. Immat.</i>	11	<i>Immob. Immat.</i>	602
<i>Immob. Finanz.</i>	716	<i>Immob. Finanz.</i>	3
Immobilitazioni	727	Immobilitazioni	852
Attivo Fisso Netto	727	Attivo Fisso Netto	852
Capitale Circolante Netto	(2)	Capitale Circolante Netto	212
Capitale investito netto	725	Capitale investito netto	1.064
Debiti v/banche	30	Debiti v/banche	248
Prestiti obbligazionari + interessi	185	Prestiti obbligazionari + interessi	349
Debiti infragruppo	218	Debiti infragruppo	16
Crediti infragruppo	(168)	Dispon. e Cred. Finanz. v/altri	(34)
Dispon. e Cred. Finanz. v/altri	0,3		
Posizione Finanz. Netta	266	Posizione Finanz. Netta	331
Patrimonio netto	459	Patrimonio netto	485
Garanzie Personali prestate	200	Rilasciate a fronte Notes Del Monte Finance Lux con Cirio Del Monte Italia	

Fonte: Bilanci civilistici e consolidati Cirio Del Monte NV al 31/12/2002

d) CIRIO DEL MONTE ITALIA s.p.a.

La Cirio Del Monte Italia è attiva nella produzione, vendita e distribuzione di prodotti a base di pomodoro, vegetali, succhi e bevande a base di frutta, frutta conservata e aceto balsamico sia in Italia che in Europa attraverso la Del Monte Food International e le sue controllate.

La società opera attraverso tre stabilimenti produttivi in Italia (San Polo, Caivano e San Felice sul Panaro) ed impiega circa 530 dipendenti fissi, a cui si aggiungono circa 1600 dipendenti stagionali. La società è titolare dei marchi Cirio, De Rica e Mangiaebevi.

Cirio Del Monte Italia SpA - principali indicatori patrimoniali al 31/12/2002 (Euro/mln.)

Attivo		Passivo	
<i>Immob. Materiali</i>	83	Deb v/banche	104
<i>Immob. Immat.</i>	166	Deb v/società del Gruppo	36
<i>Immob. Finanz.</i>	1	Deb v/altri finanziatori	26
Immobilizzazioni	250	Disponibilità e Cred. Finanz.	(56)
TFR	(10)	Posizione Finanz. Netta	110
Attivo Fisso Netto	240	Patrimonio netto	142
Capitale Circolante Netto	12	Capitale investito netto	252
Capitale investito netto	252		
Garanzie Personali prestate	560	Rilasciate a fronte prestiti obbligaz. Gruppo Cirio	
Garanzie Reali prestate	75,9		

Fonte: bilanci civilistici Cirio Del Monte Italia SpA al 31/12/2002

Cirio Del Monte Italia SpA

	2001	2002
	€ mil.	€ mil.
Ricavi netti	251	236
Ebitda	0,7	(8)
Ebit	(12)	(19)
Risultato netto	(27)	(49)

Fonte: Bilancio civilistico della Cirio Del Monte SpA

SEZIONE PRIMA

1. Il Gruppo Cirio – cenni storici

1.1 *Cirio: una storia secolare*



Cirio è il marchio della più antica impresa conserviera italiana, fondata dal piemontese Francesco Cirio a metà dell'Ottocento.

Francesco Cirio, giovanissimo, osserva che i mercati di Londra e Parigi presentano una domanda crescente di primizie agricole fresche, soprattutto italiane, che spesso rimane insoddisfatta. Decide allora di organizzare e intraprendere un commercio di frutta e ortaggi verso i ricchi mercati europei, soprattutto francese e britannico, divenendo rapidamente il più importante esportatore del Piemonte.

La svolta industriale avviene nel 1856. Francesco Cirio ha appena 20 anni, ma affronta e risolve il principale problema connesso al suo settore di attività; l'inevitabile deperibilità del prodotto agricolo fresco, che ne limita conseguentemente la disponibilità durante l'anno, e riduce i tempi di fruizione da parte dell'acquirente finale. Nasce quindi a Torino il primo opificio Cirio, che applica la nascente tecnologia dell'appertizzazione ai prodotti ortofrutticoli, riuscendo così a prolungare sensibilmente i tempi di fruizione del

prodotto e rendendolo conseguentemente disponibile per tutto l'anno ed esportabile su mercati distanti dai luoghi di produzione.

La produzione Cirio sulla base della nuova tecnologia viene avviata con i piselli e, dato l'enorme successo conseguito, si allarga rapidamente al pomodoro, alla frutta, ad altri legumi ed anche alle carni. La fabbrica cresce in termini dimensionali e occupazionali, diventando rapidamente un punto di riferimento della produzione industriale italiana, molto conosciuta anche sui mercati esteri, dove Cirio consegue importanti premi e riconoscimenti.

Alla sua morte, avvenuta nel 1900, il fondatore Francesco Cirio lascia una società che possiede stabilimenti di conserve in tutta Italia ed esporta in tutto il mondo, compresa l'Australia, rappresentando una delle più importanti e prestigiose aziende agro-alimentari d'Europa.



Il secolo scorso ha visto una progressiva affermazione di Cirio in termini di vendite, mercati serviti e soprattutto rilevanza del marchio, che si consolida come uno dei più noti e prestigiosi in generale e nel settore agro-alimentare in particolare.

L'azienda intanto è passata alla famiglia Signorini, imparentata con il fondatore, che ne trasferisce la sede alle porte di Napoli, vicino ad una delle aree di maggior produzione di ortaggi e legumi freschi, e ne manterrà il controllo fino alla fine degli anni '60. Dopo un decennio di difficoltà economiche, la Cirio alla fine degli anni '70, entra nella SME, gruppo alimentare pubblico che fa capo all'IRI.

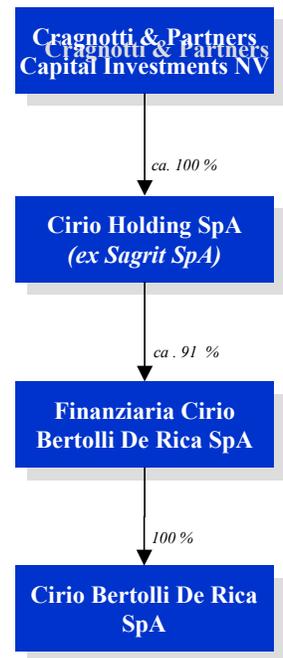
Gli anni che seguono sono storia relativamente recente. Nel 1986 la De Rica entra a far parte della Cirio; la quale, nel 1993, dopo aver inglobato Bertolli assumendo la denominazione di Finanziaria Cirio Bertolli De Rica s.p.a., viene ceduta ad una società privata, la Sagrit - Società Agroalimentare Italiana s.p.a., controllata al 51% da FISVI s.p.a. (che fa capo inizialmente all'imprenditore Saverio Lamiranda ed è partecipata da aziende agricole

meridionali). Il 49% residuo di Sagrit è detenuto dalla holding di diritto olandese Cragnotti & Partners Capital Investments NV, che fa capo all'imprenditore Sergio Cragnotti attraverso una complessa catena di società di diritto estero.

Nel Giugno 1994 la FISVI esce dalla compagine sociale di Sagrit, in seguito ad un aumento di capitale effettuato per far fronte agli impegni finanziari assunti nei confronti del venditore, cui la Fisvi stessa non riesce a far fronte. La Sagrit, ora controllata da C&P Capital Investments NV e nel frattempo ribattezzata Cirio Holding s.p.a., lancia l'OPA obbligatoria, arrivando così a detenere oltre il 90% del capitale sociale di Cirio Bertolli De Rica.

L'esborso complessivo per Cirio Holding si aggirerà, al termine dell'operazione, nell'ordine dei 450 mld. di lire.

Da questo momento, quindi, la Cirio entra a far parte del gruppo Cragnotti, alle cui vicende sarà indissolubilmente legata sino ad oggi. Nel 1994 il gruppo Cirio era attivo nella produzione e distribuzione di latte, conserve di pomodoro, olio, tonno e verdure; principalmente in Italia. Con una serie di acquisizioni e dismissioni nell'ultimo decennio il Gruppo si trasforma profondamente; la capogruppo prosegue la sua attività tradizionale ma assume contemporaneamente anche il ruolo di holding di controllo di un gruppo molto più vasto, che comprende, nel momento di massima estensione, attività industriali e finanziarie in tutto il mondo, dal Brasile alla Thailandia, dal Kenya alle Filippine, in settori che vanno dalla detergenza domestica al calcio, passando per il tradizionale agro-alimentare. L'analisi dell'evoluzione storica e della situazione attuale delle quattro società in stato di insolvenza, pertanto, non può che essere fatta in un'ottica di gruppo.



Quest'ultima considerazione metodologica, che ispirerà necessariamente tutta la trattazione successiva, viene definitivamente confermata dall'analisi delle caratteristiche delle società in stato di insolvenza. Di queste, infatti, solo una è di natura industriale (la Cirio Del Monte Italia s.p.a., che contiene tutto il ramo storico e i siti produttivi italiani della gloriosa Cirio s.p.a. oltre al business italiano della Del Monte, che le è stato conferito al momento dell'acquisizione da parte del Gruppo della Del Monte Royal), mentre le altre tre sono holding di partecipazioni e controllo (la già citata Cirio Holding s.p.a., Cirio Finanziaria s.p.a. e la subholding Cirio Del Monte NV, quest'ultima controllante della stessa Cirio Del Monte Italia s.p.a. nonché di tutte le altre società operative con i marchi Cirio e Del Monte nel mondo e controllate dal Gruppo).

1.2 Il Gruppo Cagnotti & Partners

La nascita del Gruppo Cagnotti & Partners (di seguito anche "C&P" o "Gruppo C&P")¹ risale al **1991** con la costituzione della Cagnotti & Partners Capital Investments NV (di seguito anche "C&P NV"), società di diritto olandese che fa capo all'imprenditore Sergio Cagnotti, già Amministratore Delegato di Enimont, tramite una struttura societaria internazionale "a cascata" (Lussemburgo, Olanda, Isole Vergini). La C&P NV nasce come merchant bank/holding di partecipazioni; nel 1992, in base alla documentazione fornita dal Dott. Sergio Cagnotti su richiesta dei Commissari Giudiziali, la compagine azionaria era composta da:

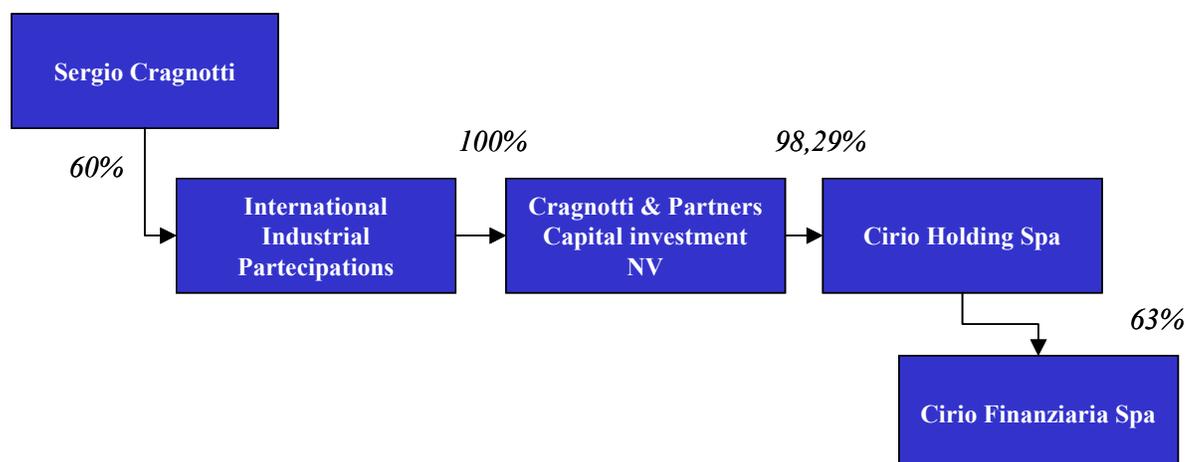
□ Cagnotti & Partners Financial Company Limited (Gruppo Ferruzzi, Gruppo Gardini, Gruppo Varasi)	34,7%
□ Swiss Bank Corporation	9,5%
□ Gruppo Sampaio Ferreira	11,7%

¹ Le notizie oggetto del presente paragrafo sono state attinte da autorevoli fonti giornalistiche e non sono state oggetto di verifica in quanto le società di controllo di Cirio Holding (nell'area Cagnotti & Partners) si trovano al di fuori del perimetro del gruppo Cirio.

□ Raboinvest Management	6,9%
□ Sirti Spa	5,4%
□ Banco di Napoli	5,4%
□ Banca di Roma	5,3%
□ Centrofinanziaria Spa	2,2%
□ Clinvest (Credit Lyonnais)	4,3%
□ Sifat Foundation	4,3%
□ Sopin International Holding	3,3%
□ Finstahl (Gruppo Falck)	2,3%
□ Mercapital International BV	1,8%
□ Bipiemme Investimenti Spa (Banca Popolare di Milano)	1%
□ Altri	1,9%

Il dott. Sergio Cragnotti ha inoltre specificato che: *“Nel corso degli anni a partire dal 1994 e fino al 1998, ad eccezione di Banca di Roma la cui uscita è del 2001, i soci originari del Gruppo C&P sono usciti dalla compagine azionaria, secondo modalità e tempistiche che, data la complessità delle operazioni, ci si riserva di indicare in apposita relazione.”*

Secondo le dichiarazioni rese dallo stesso Dott. Cragnotti, *“le modificazioni societarie intervenute negli anni hanno portato all’attuale assetto”* il cui schema è di riportato di seguito:



Tra le prime operazioni di investimento condotte dalla C&P NV si annoverano:

- l'acquisizione dalla Fedital (controllata da Federconsorzi) della **Polenghi Lombardo**, e dal Gruppo Zignago della **A.L.A. s.p.a.**, attive nella produzione e distribuzione di latte fresco con gli omonimi marchi (oltre ad altri quali Optimum e Stella), avvenuta a fine 1991;
- l'acquisizione della **Brill**, società produttrice di lucido per scarpe;
- l'acquisizione della **Lawson Murdon**, società canadese quotata in Borsa e operante nel settore degli imballaggi (la società deteneva il pacchetto di controllo anche della spagnola **RioVerde Carton**, società ancora oggi controllata direttamente da Cirio Holding s.p.a., con una quota pari all'89,4% del capitale sociale);
- l'acquisizione della **Semenzato Casa d'Aste**:

La crescita imprenditoriale del Gruppo C&P continua con l'ingresso nel settore della detergenza attraverso la brasiliana **Bombril**, società operativa nel settore della detergenza domestica e leader di mercato in Brasile con il prodotto "paglietta d'acciaio saponata". L'acquisto è perfezionato tra il **1991 e il 1993** con successive operazioni, che portano la capogruppo C&P NV a detenere il 40% circa del capitale della Bombril, corrispondente al 100% dei diritti di voto, mentre il restante 60% circa è rappresentato da azioni privilegiate quotate alla borsa brasiliana ed in gran parte in mano ad operatori istituzionali, tra i quali il fondo pensioni della Banca centrale brasiliana.

Nel **1994** il Gruppo C&P controlla la Bombril e la Polenghi Lombardo, oltre ad alcune altre società di minore rilevanza (tra cui l'A.L.A., attiva sempre nel settore del latte fresco), e registra un'altra importante crescita, con l'acquisizione della Finanziaria Cirio Bertolli De Rica attraverso la già illustrata operazione. Si procede quindi ad un riassetto azionario: il capitale della cassaforte C&P NV viene via via riacquistato da società della catena di

controllo del gruppo Cragnotti, con l'uscita progressiva di gran parte degli istituti bancari azionisti e dei partner industriali.

1.3 L'evoluzione della Cirio nel settore del latte fresco

Nei mesi successivi al perfezionamento della acquisizione della Finanziaria Cirio Bertolli De Rica s.p.a. viene ceduto il ramo d'azienda relativo al marchio Bertolli alla Unilever per un importo di poco superiore ai 200 mld. di lire.

La cessione della Bertolli favorisce l'afflusso al Gruppo Cirio di nuove risorse finanziarie, che vengono indirizzate a perseguire una strategia di crescita nel settore del latte fresco in Italia, caratterizzato da un gran numero di produttori e distributori con rilevanza locale o al più regionale, ciascuno in possesso di marchi nettamente dominanti nella propria area di competenza.

A questo proposito, il Dott. Sergio Cragnotti, interpellato dai Commissari Giudiziali, ha dichiarato:

“Al fine di perseguire la strategia di creazione di un polo del latte in Italia, il Gruppo Cirio ha acquisito la Polenghi e l'ALA, finanziando l'operazione con il ricavo della vendita del ramo d'azienda dell'olio a marchio Bertolli all'Unilever Italia Spa e per la differenza con le risorse finanziarie interne del gruppo (linee di credito)”.

Tale scelta, che peraltro segue quella già fatta dalla precedente controllante IRI, risponde anche ad una logica di “complementarietà finanziaria” tra il *business* del pomodoro e quello del latte. Ad alto investimento di capitale circolante il primo, necessitando di ingenti risorse per acquistare la materia prima nei periodi di maturazione, che poi sarà lavorata e venduta durante tutto l'anno, con incassi diluiti quindi nel tempo. Perfettamente speculare invece il secondo, dal momento che il latte fresco prevede un consumo ed un pagamento pressoché giornaliero, a fronte di costi di approvvigionamento nei confronti degli allevatori che seguono una normale dinamica di pagamenti commerciali dilazionati.

Sempre nel **1994** viene quindi acquistato dalla controllante C&P NV il ramo del latte fresco (Polenghi Lombardo e A.L.A.) per una somma di 293 mld. di lire, che si aggiunge a quello già posseduto dalla stessa Cirio (marchi Matese, Berna, Sole).

Contestualmente la Cirio effettua anche acquisizioni dall'esterno, assumendo il controllo della Torvis e la Centrale del Latte di Legnano e rafforzando così la sua presenza nel settore del latte fresco, con un esborso di circa 30 mld. di lire.

Gli anni **1995** e **1996** sono in gran parte dedicati al consolidamento ed alla crescita della presenza del Gruppo nel settore agro-alimentare con particolare riguardo al latte fresco, con l'acquisizione del controllo delle centrali del latte di Ancona, Napoli e Vicenza.

La Cirio Finanziaria, diventata nel frattempo capogruppo, effettua un aumento di capitale per 109 Lmld, sottoscritto da Cirio Holding per la parte di propria competenza (pari a 65 Lmld) e dal mercato per la parte residua al fine di sostenere la strategia di crescita.

Nel 1995 viene ceduto il marchio Castellino, considerato non strategico, con una plusvalenza di 33 Lmld, mentre si procede all'acquisto del 37,5% della Sopragol SA (oggi Cirio Del Monte Portugal SA) società portoghese attiva nel settore conserviero (successivamente la partecipazione sarà incrementata fino al 99% circa attuale).

Nel **1998** viene perfezionata l'acquisizione del 75% del capitale della Centrale del Latte di Roma s.p.a. (fatturato annuo nell'ordine di 200 Lmld) dal Comune di Roma per un corrispettivo di 80 Lmld. Tale operazione, unitamente alle precedenti acquisizioni delle centrali del latte di Ancona, Napoli e Vicenza ed alle attività industriali di Polenghi-ALA e Cirio (con i marchi Matese, Berna, Latte Sole) consente al Gruppo di ottenere la leadership di mercato, quale principale produttore nazionale di latte fresco pastorizzato.

Nel **1999** il settore lattiero caseario viene conferito nella società veicolo Eurolat s.p.a., che successivamente è ceduta alla Parmalat per un valore di impresa pari a 750 Lmld ed una plusvalenza pari a 330 Lmld circa. L'esperienza di Cirio nel settore del latte fresco si conclude in questo modo, consegnando la leadership del settore in Italia a Parmalat.

1.4 L'acquisizione della Società Sportiva Lazio

La Società Sportiva Lazio (di seguito anche solo "Lazio") entra nel Gruppo Cirio nel gennaio **1997**, in seguito all'acquisizione da parte di Cirio-Polenghi-De Rica s.p.a. di una partecipazione pari all'89,97% del capitale sociale della Lazio s.p.a., ceduta dalla controllante C&P, con un esborso di circa 85 Lmld. Nel 1998 viene effettuata la quotazione in Borsa della società tramite un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione; di conseguenza la partecipazione Cirio si riduce al 35% circa, mentre il controllo complessivo del Gruppo è pari al 51,3% circa, tenuto conto delle partecipazioni di CMI (società correlata) pari al 15,4% e di C&P Capital Investment NV pari al 6,296%.

Il controllo pieno della Lazio passa a Cirio nell'anno successivo, quando viene acquisita la partecipazione in mano alla controllante C&P NV per circa 132 Lmld. La società viene integralmente consolidata e nel 2000 (vincendo il campionato) registra ingenti ritorni economici e di immagine.

Negli anni successivi l'andamento economico della Società Sportiva Lazio tende progressivamente a peggiorare, richiedendo rilevanti investimenti da parte della controllante Cirio. Nel 2001 Cirio Finanziaria cede una quota del 15% circa del capitale della Lazio a Cirio Holding, deconsolidandola e riducendo così la propria esposizione debitoria consolidata.

Il progressivo deteriorarsi della situazione porta al lancio di un aumento di capitale nel corso del 2003, che non viene sottoscritto dal Gruppo Cirio per la quota di propria competenza in seguito alla sopravvenuta crisi finanziaria.

Attualmente quindi la Lazio è uscita dal perimetro di controllo del Gruppo Cirio, che ne detiene una quota del capitale inferiore al 3%.

1.5 L'acquisizione della Del Monte

L'acquisizione del controllo del Gruppo Del Monte Royal, perfezionata nel corso del 1998, rappresenta la principale operazione di acquisizione perfezionata da Cirio nel corso di questo decennio. L'operazione riguarda le società finanziarie e operative titolari di piantagioni, di impianti di trasformazione e dei diritti di sfruttamento gratuito e illimitato del notissimo marchio Del Monte (relativamente ad un'area geografica che approssimativamente coincide con Europa, Sud Africa e Brasile).

L'operazione viene realizzata tramite l'acquisto di partecipazioni rispettivamente in tre società: Del Monte Royal Holdings Ltd (69,37%), Del Monte Royal Corp. Ltd (19,52%) e Del Monte Royal Foods Ltd (10,56%), che portano la partecipazioni totale del Gruppo Cirio a circa il 36%, con un esborso di circa 213 Lmld. Viene anche firmato un patto di sindacato tra Gruppo Cirio e Gruppo Imerman, che all'epoca detiene una quota del 40%, essendo il residuo flottante presso la Borsa del Sud Africa.

Con l'acquisizione del controllo di Del Monte Royal la Cirio entra nel settore delle conserve alimentari (ananas, succhi di frutta, frutta stagionale, pomodoro ed altri vegetali), con un volume d'affari di circa 1.000 Lmld.

Nel corso del **2000** l'intero settore alimentare-conserviero del Gruppo viene riorganizzato tramite conferimento del ramo industriale alla Cirio Alimentare s.p.a. (oggi Cirio Del Monte Italia s.p.a.) per un valore di Lire 418 mld, incluse le società e le attività facenti capo al gruppo Del Monte.

Sempre nel 2000 il gruppo Cirio procede inoltre all'acquisto della restante partecipazione in Del Monte, in seguito ad un accordo con il socio Imerman. Viene lanciata un'OPA sul mercato, con un esborso complessivo pari a circa 190 mln. di Euro, finanziato con due emissioni obbligazionarie di 150 Euro mln. ciascuna da parte della società veicolo Cirio Finance Luxembourg SA. Al

termine dell'operazione Cirio controllerà il 100% della Del Monte Royal, il cui titolo sarà quindi cancellato dalla quotazione.

1.6 Le vicende C&P-Cirio-Bombril

L'acquisizione di Del Monte rappresenta l'ultima operazione di rilievo conclusa con successo dal Gruppo sul mercato; l'esborso connesso appesantisce però sensibilmente la struttura finanziaria del Gruppo Cirio, i cui debiti consolidati sfiorano nel 2000 gli 1,5 mld. di Euro, a fronte di un patrimonio pari a meno della metà. Viene quindi avviato un piano di dismissioni, finalizzato a reperire risorse finanziarie liquide e quindi riequilibrare la struttura del Gruppo, che interessa soprattutto la brasiliana Bombril SA, entrata nel frattempo direttamente nel Gruppo Cirio.

A tale riguardo può essere utile un breve **excursus storico**.

Bombril era stata acquisita tra il 1991 e il 1993 direttamente dalla C&P NV, diventando la testa di ponte del Gruppo Cagnotti sul mercato brasiliano. La società aveva proseguito nella sua attività tipica per alcuni anni, finché nel **1997** era stato lanciato un rilevante aumento di capitale per 320 mln. di USD, sottoscritto quanto a 200 mln. dal mercato e per la parte rimanente dalla stessa C&P NV. Grazie a tali mezzi, insieme a circa 80 mln. di USD rivenienti dalla cessione del ramo detersivi in polvere, la Bombril acquista la Cirio dalla controllante comune C&P NV, per un importo di 380 mln. di USD. A questo punto pertanto la Bombril, diventata capogruppo operativa, controlla la Cirio.

Nel 1998 la Cirio, controllata da Bombril, acquista per circa 45 Lmld la brasiliana Peixe (oggi Cirio Brasil SA), attiva principalmente nella produzione e vendita di conserve di pomodoro attraverso tre impianti industriali.

Nel **1999**, immediatamente prima della cessione del settore letto fresco a Parmalat, Cirio è nuovamente ceduta a C&P, allo stesso prezzo di 380 mln. di USD (corrisposto però dalla controllante solo per il 10%, mentre il restante 90% diventa un credito di Bombril verso C&P, che verrà poi svalutato dalla

Capogruppo Cirio Finanziaria nel 2002). La Capogruppo torna ad essere C&P, che controlla Cirio e Bombril (in questo momento consociate).

Completata con successo la cessione del latte a Parmalat, tuttavia, Cirio Finanziaria acquista dal Gruppo C&P la partecipazione da questo posseduta in Bombril (pari al 38,91% del capitale sociale nel quale rientra il 100% delle azioni ordinarie) per un controvalore di Lire 620 mld circa, di cui Lire 180 mld non corrisposti in quanto il 55% delle azioni erano - e sono tuttora - costituite in pegno a favore di Newco International (società facente capo ad uno dei tre fratelli Ferreira dai quali originariamente il Gruppo C&P aveva acquisito Bombril).

A fine 1999, quindi, Cirio Finanziaria è tornata definitivamente ad essere capogruppo operativa, controllando sia Del Monte che Bombril oltre alla quasi totalità delle altre società del gruppo.

Nel volgere di pochi anni, quindi, la struttura societaria del Gruppo viene ripetutamente capovolta:

- nel **1997** la Bombril acquista da Cragnotti & Partners la Cirio, per un importo pari a 380 mln. di USD;
- nel **1999** la struttura viene ribaltata. La Cragnotti & Partners riacquista la Cirio, allo stesso prezzo di 380 mln. di USD, corrispondendo però al venditore solo il 10% di tale somma in contanti.

Nello **stesso anno 1999**, dopo l'uscita dal controllo di Bombril, la Cirio:

- cede il settore del latte a Parmalat, realizzando una rilevante plusvalenza che, di conseguenza, rimane pienamente di pertinenza di Cragnotti & Partners;
- acquista a sua volta il controllo di Bombril, sempre dalla Cragnotti & Partners, pagando circa 620 mld. di lire, di cui 440 in contanti.

A proposito dei rapporti tra C&P, Cirio e Bombril, il Dott. Sergio Cragnotti, interpellato dai Commissari Giudiziali, ha dichiarato:

“I debiti del Gruppo C&P verso le controllate e collegate, in particolare verso Bombril, sono sorti principalmente a seguito dell’acquisto, nel novembre 1999, di Cirio Holding, ceduta da Bombril SA. In epoca precedente infatti Cirio Holding era stata acquistata da Bombril, che aveva corrisposto a C&P l’intero prezzo. Il gruppo C&P, al fine di estinguere le proprie posizioni debitorie verso Bombril e controllate, aveva predisposto ed era in fase di attuazione, un piano di ristrutturazione che prevedeva il lancio di un’OPA da parte del Gruppo C&P sulle azioni privilegiate della Bombril contestuale e conseguente alla cessione degli asset industriali della Bombril stessa. L’operazione ha avuto inizio nel 2000 con la progettata operazione di cessione degli asset industriali della Bombril alla Clorox International operazione poi non conclusasi anche a causa della grave crisi economica che in quell’epoca colpì il Sud America.

Cionondimeno il progetto di ristrutturazione del Gruppo Bombril non è stato abbandonato ed anzi riscuote l’interesse di molti operatori ed è quindi in fase di definitiva messa a punto.

L’esito finale dovrà essere, oltre all’incasso di una certa liquidità, quello della cessione della partecipazione in Bombril Holding con azzeramento del debito di C&P verso Bombril SA e con cessazione di tutto il contenzioso con Cirio Finanziaria”.

Nel **2000** la Bombril effettua un’altra rilevante operazione infragruppo, acquisendo sempre da C&P la Tevere Empreendimentos e Construcoes SA, società immobiliare brasiliana titolare di un vasto appezzamento di terreno alla periferia di San Paolo in fase di lottizzazione, per circa 166 Lmld.

A proposito della cessione della Tevere Empreendimentos e Construcoes SA a Bombril, il Dott. Sergio Cragnotti, interpellato dai Commissari Giudiziali, ha dichiarato:

“La Tevere Empreendimentos è stata ceduta dalla C&P Brasile alla Bombril Holding all’interno del piano di ristrutturazione (vedi anche precedente punto)

con conseguente riduzione dei debiti del Gruppo C&P verso il Gruppo Bombril. Come rilevato anche dal Collegio Sindacale non vi fu nessuna uscita di cassa e la cessione del credito richiamata rientra nella modalità di attuazione delle compensazioni al fine di ridurre i crediti verso parti correlate”.

A fine 2000, tuttavia, il Gruppo Cirio si presenta come già detto pesantemente indebitato. Nel gennaio **2001**, pertanto, la controllante C&P NV stipula un accordo preliminare con The Clorox International Co per la cessione del 50 % delle azioni del veicolo societario - costituito ad hoc per questa operazione - titolare della attività industriali di Bombril SA nel settore della detergenza sulla base di un valore di USD 200 mln.

Parte integrante e propedeutica dell'accordo con Clorox è il lancio di un'OPA per l'acquisto di tutte le azioni privilegiate Bombril SA in circolazione.

Nel corso dello stesso anno, tuttavia, il contratto viene unilateralmente risolto da Clorox, anche a seguito del mancato perfezionamento dell'OPA sul 100% delle azioni privilegiate Bombril. La vicenda dà luogo ad un contenzioso tra le parti e contemporaneamente ad un contenzioso tra Cirio e gli azionisti privilegiati, che pretendono il lancio dell'OPA al prezzo fissato in un accordo preliminare e reso noto al mercato.

1.7 Le vicende più recenti del Gruppo Cirio

L'insuccesso della vendita della Bombril, non compensato da altre dismissioni di rilievo, lascia il Gruppo in una situazione di grave tensione finanziaria, mentre i risultati di mercato ed economici tendono progressivamente a deteriorarsi. Nel corso del biennio **2001 e 2002**, pertanto, in concomitanza con un piano di emissioni obbligazionarie volto a stabilizzare il debito allungandone la scadenza, continua il riassetto delle partecipazioni nel settore alimentare. Tra le altre, sono trasferite a Cirio Finanziaria da Cirio Alimentare tutte le società facenti capo al gruppo Del Monte, con il successivo conferimento di tutte le società riconducibili ai marchi Cirio e Del

Monte alla sub-holding olandese Cirio Del Monte NV, con la liquidazione da ultimo delle holding sudafricane.

Una delle ultime operazioni prima della dichiarazione dello stato di insolvenza, che ha naturalmente interrotto i piani di ristrutturazione in corso o in fase di elaborazione, è stata la fusione di Cirio Alimentare s.p.a. con Del Monte Italia s.p.a., che ha dato vita alla Cirio Del Monte Italia s.p.a., attiva in tutto il *business* collegato ai marchi Cirio e Del Monte in Italia attraverso i tre stabilimenti di Caivano, San Polo di Podenzano e San Felice sul Panaro.

2. Struttura attuale del Gruppo Cirio

2.1 Organigramma del Gruppo

Lo sviluppo della presenza di mercato del Gruppo Cirio, della sua dimensione e della sua strategia operativa ha determinato nel corso degli ultimi anni una continua evoluzione della sua organizzazione, con l'obiettivo di costruire una struttura societaria che fosse di tempo in tempo la più adeguata a massimizzare l'efficacia di azione del Gruppo stesso sui mercati serviti e, conseguentemente, i suoi risultati industriali ed economici.

Nel corso degli ultimi anni si è assistito a numerose modifiche della catena di controllo del Gruppo, del perimetro di consolidamento, delle responsabilità decisionali e dell'organizzazione di mercato. Tali modifiche sono state talvolta causate dall'evolversi della normale operatività di Gruppo, con l'acquisto o la cessione di società che sono conseguentemente entrate o uscite dall'area di consolidamento del Gruppo. Altre e più numerose volte, invece, le modifiche della struttura di Gruppo sono derivate da precise scelte organizzative, che tendevano ad accompagnare decisioni di natura strategica e di mercato.

L'attuale struttura del Gruppo Cirio può farsi risalire, nei suoi tratti salienti, al 1999, anno in cui la Cirio s.p.a. torna ad essere Capogruppo, dopo la breve parentesi del biennio precedente, quando Cirio stessa era stata ceduta alla consociata Bombril, che quindi aveva assunto il ruolo di Capogruppo.

Nei primi mesi del 2000 il ramo alimentare della stessa Cirio s.p.a. viene conferito ad una controllata totalitaria, la Cirio Alimentare s.p.a., con l'obiettivo di razionalizzare la struttura del Gruppo e avere un'unica capogruppo con funzioni esclusivamente di holding di partecipazione, controllante tutte le principali società operative del Gruppo.

Successive operazioni hanno portato, tra l'altro, ad una sempre maggiore integrazione delle attività mondiali del Gruppo Cirio con quelle del Gruppo Del Monte Foods, la cui acquisizione viene completata proprio nel 2000 con l'OPA totalitaria. L'integrazione trova una espressione societaria nella nascita della società di diritto olandese Cirio Del Monte NV, subholding che controlla tutte le attività del business cosiddetto "food" del Gruppo (ad eccezione di alcune attività residuali, rimaste direttamente sotto il controllo di Cirio Finanziaria).

A seguito delle operazioni societarie suddette, peraltro descritte in precedenza, al 30 giugno 2003 il Gruppo Cirio presenta un organigramma societario che vede la presenza di una holding Capogruppo, la Cirio Finanziaria s.p.a., la quale rappresenta il vero "cervello" del Gruppo. Redige il bilancio consolidato e detiene le leve operative per la gestione strategica di tutte le società del Gruppo, attualmente raggruppate in due grandi aree di business:

- i) detergenza, attraverso la controllata brasiliana Bombril, costituente a sua volta gruppo;
- ii) *food*, attraverso le due "anime" delle conserve (mondo Cirio) e della frutta sciroppata e in succhi (mondo Del Monte), che fanno capo come già detto alla sub-holding Cirio Del Monte NV;

oltre ad alcune altre presenze di minore entità in settori diversificati (imballaggi, *entertainment*, immobiliare).

La Cirio Finanziaria s.p.a. è a sua volta controllata dalla Cirio Holding s.p.a., mera holding che detiene il pacchetto controllo della Cirio Finanziaria, della Rio Verde Carton SA (società spagnola operante nel settore del cartoncino grezzo per imballaggi) e della Cirio Holding Luxembourg SA (veicolo costituito al solo scopo di effettuare un'emissione di titoli obbligazionari, completata nel 2001 per complessivi 275 mln. di Euro).

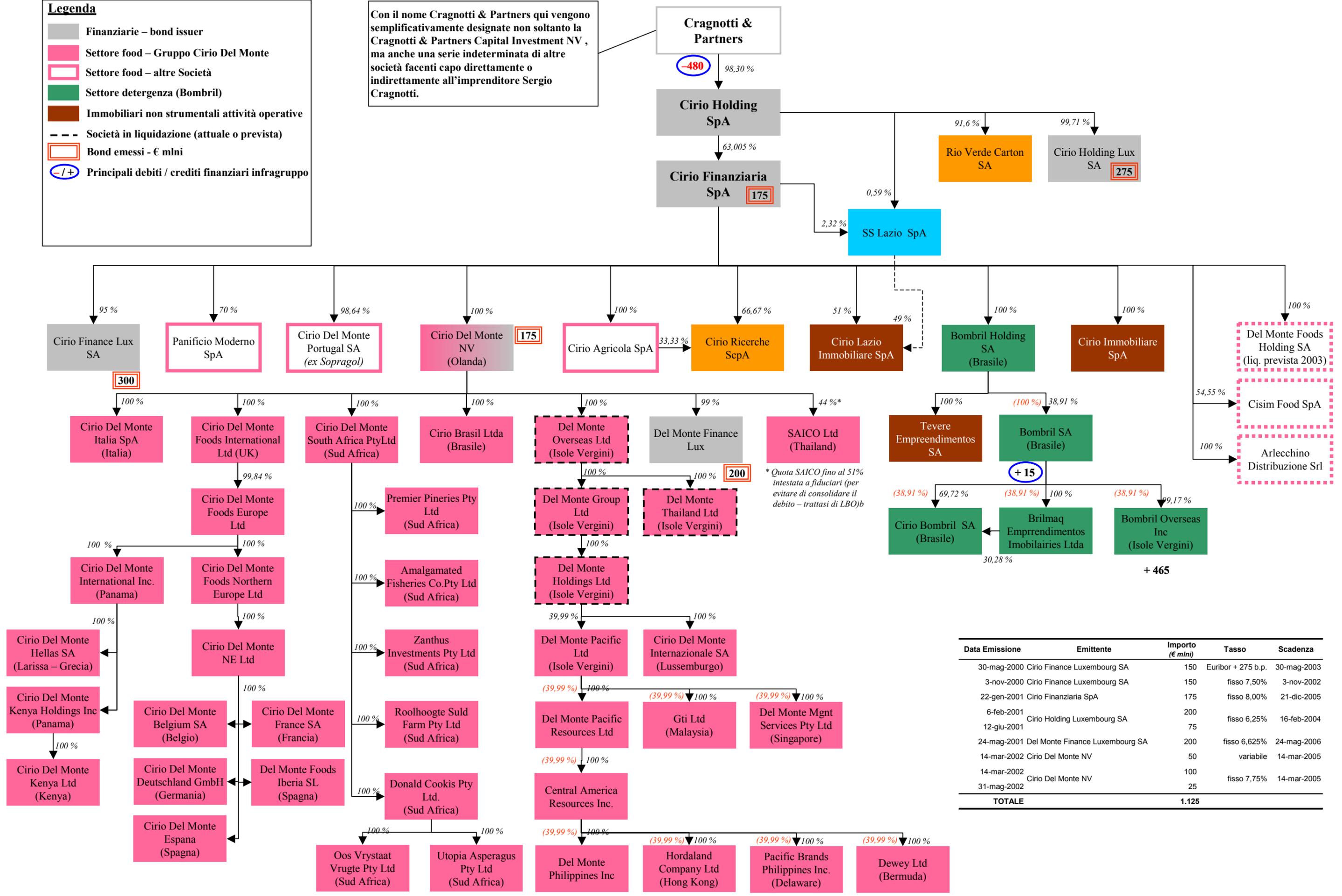
La Cirio Holding è a sua volta controllata da società estere sulle quali non è stato possibile svolgere alcuna indagine e che qui sinteticamente ed indistintamente vengono designate come Gruppo C&P.

Con la precisazione sopra riportata in ordine alle società di controllo della Cirio Holding, la tavola allegata di seguito riporta graficamente il dettaglio della struttura del Gruppo Cirio, ad eccezione di alcune società inattive o in liquidazione, ritenute non rilevanti ai fini della piena comprensione dell'effettiva dimensione, presenza di mercato e operatività del Gruppo nel suo insieme.

Legenda

- Finanziarie – bond issuer
- Settore food – Gruppo Cirio Del Monte
- Settore food – altre Società
- Settore detergenza (Bombril)
- Immobiliari non strumentali attività operative
- Società in liquidazione (attuale o prevista)
- Bond emessi - € mlni
- /+ Principali debiti / crediti finanziari infragruppo

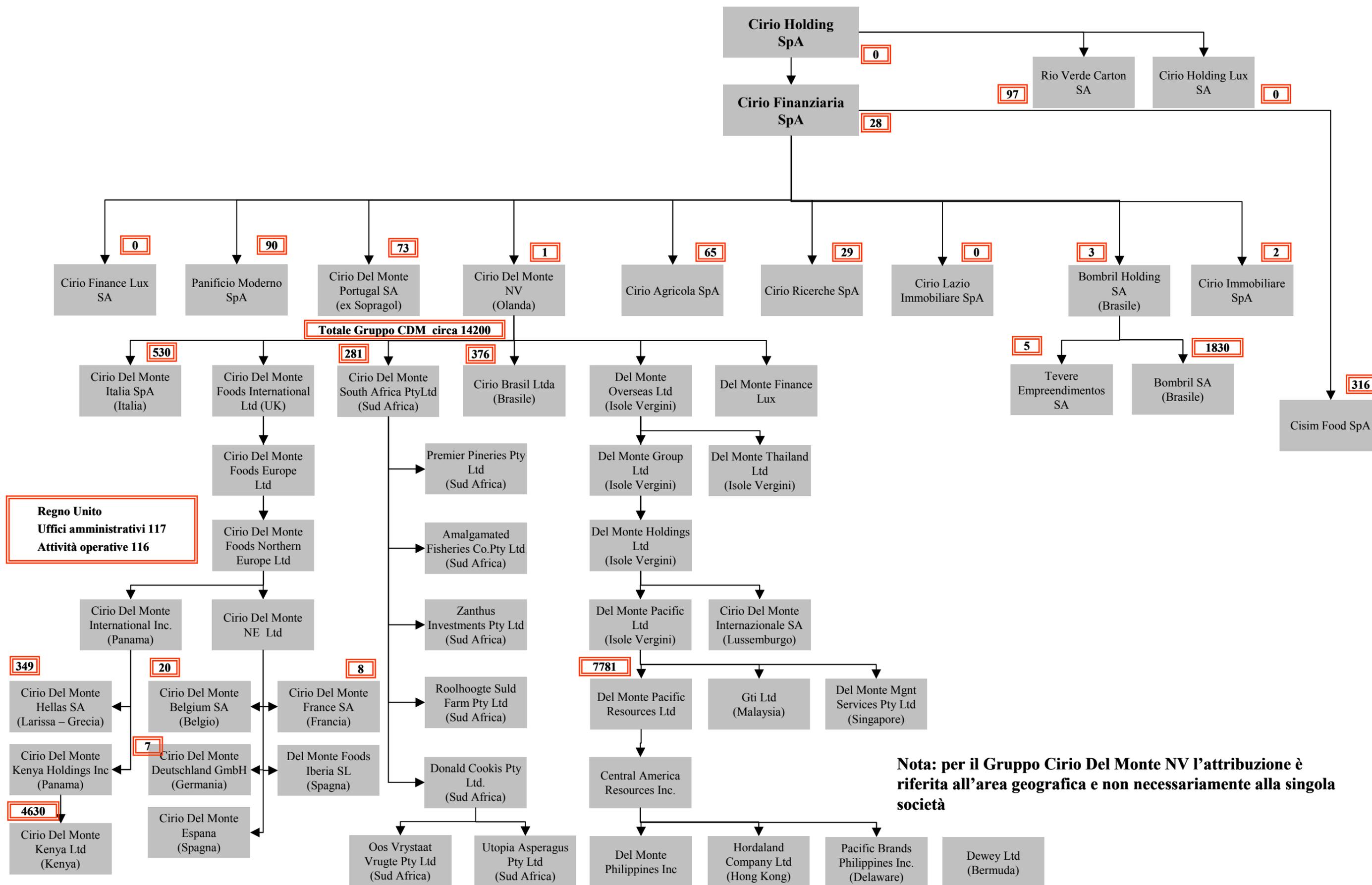
Con il nome Cragnotti & Partners qui vengono semplicemente designate non soltanto la Cragnotti & Partners Capital Investment NV, ma anche una serie indeterminata di altre società facenti capo direttamente o indirettamente all'imprenditore Sergio Cragnotti.



* Quota SAICO fino al 51% intestata a fiduciari (per evitare di consolidare il debito - trattati di LBO)b

Data Emissione	Emittente	Importo (€ mlni)	Tasso	Scadenza
30-mag-2000	Cirio Finance Luxembourg SA	150	Euribor + 275 b.p.	30-mag-2003
3-nov-2000	Cirio Finance Luxembourg SA	150	fisso 7,50%	3-nov-2002
22-gen-2001	Cirio Finanziaria SpA	175	fisso 8,00%	21-dic-2005
6-feb-2001	Cirio Holding Luxembourg SA	200	fisso 6,25%	16-feb-2004
12-giu-2001		75		
24-mag-2001	Del Monte Finance Luxembourg SA	200	fisso 6,625%	24-mag-2006
14-mar-2002	Cirio Del Monte NV	50	variabile	14-mar-2005
14-mar-2002	Cirio Del Monte NV	100	fisso 7,75%	14-mar-2005
31-mag-2002		25		
TOTALE		1.125		

Il Personale del Gruppo (escluso personale stagionale)



2.2 Sintesi delle attività del Gruppo

La Cirio Holding s.p.a., è una holding con partecipazioni di controllo in società operanti nei seguenti settori:

- Agro-alimentare (con una partecipazione di controllo diretta, pari al 63,005%, nella Cirio Finanziaria s.p.a.);
- Detergenza in Brasile (partecipazione del 38,91% nella Bombril SA, società collegata tramite la Cirio Finanziaria s.p.a.);
- Calcistico (partecipazione del 3% nella S.S. Lazio s.p.a., società partecipata sia direttamente che attraverso la Cirio Finanziaria s.p.a.);
- Imballaggio in Spagna (con una partecipazione di controllo diretta, pari al 89,4%, nella Rio Verde Carton).

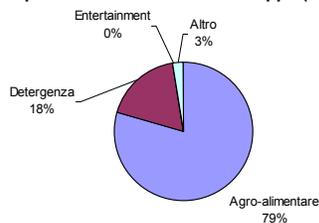
La Cirio Finanziaria S.p.a., la S.S. Lazio s.p.a. e la Bombril SA sono società quotate nei mercati regolamentati.

L'attività peculiare di Cirio Holding nel corso del 2002 si è focalizzata nella gestione delle partecipazioni di controllo e nella progressiva dismissione delle partecipazioni minori.

La Cirio Finanziaria S.p.a., è una holding industriale, attiva tramite le società controllate nei seguenti settori:

- Agro-alimentare
- Detergenza
- Altri settori minori

Composizione del fatturato di Gruppo (2002)



I principali dati economici del Gruppo dell'ultimo biennio si possono riepilogare come segue:

Cirio Finanziaria SpA - principali indicatori economici consolidati

	2001 € mil.	2002 € mil.
Ricavi netti	1.131	1.003
Ebitda	66	88
Ebit	(78)	17
<i>Proventi/(Oneri Fin.)</i>	(67)	(86)
<i>Proventi/(Oneri Straord.)</i>	148	(946)
<i>Imposte</i>	23	33
Risultato netto	27	(982)
Ebitda Margin	5,8%	8,7%
Ebit Margin	(6,9%)	1,7%

Fonte: Bilancio civilistico al 31/12/2002 della Cirio Finanziaria SpA

Il settore agro-alimentare rappresenta l'attività principale del Gruppo. Nel 2002 il settore ha contribuito, infatti, per circa il 79% del fatturato consolidato, in aumento al 96% in seguito alle recenti vicende che hanno portato alla perdita del controllo e al conseguente deconsolidamento della Bombril. Il fatturato del gruppo per attività si riepiloga come segue:

	Agro-alimentare										Totale consolidato	
	Agro-alimentare		Detergenza		Entertainment		Altro		Totale		Altro*	Totale consolidato
Ricavi	778	79%	175	18%	0	0%	26	3%	979	98%	25	1003
Margine operativo lordo	56	7%	26	15%	0	0%	-6,5	-25%	75	8%		
Margine operativo netto	16	2%	21	12%	n.d.		n.d.		36	4%		

Nota: dati 2002 in Euro/mil.

* Poste di riconciliazione con bilancio consolidato Cirio Finanziaria Spa al 31/12/2002

n.d. non disponibile

Nel settore agro-alimentare, il Gruppo è proprietario di tre piantagioni di ananas (Kenya, Sud Africa e Filippine) e di diversi stabilimenti in Italia (S.Polo – Piacenza; S.Felice – Modena; Caivano – Napoli), in Portogallo (Morra), in Grecia (Larissa), in Kenya (Thika), Sud Africa (Bethlehem e Tulbach), Thailandia e Filippine, che, come descritto nei successivi paragrafi, operano in maniera altamente integrata tra loro, coprendo tutte le fasi del processo produttivo.

L'azzeramento del fatturato nel settore Intrattenimento, che nel 2001 corrispondeva a circa il 3% del fatturato, è conseguenza del deconsolidamento, avvenuto nel corso del 2002, della partecipazione nella S.S. Lazio s.p.a.

I principali mercati di riferimento del Gruppo sono l'Italia e l'Europa (in particolare la Gran Bretagna) con una quota sul fatturato consolidato pari a circa il 55%, in

aumento ad oltre il 65% con il deconsolidamento della Bombril. Il fatturato del gruppo per destinazione geografica si può riepilogare come segue:

											Elisioni*	Totale consolidato
	Italia		Europa		America		Africa		Asia			
Ricavi	232	24%	318	32%	264,4	27%	13	1%	158	16%	-6	979
Margine operativo lordo	4,3	2%	23	7%	32,9	44%	-8,5	-65%	23	15%	0	75
Margine operativo netto	-11	-5%	6	2%	24,5	9%	-9,3	-71%	12	8%	-97	-74

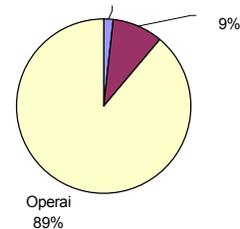
Nota: dati 2002 in Euro/mil.

* Poste di riconciliazione con bilancio consolidato Cirio Finanziaria Spa al 31/12/2002

Il fatturato realizzato in America è generato per il 55% dal business della detergenza. Con il deconsolidamento della Bombril i mercati americani contribuirebbero solo per il 10% sul fatturato consolidato del Gruppo.

Il Gruppo ha registrato nel 2002 un numero medio complessivo di dipendenti, inclusi gli stagionali, pari a circa n. 18.000², di cui circa 12.500 operativi nel settore agroalimentare, distribuiti principalmente tra Italia, Gran Bretagna e Asia (Del Monte Pacific Ltd). Il numero complessivo di stagionali è pari a circa 6.800 unità.

Composizione del personale per categoria



In capo alla Cirio Del Monte Italia risultano num. 530 fissi e circa num. 1600³ stagionali.

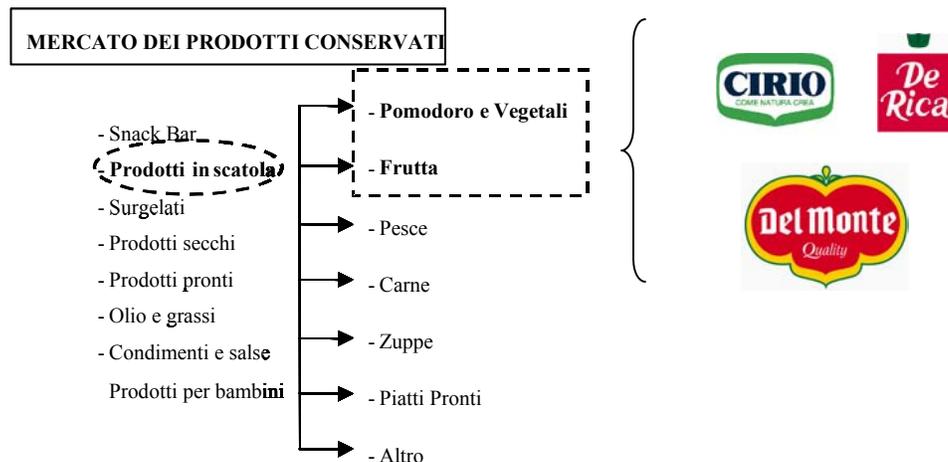
² Fonte: Bilancio civilistico al 31/12/2002 Cirio Finanziaria s.p.a.

³ Fonte: Bilancio civilistico al 30/06/2003 Cirio Del Monte Italia s.p.a.

2.3 Il settore alimentare

Il Gruppo, attraverso la Cirio del Monte NV e le sue controllate, è attiva nel segmento conserve nella produzione, vendita e distribuzione in Italia e all'estero di:

- prodotti in scatola a base di pomodoro (pomodori pelati, passate di pomodoro, sughi pronti), vegetali conservati e aceto, con marchi “Cirio” e “De Rica” e, in misura marginale, con i marchi Peixe (Brasile) e Del Monte;
- succhi e bevande a base di frutta e frutta conservata, con i marchi “Del Monte” e, in misura marginale, con i marchi “Mangiaebevi” e “Just Juice”.



Il Gruppo, attraverso la Cirio Agricola s.p.a. e la Panificio Moderno s.p.a., opera anche nella produzione di latte di alta qualità e in attività di panificazione.

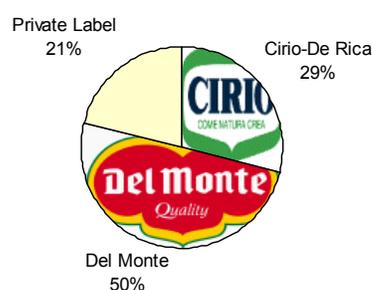
Il segmento Conserve rappresenta circa il 79% del fatturato dell'intero Gruppo e circa il 98% del fatturato del comparto agro-alimentare. La produzione di latte di alta qualità (fatturato 2002 pari a Euro 6,8 mln.) e le attività di panificazione (fatturato 2002 pari a Euro 15,3 mln.) rappresentano, infatti, attività residuali nell'ambito del settore alimentare.

Il fatturato al 31/12/2002 della Cirio Del Monte NV, corrispondente quindi alla quasi totalità delle vendite di Gruppo nel comparto agro-alimentare, è stato pari a:

- Euro 778 mln., fatturato consolidato 2002 comprensivo del 100% fatturato della Del Monte Pacific Ltd, consolidata integralmente (“fatturato consolidato”);
- Euro 673⁴ mln., fatturato consolidato 2002 comprensivo del 39,99% del fatturato della Del Monte Pacific Ltd, (“fatturato consolidato pro-quota”);
- Euro 590⁵ mln., al netto del 100% del fatturato della Del Monte Pacific Ltd. (“fatturato consolidato netto”).

Il fatturato generato da prodotti con marchi Cirio e De Rica rappresenta circa il 29% del fatturato consolidato della Cirio Del Monte NV (al netto del fatturato della Del Monte Pacific); il fatturato generato da

Composizione del fatturato per marchi



prodotti con marchio Del Monte rappresenta circa il 50% del fatturato. Il peso del fatturato generato con il marchio Del Monte sale a circa il 57% se si considera il fatturato del Gruppo Cirio Del Monte NV comprensivo della quota di competenza della Del Monte Pacific.

La composizione del portafoglio prodotti per tipologia ed area geografica, a livello di gruppo Cirio Del Monte NV (comprensivo del 100% della Del Monte Pacific Ltd), si riepiloga come segue:

⁴ Stimato pari ad Euro 590 mln. più Euro 83 mln. circa, come il 39,99% del fatturato della Del Monte Pacific consolidato nella Cirio del Monte NV, pari ad Euro 208 mln. – fonte, Bilancio consolidato Cirio Del Monte NV al 31/12/2002.

⁵ Fonte: Dati al 31/12/2002 forniti dalla Cirio Finanziaria S.p.a.

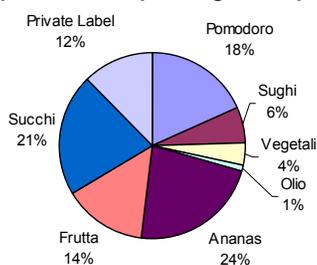
	Conserve				Frutta e Succhi			Altro	Totale per mercato	Contributo per mercato	
	Cirio-De Rica				Del Monte			Private Label	Totale per mercato	Europa	Totale
	Pomodoro	Sughi	Vegetali	Olio	Ananas	Frutta	Succhi	Private Label		Europa	Totale
Italia	41	40	17	8	17	7	49	25	204	39%	26%
Regno Unito	11				17	40	86	1	155	30%	20%
Benelux	4				9	19		17	49	9%	6%
Francia	14				6	3		6	29	6%	4%
Germania	5		2		17	7		1	32	6%	4%
Altri Europei	9		4		18	10		12	53	10%	7%
Totale Europa	84	40	23	8	84	86	135	62	522		
Contributo per prodotto	16%	8%	4%	2%	16%	16%	26%	12%			
America	25	6	8	1	42	2,4	1	3	88	34%	11%
Africa	0		1		2	8	1,5	1,7	13	5%	2%
Asia/Australia	34		0		48	16	28	29	155	60%	20%
Totale Resto del Mondo	59	6	9	1	91	26	30	34	256		
Contributo per prodotto	23%	2%	3%	0%	36%	10%	12%	13%			
Totale per prodotto	143	46	31	9	175	112	165	96	778		
Contributo %	18%	6%	4%	1%	23%	14%	21%	12%			

Nota: Dati in Euro mil.

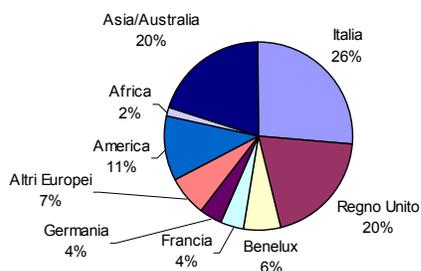
229

Fonte: Dati consolidati al 31/12/2002 forniti dal Gruppo Cirio comprensivi del 100% del fatturato della Del Monte Pacific Ltd.

Composizione del portafoglio dei prodotti



Composizione per area geografica



Il Gruppo conferma una presenza radicata sul mercato italiano ed inglese (che rappresentano nel settore agro-alimentare complessivamente il 69% del fatturato del mercato europeo e il 46% di quello mondiale), dove vanta una posizione dominante rispettivamente:

- in Italia, principalmente con il marchio Cirio, nei comparti dei prodotti a base di pomodoro (in particolar modo pelati) e dei sughi, con quote di mercato che si attestano tra il 15% e il 20%. Gli altri competitor, quali La Doria e Divella, hanno quote di mercato comprese tra il 2% e il 5% (fonte Euromonitor 2001);
- in Gran Bretagna, esclusivamente con il marchio Del Monte, nei comparti dei succhi, con quote che si attestano intorno al 9%, e dei prodotti a base di frutta, con una posizione dominante.

Bassa diversificazione geografica per i prodotti a base di pomodoro e vegetali con presenza discreta solo in Francia (con il marchio De Rica) e Germania. Maggiore diffusione europea dei prodotti a base di frutta e dei succhi con il marchio Del Monte, anche se con quote di mercato poco rilevanti.

Il fatturato generato sui mercati asiatici e quota parte di quello sui mercati americani (circa Euro 45 mln.), così come riportato nella tabella precedente, è relativo al 100% del fatturato della Del Monte Pacific Ltd. Il peso del fatturato generato in Asia ed America (complessivamente pari al 30% circa) si ridurrebbe al 12% se si prendesse in considerazione esclusivamente la quota del fatturato di competenza Cirio Del Monte NV (pari al 39% circa del fatturato della Del Monte Pacific Ltd.)

Una breve analisi per linea di prodotto evidenzia quanto segue:

Prodotti a base di pomodoro e sughi

Il fatturato da prodotti in scatola a base di pomodori e sughi (nel 2002 pari ad Euro 189 mln.) rappresenta circa il 24% del fatturato consolidato del segmento Conserve, circa il 28% del fatturato consolidato pro-quota del Gruppo (comprensivo del 39,99% del fatturato della Del Monte Pacific Ltd) e circa il 26% del fatturato consolidato al netto della Del Monte Pacific.

L'Italia rappresenta il principale mercato di riferimento con una quota del fatturato (nel 2002 pari ad Euro 84 mln.) sul totale del comparto pomodori e sughi in scatola superiore al 40%.

Buona diversificazione geografica con un fatturato pari al 6% in UK, al 7% in Francia (anche grazie al buon posizionamento del marchio De Rica), al 16% in America e al 18% tra Asia e Australia.

Prodotti a base di vegetali

Il fatturato da prodotti in scatola a base di vegetali (nel 2002 pari ad Euro 31 mln.) rappresenta circa il 4% del fatturato del segmento Conserve.

L'Italia rappresenta il principale mercato di riferimento con una quota del fatturato (nel 2002 pari ad Euro 17 mln.) sul totale del comparto pari a circa il 55%. Il basso livello di fatturato da prodotti a base di vegetali riflette la tipicità del mercato italiano, dove i prodotti a base di pomodoro rappresentano circa il 25% del fatturato dell'intero segmento dei prodotti in scatola (con l'esclusione dei prodotti tipo tonno in scatola), mentre quelli a base di vegetali rappresentano solo il 10% del mercato.

Bassa la diversificazione geografica. L'unico mercato di rilievo (anche se non rilevante in valori assoluti - nel 2002 pari ad Euro 8 mln.) è rappresentato dall'America (veicolazione tramite la Cirio Brasil) con una quota del fatturato sul totale del comparto pari a circa il 26%.

Sul mercato italiano il Gruppo è tra i primi tre operatori con una quota pari a circa il 15%; Conserve Italia e Bonduelle detengono quote simili mentre i Marchi Privati detengono una quota superiore al 30% (fonte Euromonitor 2001).

Prodotti a base di frutta (conserve e succhi)

Il fatturato da prodotti in scatola a base di frutta e dei succhi (nel 2002 pari ad Euro 452 mln.) rappresenta circa il 58% del fatturato del segmento Conserve.

Con l'esclusione del fatturato della Del Monte Pacific, il fatturato da prodotti con il marchio Del Monte rappresenta circa il 48% del fatturato della Cirio Del Monte NV.

La Gran Bretagna (in particolar modo per i succhi di frutta, dove Del Monte si conferma il primo marchio con una quota di circa il 9% del mercato) rappresenta

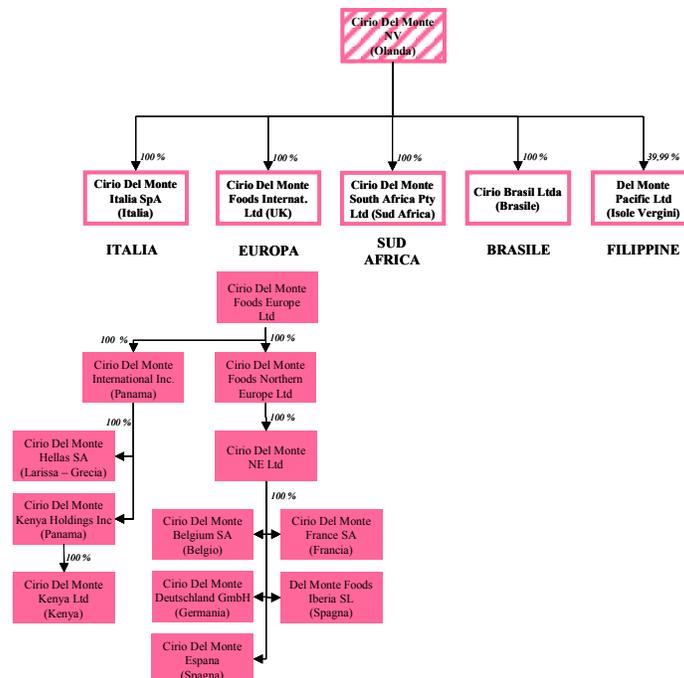
il principale mercato di riferimento con una quota del fatturato (nel 2002 pari ad Euro 143 mln.) sul totale del comparto pomodori e succhi in scatola pari a circa il 30%.

L'Italia rappresenta il terzo mercato con una quota del fatturato (nel 2002 pari ad Euro 73 mln.) sul totale del comparto pari a circa il 16%. Rilevante è il peso dei succhi e dei prodotti in scatola a base di ananas.

Elevata la diversificazione geografica con un fatturato pari all'11% in America, al 6% in Belgio e Lussemburgo, ed una presenza diffusa in tutto il Nord Europa.

2.3.1 Informazioni generali sulle caratteristiche e sui rapporti interni del gruppo Cirio Del Monte NV

L'organigramma societario delle società operative nel settore conserve del Gruppo, si può riassumere come segue:



Nota: L'organigramma riporta in dettaglio solo le partecipazioni nelle società operative più rilevanti. Per una visione d'insieme più completa del Gruppo si rimanda al sociogramma nel par. 2.1

Cirio Del Monte Italia è attiva nella produzione (attraverso gli stabilimenti di S.Polo – Piacenza; S.Felice – Modena; Caivano – Napoli), vendita e distribuzione di prodotti a base di pomodoro, vegetali, succhi e bevande a base di frutta, frutta conservata e aceto balsamico sia in Italia che in Europa attraverso la Del Monte Food International e le sue controllate;

Cirio Del Monte International Inc. (Panama) e Cirio Del Monte Foods Northern Europe Ltd. (controllate indirettamente da Cirio Del Monte Foods International Ltd. - UK) distribuiscono prodotti a marchio Del Monte in tutta Europa, in Africa e nel Medio Oriente e prodotti non a marchio in tutto il mondo.

Cirio Del Monte International Inc. (Panama) è la società che opera da tramite fra le società fornitrici di materie prime e/o semilavorati e prodotti finiti, da un lato, e le società che trasformano quelle materie prime, quei semilavorati o distribuiscono sul mercato quei prodotti finiti. (oltre ad avere un proprio mercato di sbocco finale, naturalmente), dall'altro. E' il vero e proprio baricentro organizzativo su cui poggia tutta la gestione operativa del gruppo CDM NV. Cirio Del Monte International Inc. (Panama) acquista il prodotto, organizza il trasferimento delle merci, determina il prezzo e vende alle società del gruppo, in base agli ordinativi previsti da quest'ultime.

Il "prezzo" del prodotto e' ovviamente determinato tenendo conto dei costi effettivamente sostenuti (noli, trasporti, assicurazioni, ecc) oltre alla totale copertura dei costi interni sostenuti (lavoro dei propri dipendenti, spese generali ed amministrative, ecc).

Cirio Del Monte International Inc. (Panama) acquista prodotti finiti e/o semilavorati e materie prime dalle altre società del gruppo CDM NV, quali Cirio Del Monte Kenya Ltd, Cirio Del Monte Hellas SA, Cirio Del Monte Sud Africa e Del Monte Pacific Ltd.

Cirio Del Monte Kenya possiede una piantagione di ananas ed uno stabilimento a Thika, dove l'ananas viene lavorato, trasformato e confezionato in prodotti finiti (ananas a fette e a pezzi in scatola) e semilavorato (purea).

Cirio Del Monte Hellas possiede uno stabilimento a Larissa dove viene lavorata, trasformata e confezionata la frutta in prodotti finiti (pesche e macedonia in scatola).

Cirio Del Monte Sud Africa possiede due stabilimenti, a Tulbagh e Bethlehem. Nello stabilimento di Tulbagh viene lavorata, trasformata e confezionata la frutta in prodotti finiti (pesche, pere, albicocca e macedonia in scatola). Nello stabilimento di Bethlehem vengono lavorati e confezionati gli asparagi.

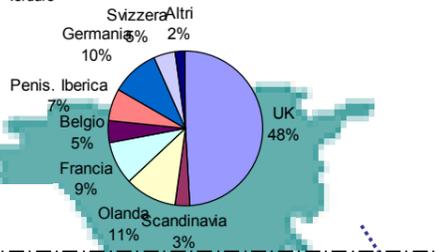
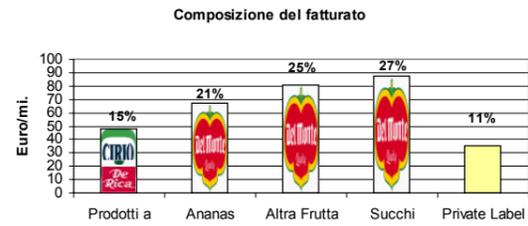
Cirio Del Monte Kenya, Cirio Del Monte Sud Africa e Cirio Del Monte Hellas vendono tutta la loro produzione a Cirio Del Monte International. Soltanto le prime due società hanno un limitatissimo mercato domestico.

Cirio Del Monte Northern Europe Ltd possiede uno stabilimento a King's Lynn (U.K.) dove vengono lavorati e confezionati succhi di frutta (acquistando la purea dalla Cirio Del Monte International Inc. - Panama).

Cirio Brasil SA, società attiva nella produzione e commercializzazione di prodotti in scatola a base di pomodoro principalmente in Brasile e in altri paesi dell'America Latina (65% del fatturato da prodotti a marchio Peixe e circa il 15% da prodotti a marchio Cirio).

U.K e Nord Europa

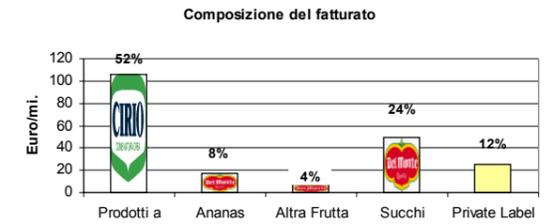
- 1 stabilimento di produzione in UK
- Fatt. Gruppo per destinazione 2002: Euro 318 mln.
- Ebitda margin: 7%
- Ebit margin: 2,5%
- Primo marchio in UK sul mercato dei succhi (quota di mercato del 9%)
- Quota del 4,2% nel mercato delle bevande a base di frutta in UK
- Leader in UK sul mercato della frutta in scatola
- Posizionamento sui principali mercati del Nord Europa



Fonte: Bilancio al 31/12/2002 della Cirio Finanziaria S.p.a.

Italia

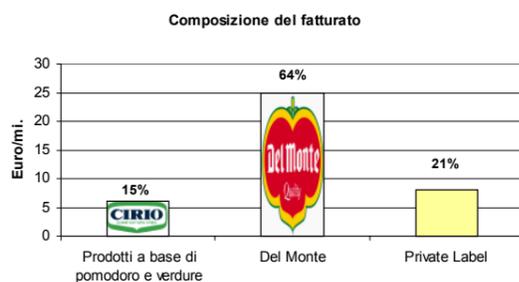
- 3 stabilimenti di produzione
- Fatt. Gruppo per destinazione 2002: Euro 205 mln.
- Ebitda margin: 5%
- Ebit margin: -
- Principale mercato di riferimento per i prodotti a base di pomodoro e vegetali e sughi con una quota del fatturato sul totale del settore conserve superiore al 45%
- Leader con una quota compresa tra il 15% e il 20% nei segmenti dei prodotti a base di pomodoro e vegetali.



Fonte: Elaborazioni su dati di bilancio al 31/12/2002 della Cirio Finanziaria S.p.a.

Brasile

- 1 stabilimento di produzione
- Fatt. Gruppo per destinazione Euro 87 mln.
- Fatt. Cirio Brasil SA 2002: Euro 39 mln.
- Ebitda margin Cirio Brasil: -3%
- Ebit margin Cirio Brasil: -7%
- Buona posizione di mercato subito dietro le grandi società internazionali



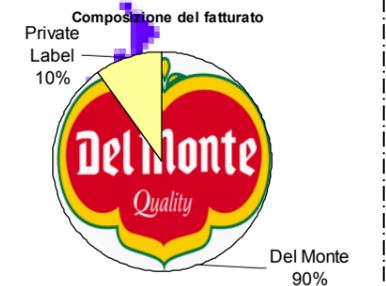
Fonte: Elaborazioni su bilanci consolidati Cirio Del Monte NV

Legenda



Asia – Del Monte Pacific

- 1 piantagione
- Fatt. Gruppo per destinazione: Euro 154,6 mln.
- Fatt. Del Monte Pacific 2002: Euro 208 mln. – pro-quota Euro 83 mln.
- Ebitda margin Del Monte Pacific: 22%
- Ebit margin Del Monte Pacific: 20%
- Significative quote di mercato nelle Filippine
- Esclusiva nella produzione e distribuzione di prodotti con marchio Del Monte nel sub continente indiano



Fonte: Elaborazioni su bilanci consolidati Cirio Del Monte NV e dati pubblicamente disponibili

2.3.2 *Informazioni di sintesi sul mercato di riferimento*

Il segmento dei prodotti conservati è un mercato maturo, altamente concentrato, con una forte competizione sui prezzi, difficoltà di differenziazione dei prodotti e forti problemi di rinnovamento e graduale erosione del premio normalmente riconosciuto sui prodotti più rinomati. Un tale contesto competitivo, con previsioni di ulteriore contrazione della domanda, sta favorendo la penetrazione dei *Marchi Privati* particolarmente nei comparti dei prodotti più difficilmente differenziabili (quali quelli a base di pomodoro, vegetali e frutta) e sta spingendo i grandi gruppi internazionali a diversificare il proprio portafoglio prodotti nei comparti più dinamici e con le migliori prospettive di sviluppo.

I prodotti a base di pomodoro e vegetali, rappresentano il comparto più ampio sia in termini di volume che di fatturato su tutti i mercati principali ma anche il comparto che maggiormente ha risentito delle difficoltà del settore. I prodotti a base di pesce, le zuppe e i piatti pronti sono risultati i comparti più dinamici e in crescita.

Il comparto della frutta in scatola e dei succhi ha risentito meno della crisi del settore grazie sia alla maggiore facilità di innovazione, con il lancio di prodotti con premio sul prezzo, quali arance e limoni, che all'evoluzione verso prodotti energetici e ad elevati contenuti nutrizionali.

Relativamente ai mercati di riferimento del Gruppo:

- il mercato italiano è atteso risentire particolarmente della contrazione della domanda a favore di prodotti freschi; il comparto dei pomodori pelati è previsto risentire dell'evoluzione delle abitudini culinarie a favore dei sughi pronti e delle passate;
- la Francia e la Gran Bretagna sono attesi crescere a tassi ridotti.

Le caratteristiche dei principali gruppi internazionali quotati nel settore delle conserve (num. 18 società individuabili come competitor del Gruppo Cirio Del Monte NV) si possono riepilogare come segue:

- grande dimensione: fatturato medio pari ad Euro 11 mld. (capitalizzazione media pari ad Euro 12 mld.);
- elevata diversificazione: tutti i gruppi, indipendentemente dalla dimensione, sono presenti su un gran numero di mercati sia in termini di impianti di produzione che di vendita e commercializzazione. Inoltre, nessun player ha un focus limitato esclusivamente su prodotti a base di vegetali, pomodori e frutta ma tutti risultano, più o meno, diversificati anche in prodotti a base di carne, pesce, piatti pronti e bevande.

- Margine operativo lordo (Ebitda) medio pari al 13%. Le società presenti nei comparti più dinamici (come il pesce, la carne e i piatti pronti) o le società diversificate nelle bevande o nei prodotti freschi sono quelle con i migliori margini operativi. Escludendo le 4 società con un fatturato superiore ad Euro 18 mld., che per dimensione sono decisamente superiori rispetto al resto del campione, risulta un buon livello di correlazione tra la dimensione e il margine operativo lordo;

	Ebitda	Ebit
H.J. Heinz	16%	13%
Campbell	21%	16%
Conagra Foods	10%	8%
Hershey Foods Co	21%	17%
Sara Lee	12%	8%
Nestlé	13%	12%
Unilever	16%	12%
Danone	21%	15%
Cadbury	19%	18%
Parmalat (Euro)	11%	7%
Northern Foods	14%	9%
Del Monte Foods	14%	11%
Boundelle	12%	6%
Normel Foods	11%	8%
Hain Celestial	3%	1%
La Doria	4%	2%
Seneca Food Co	8%	5%
CSM NV	9%	8%

Median	13%	10%
Mediana	12%	9%

Fonte: dati al 31/12/2002 pubblicamente disponibili

- Rapporto di indebitamento mediamente compreso tra il 50% e il 75% con un rapporto del debito sul patrimonio tra 1x e 1,5x. Il rapporto tra indebitamento e capitalizzazione si attesta su un valore medio di 0,5x. Le società con un maggior livello di indebitamento sono quelle che nel corso degli ultimi anni hanno portato a termine una serie di acquisizioni;

La maggior parte dei player ha risentito, nel corso degli ultimi anni, delle difficoltà che caratterizzano il settore dei prodotti conservati con un tasso medio di crescita pari al 2%. Particolarmente negative sono risultate le performance delle società americane maggiormente focalizzate nel settore dei prodotti conservati. Le società con presenza nei comparti dei prodotti confezionati più dinamici (come il pesce, la carne e i piatti pronti) o le società diversificate nelle bevande o nei prodotti freschi sono quelle che meno hanno risentito della contrazione del mercato.

2.3.3 *Dati economico-finanziari di sintesi del Gruppo Cirio Del Monte NV*

L'analisi dei principali dati economico-finanziari del Gruppo Cirio Del Monte NV, evidenzia come il gruppo, pur mantenendo le quote di mercato in un settore maturo e con forti pressioni concorrenziali, abbia risentito sia delle difficoltà legate al processo di integrazione tra la Cirio e la Del Monte Food (iniziato alla fine del 2001 e che ha portato alla nascita della Cirio Del Monte NV) sia dell'attuale crisi finanziaria del Gruppo.

Gruppo Cirio Del Monte NV - principali indicatori economici consolidati

	30/06/2002 € mil.	31/12/2002 € mil.	30/06/2003 € mil.
Ricavi netti	379	778	307
Ebitda	29	56	21
Ebit	10	12	1
<i>Proventi/Oneri fin.</i>	(18)	(40)	(19)
<i>Oneri straordinari</i>	(0)	(35)	(15)
Risultato netto	(19)	(92)	(34)
Attivo totale Netto	1.176	1.064	998
Posizione Finanz. Netta	629	580	581
Patrimonio netto	547	484	416
ROE	(3,2%)	(17,9%)	(7,6%)
ROI	1,0%	1,1%	0,1%
Ebitda Margin	7,7%	7,2%	6,8%
Ebit Margin	2,5%	1,5%	0,2%

Fonte: Bilanci consolidati Cirio Del Monte NV

Con il completamento, nel corso del 2002, del conferimento delle partecipazioni nella Cirio Brasil S.A., della Cirio Del Monte Italia s.p.a., della

Del Monte Finance Lux e della Cirio Del Monte Foods Int. Ltd, il Gruppo non ha riscontrato ulteriori variazioni sostanziali quanto ad asset detenuti.

A livello delle principali società operative l'analisi dei dati evidenzia quanto segue:

- *Cirio del Monte Italia s.p.a.*, società controllata al 100%, attiva nella produzione, vendita e distribuzione di prodotti a base di pomodoro, vegetali, succhi e bevande a base di frutta, frutta conservata e aceto balsamico sia in Italia che in Europa (attualmente attraverso la rete distributiva delle consociate estere);

Cirio Del Monte Italia SpA - principali indicatori economici

	2001 € mil.	2002 € mil.	30/06/2003 € mil.
Ricavi	251	236	79
Ebitda	0,7	(8)	(4)
Ebit	(12)	(19)	(11)
<i>Proventi/(Oneri Fin.)</i>	(13)	(9)	(6)
<i>Proventi/(Oneri Straord.)</i>	(1)	(20)	(5)
Risultato netto	(27)	(49)	(22)
Attivo totale Netto	308	252	217
Posizione Finanz. Netta	118	110	397
Patrimonio netto	190,8	141,9	(180)
ROE	n.d.	(29,4%)	n.s.
ROI	n.d.	(6,9%)	(4,7%)
Ebitda Margin	0,3%	(3,2%)	(5,4%)
Ebit Margin	(4,6%)	(8,1%)	(14,0%)

Fonte: Bilancio civilistico della Cirio Del Monte SpA
 Situazione al 30/06/2003 predisposta dalla società al lordo delle rettifiche in corso d'opera
 n.s., non significativo

L'esercizio 2002 segna il primo anno di piena attività della società successivamente alla fusione tra Cirio Alimentare s.p.a. e Del Monte Italia s.p.a.

La crisi finanziaria conseguente al mancato rimborso del prestito obbligazionario dell'ammontare di Euro 150 mln., emesso da Cirio Finance Luxembourg SA e garantito congiuntamente dalla capogruppo Cirio Finanziaria s.p.a. e dalla Cirio Del Monte Italia, l'andamento climatico particolarmente penalizzante e il programma di

riorganizzazione commerciale e produttivo (con costi straordinari al 2002 pari ad Euro 20 mln.) si possono considerare le cause principali alla base della crisi economica della società.

A causa del mancato puntuale pagamento del prestito obbligazionario, la società è debitrice in solido con l'altro garante Cirio Finanziaria s.p.a., di *notes* complessive per Euro 300 mln. Al 30 giugno 2003, nel rispetto del principio della prudenza, si è proceduto all'iscrizione del debito senza il relativo credito di regresso.

- *Cirio del Monte Food International Ltd*, holding controllata direttamente al 100%, attiva attraverso le sue controllate nella distribuzione di succhi e bevande a base di frutta e frutta conservata principalmente sui mercati del Nord Europa. Società titolare della licenza di utilizzo gratuito e illimitato del marchio Del Monte.

Cirio Del Monte Food International Ltd - principali indicatori economico-patrimoniali consolidati

	30/06/2002 € mil.	31/12/2002 € mil.	30/06/2003 € mil.
Ricavi netti	160	349	143
Ebitda	7	18	9
Ebit	3	11	7
Risultato netto	(3)	(3)	1
Attivo totale Netto	382	381	365
Posizione Finanz. Netta	57	57	51
Patrimonio netto	326	324	314
ROE	n.d.	(0,9%)	0,2%
ROI	n.d.	2,9%	1,8%
Ebitda Margin	4,2%	5,3%	6,4%
Ebit Margin	1,6%	3,2%	4,6%

Fonte: Bilanci consolidati Gruppo Cirio Del Monte NV

- *Del Monte Pacific Ltd*, società quotata presso la Borsa di Singapore, attiva nella produzione, vendita e distribuzione di succhi e bevande a base di frutta, frutta conservata (in particolar modo ananas), passate a base di pomodoro e ketchup principalmente nelle Filippine e nel

subcontinente indiano. La società è proprietaria e gestisce una piantagione di ananas tra le più grandi al mondo, con contratti di fornitura a lungo termine con i vari titolari della licenza di utilizzo del marchio “Del Monte” nel mondo.

Del Monte Pacific Ltd - principali indicatori economico-patrimoniali consolidati

	30/06/2002	31/12/2002	30/06/2003
	€ mil.	€ mil.	€ mil.
Ricavi netti	85	196	71
Ebitda	28	44	15
Ebit	26	39	13
Risultato netto	22	35	12
Attivo totale Netto	129	130	148
Posizione Finanz. Netta	(0)	(13)	12
Patrimonio netto	129	142	136
ROE	17,1%	26,0%	8,6%
ROI	21,2%	30,1%	9,2%
Ebitda Margin	32,9%	22,3%	21,2%
Ebit Margin	30,1%	19,9%	18,1%

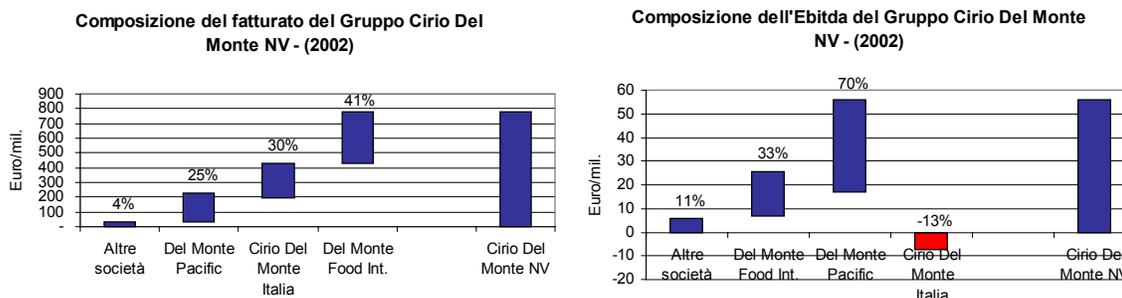
Fonte: Bilanci Del Monte Pacific al 31/12/2002 e su bilanci consolidati Gruppo Cirio NV

L'andamento del business del Gruppo Cirio nel settore delle conserve attraverso la controllata Del Monte NV, pertanto, può al momento essere così riassunta:



- Una indiscussa leadership di mercato (particolarmente nel segmento prodotti a base di pomodoro in Italia e nel segmento succhi in Gran Bretagna), con marchi e prodotti che presentano una buona penetrazione presso la clientela di riferimento ed elevati prezzi (a premio rispetto ad altri marchi), mantenuti anche in periodi di crisi del mercato e/o del Gruppo di appartenenza.
- Il 70% del fatturato consolidato del settore agro-alimentare è realizzato dalla Cirio Del Monte Italia e dalla Del Monte Food International. Al 31/12/2002 la Cirio Del Monte Italia risulta l'unica società con un margine operativo lordo negativo (Margine operativo lordo, Ebitda pari al -3%). La marginalità positiva del Gruppo Cirio Del Monte NV è principalmente

assicurata dai margini della Del Monte Food International (margine operativo lordo del 5% su un fatturato che pesa circa il 40% del totale consolidato) e della Del Monte Pacific (margine operativo lordo del 22% su un fatturato complessivo che pesa circa il 25% del totale consolidato);

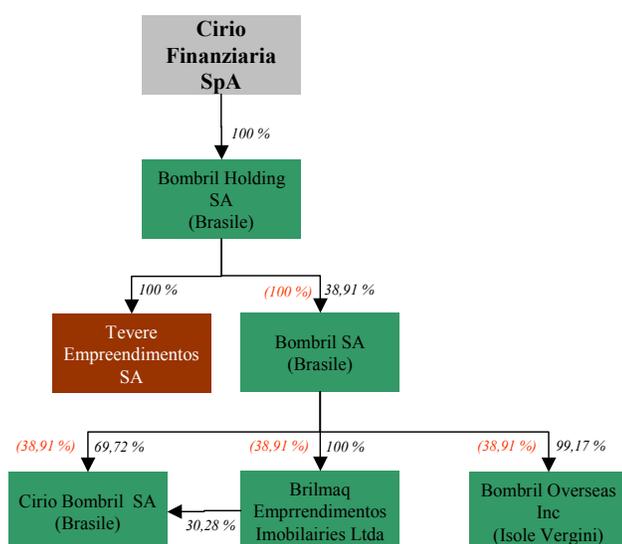


- Una organizzazione produttiva e distributiva che è riuscita a mantenere livelli di fatturato sostanzialmente stabile, almeno fino ad oggi pur in presenza di difficoltà finanziarie che si stanno ripercuotendo in termini di campagna dei pomodori e quindi di produzione;
- Margini operativi fortemente inferiori rispetto alla media di mercato e in decisa contrazione, come conseguenza principalmente di un processo di riorganizzazione societaria che non ha trovato seguito in una efficace ristrutturazione a livello produttivo, commerciale, di portafoglio prodotti e di presenza geografica;
- Una struttura patrimoniale apparentemente equilibrata rispetto a quella dei principali competitor di riferimento (non considerando, evidentemente, le garanzie prestate a favore di altre società del Gruppo fortemente indebitate);

Tutte le altre società controllate direttamente o indirettamente dalla Cirio Del Monte NV non risultano operative.

2.4 Il settore detergenza

Il Gruppo Cirio è attivo nel settore della detergenza casalinga attraverso la



controllata Bombril Holding SA, holding di controllo dell'omonimo gruppo brasiliano, a capo del quale è presente la holding operativa Bombril SA (di seguito anche solo "Bombril"), quotata alla borsa di San Paolo del Brasile. Il gruppo è attivo nella produzione e commercializzazione di prodotti per la detergenza domestica, tra i quali in

particolare le spugnette di lana d'acciaio per la pulizia delle stoviglie, prodotto che ha rappresentato il 45% circa dei ricavi 2002 del Gruppo e che detiene un'indubbia leadership sul mercato brasiliano, con quote di mercato (in valore) superiori all'80% per l'intero ultimo triennio.

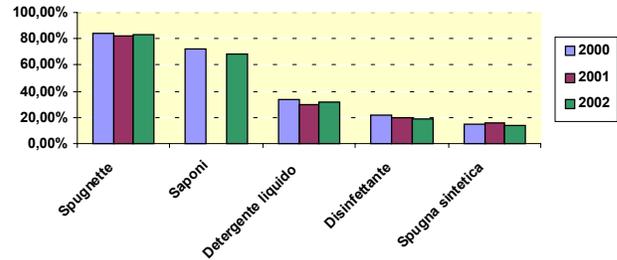
Gli altri prodotti della Bombril hanno ugualmente rilevanti quote di mercato: si va infatti dal 70% in valore del mercato brasiliano dei saponi per la casa ad oltre il 30% di quello del detergente liquido, a circa il 20% di quello del disinfettante (quote sostanzialmente stabili nel triennio).

Il business della detergenza (fatturato consolidato 2002 pari a Euro 176 mln. e fatturato pro-quota -38%- pari a circa Euro 66 mln.) rappresenta circa il 18% del fatturato consolidato dell'intero Gruppo e circa 8% del solo fatturato di competenza del Gruppo (fatturato comprensivo della quota parte di competenza del fatturato Del Monte Pacific e Bombril).

MERCATO DELLA DETERGENZA

- Prodotti per lavare in tessuto
- Prodotti per lavare i piatti
- Prodotti per pulire superfici
- Prodotti a base di varechina
- Prodotti per il bagno
- Prodotti per lucidare
- Prodotti per rinfrescare gli ambienti
- Insetticidi

Quote di mercato linee di prodotti Bombril



Fonte: bilancio ufficiale 2002 Bombril

2.4.1 Il mercato di riferimento in sintesi

Il settore dei prodotti per la pulizia della casa, nei mercati Latino Americani, ha registrato nel corso degli ultimi anni una crescita sostenuta in tutti i suoi comparti con una domanda fortemente influenzata dalle caratteristiche economiche e dalla stabilità del contesto di riferimento. La domanda per prodotti di detergenza si divide in due macro categorie:

- quella della popolazione più benestante, poco elastica nei confronti del prezzo e orientata su prodotti ad alto valore aggiunto e su prodotti per lavastoviglie (in crescente penetrazione specialmente in paesi come Brasile e Argentina) - mercato presidiato da società internazionali con offerta di prodotti premium;
- quella della popolazione più povera, molto elastica al prezzo e orientata su prodotti di qualità inferiore, ma più a buon mercato – mercato presidiato da società locali con offerta di prodotti a basso prezzo.

Il segmento dei prodotti in tessuto rappresenta il segmento più rilevante (con una quota in valore pari al 50% dell'intero mercato della detergenza). Rilevante è anche il peso del segmento prodotti per la pulizia delle superfici, con una quota in valore pari a circa il 30%. Il segmento dei prodotti per lavare i piatti (mercato di riferimento per il Gruppo) rappresenta circa il 15% del mercato.

Il Brasile rappresenta il mercato principale sia per dimensioni (come popolazione rappresenta circa 1/3 dell'intera popolazione dei paesi Latino Americani) che per livello di benessere (con una spesa pro-capite superiore del 50% rispetto a quelle degli altri paesi del Sud America). In termini di spesa pro-capite, nell'ambito del mercato dei prodotti per la detergenza, il Brasile vanta livelli superiori a quelli dei paesi limitrofi nei segmenti di maggiori dimensioni, come i prodotti in tessuto, e in quelli più dinamici, come i prodotti per lavare i piatti. La dimensione dei mercati e le differenze nella domanda di prodotti non solo tra paesi diversi ma anche tra aree geografiche di uno stesso paese, implicano che nessuna società possa vantare una posizione dominante su tutti i mercati e su tutti i segmenti del mercato della detergenza.

Il mercato complessivo dei prodotti per la detergenza risulta controllato da 4-5 player internazionali che ne detengono circa il 33%, con un portafoglio prodotti di marca di medio alta qualità. Unilever, Procter & Gamble e Colgate Palmolive sono le aziende leader sul mercato della detergenza con una forte presenza particolarmente nel segmento dei prodotti in tessuto; nei segmenti dei prodotti per lavare i piatti o per le superfici, pur mantenendo posizioni di rilievo, tali aziende trovano una maggiore concorrenza da parte dei produttori locali (come la Bombril nel segmento dei prodotti per lavare i piatti).

La rimanente quota di mercato è altamente frammentata con un largo numero di produttori nazionali con un portafoglio prodotti senza marchio a basso prezzo (fattore critico di successo in mercati dove esistono forti disparità sociali con una elevata elasticità della domanda al prezzo).

I prodotti senza marchio rappresentano, quindi, una larga fetta del mercato. Le grandi multinazionali, pur potendo beneficiare di elevate economie di scala sia in termini di produzione che di pubblicità (fattore di crescente rilevanza per favorire la differenziazione dei prodotti e il dominio sul segmento dei prodotti

di marca), hanno in atto strategie di diversificazione e ampliamento dell'offerta verso prodotti senza marchio a basso prezzo.

Le caratteristiche dei principali gruppi internazionali quotati nel settore dei prodotti per la detergenza (num. 8 società individuabili come competitor del Gruppo Bombril) si possono riepilogare come segue:

- Gruppi di grandi dimensioni con un fatturato medio pari ad Euro 17 mld. (capitalizzazione media pari ad Euro 30 mld.).
- Elevata diversificazione; tutti i principali competitor sono normalmente presenti sia nel business della detergenza, che dell'igiene personale, che della salute.
- Nell'ambito del business della detergenza si registra una buona diversificazione del portafoglio prodotti con un focus per le aziende di maggiore dimensione sui segmenti più rilevanti.
- Tasso di crescita medio del fatturato nell'ultimo quinquennio pari al 2% (con l'esclusione della Henken, che ha registrato nel quinquennio, una perdita del 9%).
- Margine operativo lordo (Ebitda) medio pari al 20%; margine operativo netto (Ebit) medio pari al 16%.

2.4.2 Dati economico-finanziari di sintesi del Gruppo Bombril

Il capitale sociale di Bombril è composto da titoli ordinari e privilegiati, questi ultimi senza diritto di voto e quotati alla Borsa di San Paolo. Cirio Finanziaria detiene, attraverso Bombril Holding SA, circa il 39% del capitale totale di Bombril, che include la totalità delle azioni ordinarie corrispondente alla totalità dei diritti di voto. La composizione di dettaglio del capitale è riassunta nella seguente tabella.

BOMBRIL SA - composizione capitale sociale

	Capitale sociale		Status	Principali azionisti		
	n° ('000)	%		Nome	% capitale	% voto
Azioni ordinarie	15.395.299	37,78%	non quotate	Bombril Holding	38,91%	100,00%
Azioni privilegiate	25.358.703	62,22%	quotate	Dynamo Equity Fund	n.d.	0,00%
				Caixa de Previdencia Privada dos Funcionarios do Banco do Brasil-Previ	n.d.	0,00%
TOTALE	40.754.002	100,0%				

Nota: n.d., non disponibile

L'analisi dei principali dati economico-finanziari del Gruppo Bombril sul mercato brasiliano nel corso degli ultimi esercizi, riassunti nella tavola successiva, evidenzia una situazione di sostanziale stabilità operativa, con un picco delle vendite nel 2002 (frutto anche di una politica di vendita particolarmente aggressiva nei confronti dei grossisti) e una successiva contrazione nel primo semestre dell'anno in corso, in seguito sia alla necessità della distribuzione di smaltire le scorte accumulate nel 2002 sia alla situazione di crisi del Gruppo, che ha avuto pesanti ripercussioni anche sulla controllata brasiliana.

Gruppo Bombril - principali indicatori economico-patrimoniali consolidati

	2000		2001		2002	
	€ '000	R\$ '000	€ '000	R\$ '000	€ '000	R\$ '000
Ricavi netti	116.265	375.535	113.934	368.008	145.144	468.814
Costi operativi	(111.548)	(360.300)	(105.604)	(341.100)	(142.817)	(461.300)
Ebit - Redd. Operativo	4.717	15.235	8.331	26.908	2.326	7.514
Proventi/(Oneri fin.)	24.056	77.700	40.031	129.300	161.269	520.900
Risultato netto	25.735	83.124	49.792	160.829	186.872	603.595
Attivo totale Netto	303.653	980.800	347.276	1.121.700	634.211	2.048.500
Posizione Finanz. Netta	42.601	137.600	36.440	117.700	138.607	447.700
Patrimonio netto	261.053	843.200	310.836	1.004.000	495.604	1.600.800
ROE	10,3%		17,4%		46,3%	
ROI	n.a.		2,6%		0,5%	
Ebit Margin	4,1%		7,3%		1,6%	
	Cambio R\$/€	3,23	al 27/08/03			

Fonte: Bilanci consolidati Gruppo Bombril

Fonte: Bilancio consolidato Cirio Del Monte NV

L'andamento patrimoniale presenta un trend ugualmente crescente dei principali aggregati di bilancio, con un raddoppio del patrimonio netto contabile tra il 2000 e il 2003 e una crescita dell'attivo totale di oltre il 60% sullo stesso arco temporale. Tale evoluzione, tuttavia, deve essere interpretata alla luce dell'evoluzione dei crediti netti infragruppo, che a fine 2002 raggiungevano il livello di circa 520 mln. di Euro, al netto di circa Euro 100 mln. di debiti infragruppo.

In particolare, rileva sottolineare come i crediti vantati dal gruppo Bombril nei confronti delle controllanti, rappresentate da società del gruppo C&P, hanno raggiunto il livello di circa 550 mln. di Euro a fine 2002 (vedasi tavola seguente), superiore all'intero patrimonio netto di gruppo. Tale posta attiva non è stata finora oggetto di svalutazioni significative, nonostante a fine 2002 la controllante Cirio Finanziaria s.p.a. abbia provveduto ad effettuare accantonamenti straordinari per oltre 500 mln. di Euro a seguito della dubbia esigibilità attribuita proprio a tali crediti di gruppo.

	€ '000	R\$ '000
Verso C & P Overseas Ltd	377.218	1.218.413
Verso Cragnotti & Partners Capital Investments NV	156.345	504.995
Verso Cragnotti & Partners Capital Inv. Brasil SA	16.693	53.920
TOTALE	550.256	

Appare evidente, pertanto, come eventuali valutazioni patrimoniali di Bombril allineate con quelle della Capogruppo porterebbero ad un completo azzeramento del patrimonio. Tale considerazione va poi affiancata a quella che deriva dall'analisi della composizione del risultato netto di gruppo degli ultimi anni, influenzato in maniera decisiva dalla contabilizzazione di interessi su tali poste creditorie che in massima parte sono stati poi capitalizzati e non riscossi; senza questa voce, di natura prettamente finanziaria, infatti, i risultati

redditali si presentano molto più contenuti e gradualmente negativi (primo semestre 2003). Con ciò testimoniando una capacità del Gruppo di generare profitti dall'attività industriale tipica molto più limitata di quanto emerga da un'analisi aggregata delle grandezze di bilancio.

L'andamento del business del Gruppo Cirio nel settore della detergenza attraverso la controllata Bombril, pertanto, può al momento essere così riassunta:



- Una leadership sul segmento dei prodotti per la pulizia dei piatti, con presenza geografica limitata al Brasile e marchi e prodotti che presentano una elevatissima penetrazione presso la clientela di riferimento, mantenuta anche in periodi di crisi del mercato e/o del Gruppo di appartenenza.
- Una organizzazione produttiva e distributiva che è riuscita a mantenere livelli di fatturato sostanzialmente stabile.
- Una struttura patrimoniale fortemente appesantita dai finanziamenti concessi alle controllanti C&P, che indubbiamente hanno anche limitato la capacità di investimento di Bombril nel corso di questi anni.
- Una composizione del capitale sociale che certamente è fonte di ulteriori pressioni finanziarie, connesse alle legittime aspettative di rendimento degli azionisti privilegiati (maggioranza assoluta), rafforzate dalla mancanza dei poteri di indirizzo e controllo che sono attribuiti solo dal diritto di voto in assemblea.

La situazione di debolezza strutturale e finanziaria appena riassunta si è aggravata nel corso del primo semestre, a seguito dell'esercizio di una garanzia pignoratizia con diritto di voto vantata dalla Newco International Ltd a valere sui titoli ordinari Bombril e connessa al mancato pagamento di parte del pacchetto di controllo Bombril stessa acquistato dalla C&P all'inizio degli

anni '90. L'esercizio da parte del creditore di tale garanzia ha portato alla nomina da parte del Tribunale di Sao Paulo, a fine luglio 2003, di un amministratore giudiziario, che ha revocato il precedente CdA e ne ha insediato un altro "di garanzia". Attualmente, pertanto, la gestione della Bombril SA è di fatto fuori dal controllo del Gruppo Cirio, cosa che ha recentemente condotto all'uscita "contabile" del Gruppo Cirio, con relativo deconsolidamento.

La sostanziale estromissione dei rappresentanti della Capogruppo dagli organi di indirizzo e gestione di Bombril, peraltro, si è aggiunta ad almeno due altre situazioni considerato ad elevato potenziale di rischio:

- 1) un'inchiesta amministrativa, avviata dalle autorità di vigilanza di Borsa brasiliana e di fatto proseguita in un'azione civile del Pubblico Ministero Federale, volta a verificare ed eventualmente imporre al Gruppo Cirio l'obbligo di lanciare un'OPA sulle azioni privilegiate ad un prezzo di circa 30 R\$, a fronte di una quotazione corrente nell'ordine di 3,5 R\$ (con un potenziale esborso massimo stimato, nel bilancio 2002 della Capogruppo Cirio Finanziaria, in oltre 180 mln. di USD, oltre eventualmente al risarcimento del maggior danno);
- 2) un contenzioso fiscale con le autorità competenti brasiliani per un *petitum* pari a circa 115 mln. di Euro.

Si rimanda al successivo capitolo sul contenzioso per un esame più approfondito di tali aspetti.

2.5 Le partecipazioni minori

Tra le attività residuali il Gruppo detiene partecipazioni di controllo nelle seguenti società:

La **Rio Verde Carton SA**, controllata al 90% circa da Cirio Holding s.p.a., è attiva nel settore della produzione e compravendita di cartone. La società,

inoltre, produce e commercializza energia elettrica attraverso un impianto di cogenerazione.

L'attività nel cartone rappresenta circa l'83% del fatturato della società. L'attività di cogenerazione ha incrementato il suo peso sul fatturato della società passando dal 12% nel 2001 al 17% nel 2002.

Rio Verde Carton SA - principali indicatori economico-patrimoniali

	2001 € '000	2002 € '000	30/06/2003 € '000
Ricavi	23.415	25.978	12.063
Ebitda	3.784	4.627	1.241
Ebit	1.836	2.538	42
<i>Proventi/(Oneri) Fin.</i>	(1.731)	(1.467)	(470)
Risultato netto	76	344	(276)
Totale Attivo Netto	31.030	28.585	35.282
Posizione Finanziaria Netta	15.648	12.859	14.386
Patrimonio Netto	15.382	15.726	20.895
Ebitda Margin	16,2%	17,8%	10,3%
Ebit Margin	7,8%	9,8%	0,3%

Fonte: Bilanci civilistici della Rio Verde Carton SA

Il 2002 ha rappresentato un esercizio positivo con un incremento del fatturato pari al 10% circa e un miglioramento sia a livello di margine operativo lordo che netto favorito dal progetto di consolidamento della rete commerciale.

Una parte delle immobilizzazioni materiali sono gravate da garanzia ipotecaria a fronte di prestito pari ad Euro 10 mln. circa.

La **Cirio Del Monte Portugal SA** (ex Sopragol), controllata al 98,64% da Cirio Finanziaria s.p.a., è attiva nel settore delle conserve nella produzione e vendita di prodotti a base di pomodoro.

La società è proprietaria di 2 stabilimenti: quello di Mora è operativo mentre quello di Oripa è chiuso e dato in garanzia ad una banca.

La società dipende gestionalmente dalla Cirio Del Monte Italia e commercialmente dalla Cirio Del Monte Food International Ltd.

La società realizza circa il 70% del fatturato in Inghilterra, Portogallo ed Italia con vendite dirette ad aziende di produzione o broker.

Cirio Portugal SA - principali indicatori economico-patrimoniali

	2001 € '000	2002 € '000	30/06/2003 € '000
Ricavi	17.552	11.048	n.d.
Ebitda	n.d.	n.d.	n.d.
Ebit	(990)	(1.469)	n.d.
Proventi/(Oneri) Fin.	(1.053)	(824)	n.d.
Risultato netto	(2.044)	(2.294)	n.d.
Totale Attivo Netto	20.601	17.331	n.d.
Posizione Finanziaria Netta	14.153	13.178	
Patrimonio Netto	6.448	4.153	n.d.
Ebitda Margin	n.d.	n.d.	n.d.
Ebit Margin	(5,6%)	(13,3%)	n.d.

Fonte: Bilanci civilistici della Cirio Portugal SA

La riduzione del fatturato e il peggioramento dei margini operativi è principalmente legata alla crisi economico-finanziaria del Gruppo che ne ha rallentato l'attività produttiva.

La Cirio Finanziaria detiene, ad oggi, una partecipazione pari a circa il 3% nella **SS Lazio s.p.a.**, contro una partecipazione di circa il 35% detenuta al 31/12/2002. Nel corso del 2003, infatti, l'assemblea straordinaria della Lazio, nell'ambito di un piano di rilancio volto a riportare la società ad un riequilibrio patrimoniale a seguito di perdite per Euro 110 mln., ha deliberato la riduzione del capitale per la copertura delle perdite e il contestuale aumento fino ad un massimo di Euro 110 mln. mediante l'emissione di un numero massimo di 5,5 mld. di azioni, del valore nominale di Euro 0,02, con sovrapprezzo, da offrire in opzione ai soci. Il mancato esercizio da parte di Cirio Finanziaria del diritto d'opzione ha portato la partecipazione del Gruppo a diluirsi dal 35%, al 31/12/2002, all'attuale 3% circa. L'aumento di capitale è stato assicurato da un consorzio di garanzia guidato da MCC s.p.a.

SS Lazio SpA - principali indicatori economico-patrimoniali

	30/06/2001 € mil.	30/06/2002 € mil.	31/12/2002 € mil.
Ricavi	124	109	47
Ebitda	(16)	(54)	(35)
Ebit	(37)	(91)	(32)
<i>Proventi/(Oneri) Fin.</i>		(12)	(3)
<i>Proventi/(Oneri) Straord.</i>		1	(12)
Risultato netto	(40)	(103)	(47)
Totale Attivo Netto	238	168	100
Posizione Finanziaria Netta	132	137	90
Patrimonio Netto	106	31	10
Ebitda Margin	(12,8%)	(49,9%)	(73,4%)
Ebit Margin	(29,8%)	(83,6%)	(67,2%)

Fonte: Bilanci civilistici della SS Lazio SpA. Chiusura al 30/06
n.d. non disponibile

Di particolare rilevanza per il Gruppo Cirio risulta l'evoluzione dei rapporti di debito e credito esistenti al 31/05/2003 con la SS Lazio, successivamente alla sottoscrizione della scrittura privata del 24/06/2003 con oggetto la cessione alla Cirio Finanziaria dei crediti vantati dalla SS Lazio verso società del Gruppo Cirio per un ammontare complessivo di Euro 30,4 mln.

Fino al 31/05/2003, i rapporti debitori-creditori tra la SS Lazio e il Gruppo Cirio erano tutti regolati con conto corrente di corrispondenza, con la sola esclusione dei rapporti con Cirio Del Monte Italia a Cisim Food di natura commerciale. I rapporti debitori e creditori della SS Lazio al 31/05/2003 possono essere riepilogati come segue:

SS Lazio SpA - Dettaglio dei debiti e crediti v/società Gruppo Cirio

	30/06/2002 € mil.	31/12/2002 € mil.	31/05/2003 € mil.
Crediti Finanziari			
c/c corrispondenza			
Cirio Finanziaria	0	8,7	7,8
Cirio Holding	0	0	1,1
Bombril	5,3	5,5	5,6
Cirio Del Monte Italia	4,6	4,1	4,2
Cirio Lazio Immobiliare	0,008	0,008	0,008
Cirio Ricerche	1,1	1,2	1,2
AL.BA	0,18	0,2	0,2
Cirio Immobiliare	19,1	19,8	20,3
Cirio Agricola	8,3	8,5	8,7
Crediti Commerciali			
Cirio Del Monte Italia			(0,2)
Cisim Food			0
Cirio Del Monte NV			0,0065
Cirio Lazio Immobiliare			0,362
Debiti postergati			
Cirio Holding	(9)	(6)	(6)
Cirio Finanziaria	(53)	(32)	(32)

Fonte: Bilanci civilistici della SS Lazio SpA e su scrittura privata del 24/06/2003 tra Lazio e Cirio Finanziaria

Alcuni dei crediti vantati dalla SS Lazio nei confronti di società del Gruppo traevano origine da un'operazione di cessione dei crediti (al valore nominale) da Cirio Finanziaria avvenuta in data 28 giugno 2002, con l'obiettivo di dotare la società di nuove risorse finanziarie:

- Cirio Immobiliare s.p.a., per Euro 19,1 mln.;
- Cirio Agricola s.p.a., per Euro 8,3 mln.;
- Cirio Ricerche, per Euro 1,1 mln.;
- Alba Alimentare Barese Srl in liquidazione, per Euro 0,2 mln.

A fronte della cessione dei crediti di cui sopra e con l'obiettivo di permettere alla SS Lazio il riequilibrio del rapporto ricavi/indebitamento ai fini dell'iscrizione al campionato di calcio 2002/2003 sono sorti in capo alla SS Lazio debiti infruttiferi e postergati verso Cirio Holding e Cirio Finanziaria che al 30/05/2003 sono pari a:

- Euro 6,3 mln. verso la Cirio Holding, credito ceduto alla Cirio Finanziaria;
- Euro 32,2 mln. verso al Cirio Finanziaria.

In data 24/06/2003, nell'ambito del più ampio progetto di riequilibrio economico-finanziario della SS Lazio s.p.a. e in adempimento delle condizioni poste da MCC s.p.a. per procedere al perfezionamento del contratto di garanzia (con la sottoscrizione dell'aumento di capitale di Euro 110 mln., così come descritto in precedenza), è stata sottoscritta tra la SS Lazio e tutte le società del Gruppo Cirio con cui la Lazio vantava rapporti di credito e debito, una scrittura privata finalizzata alla razionalizzazione di tutti i rapporti di credito/debito con il Gruppo Cirio. La scrittura privata prevede quanto segue:

- il trasferimento alla Cirio Finanziaria dei crediti oggetto della cessione del 28/06/2002 (Cirio Agricola, Cirio Immobiliare, Cirio Ricerche e Al.ba per un controvalore complessivo di Euro 30,4 mil), ad un prezzo pari a quanto a suo tempo pagato maggiorato degli interessi. Il pagamento della cessione avverrà tramite compensazione con il debito vantato da Cirio Finanziaria come di seguito indicato;
- la rinuncia della SS Lazio alla postergazione dei crediti vantati da Cirio Finanziaria; i suddetti debiti sono quindi certi, liquidi ed esigibili per un ammontare di Euro 37,6 mln.;
- la risoluzione di tutti i conti correnti di corrispondenza tra le parti;
- il pagamento da parte della Cirio Finanziaria dei debiti di Bombriil e Cirio Holding mediante compensazione dei crediti vantati dalla stessa nei confronti della SS Lazio per complessivi Euro 7 mln. circa;
- la compensazione delle posizioni di credito e debito tra la SS Lazio e la Cirio-Lazio Immobiliare (credito a saldo per Euro 0,4 mln.), la Cirio Del Monte Italia (credito a saldo per Euro 4 mln.) e la Cisim Food.

Tuttavia l'efficacia di quanto previsto nella scrittura privata, come sopra descritto, era sospensivamente condizionata al varificarsi, entro il 15 agosto 2003, di una serie di eventi (Art. 7 della scrittura privata del 24/06/2003) che

ad oggi, almeno in parte, non si sono verificati. La scrittura privata prevedeva quanto segue:

- i. “sia versato l’aumento di capitale di Lazio deliberato in data 24 marzo 2003 per un importo non inferiore a Euro 80 mln., sia a titolo di valore nominale che di eventuale sovrapprezzo o sia stipulato da parte di Lazio contratto di garanzia per la sottoscrizione dell’indicato aumento di capitale per un importo non inferiore ad Euro 80 mi.;
- ii. l’assemblea dei portatori di ciascuna serie di *notes* emesse dal gruppo Cirio approvi, con le maggioranze prescritte, il piano di ristrutturazione del debito approvato dal Consiglio di Amministrazione di Finanziaria il 22 maggio 2003;
- iii. le banche creditrici di Cirio (Holding) e le banche creditrici di Finanziaria incluse nel piano di ristrutturazione del debito sottoscrivano con Finanziaria e Cirio un accordo del piano stesso;
- iv. l’assemblea straordinaria di Finanziaria approvi la proposta presentata dal Consiglio di Amministrazione di copertura delle perdite e di aumento di capitale di Euro 450.011.402, con l’esclusione del diritto di opzione dei soci ai sensi del 5 comma dell’art.2441 c.c., a servizio del piano di ristrutturazione del debito;
- v. sia effettuato il pagamento da parte di Finanziaria di tutti i compensi e le spese del *Trustee* dei portatori delle *notes* e dei consulenti dello stesso;
- vi. la consegna al *Trustee* dei portatori delle *notes* di una lettera di nomina di un rappresentante processuale di tutte le emittenti delle *notes* in Inghilterra in relazione alla notifica di eventuali atti processuali;
- vii. l’emissione da parte di Finanziaria di istruzioni irrevocabili a Monte Titoli s.p.a. di provvedere all’accredito delle azioni rivenienti dall’aumento di capitale intergalmente sottoscritto di cui al precedente punto (iv) a servizio del piano di ristrutturazione del debito sui conti dei portatori delle *notes*”.

La **Panificio Moderno s.p.a.**, controllata al 70% da Cirio Finanziaria s.p.a., è attiva nel settore alimentare nella produzione di pane e articoli affini di panetteria e pizze.

Panificio Moderno SpA - principali indicatori economico-patrimoniali

	2001 € '000	2002 € '000	30/06/2003 € '000
Ricavi	13.066	15.504	7849
Ebitda	1.257	1.361	415
Ebit	535	650	68
<i>Proventi/(Oneri) Straord.</i>	8,8	(2.966)	0
<i>Proventi/(Oneri) Finanz.</i>	(304)	(333)	(178)
Risultato netto	(20)	(2.832)	(166)
Totale Attivo Netto	5.752	6.591	5.970
Posizione Finanziaria Netta	5.203	6.137	5.682
Patrimonio Netto	549	455	288
Ebitda Margin	9,6%	8,8%	5,3%
Ebit Margin	4,1%	4,2%	0,9%

Fonte: Bilanci civilistici della Panificio Moderno SpA

I ricavi netti al 31/12/2002 risultano pari ad Euro 15 mln. con un incremento del 18% circa rispetto al 2001, rispettivamente del 20% nel comparto pane e del 13% nel comparto pizza.

Il fatturato del comparto “pane e pasticceria” pesa per il 65% circa del fatturato, realizzato quasi esclusivamente sul mercato italiano.

Il fatturato del comparto “pizze”, pari a circa il 35% del fatturato della società, è stato distribuito per il 56% in Italia e per il 44% all'estero (Inghilterra, Francia e Svizzera).

La perdita, pari a circa Euro 3 mln. al 31/12/2002, è conseguenza principalmente della svalutazione della partecipazione nella Cisim Food s.p.a. acquistata nel corso dello stesso 2002 dalla Cirio Finanziaria s.p.a. e successivamente svalutata.

La gestione operativa, nonostante la crisi economico-finanziaria del Gruppo e i risultati particolarmente negativi della Cisim Food, si è mantenuta positiva con un Ebit pari a circa il 4%.

Il Debito finanziario, per il 75% circa a breve termine, è principalmente dovuto verso istituti di credito. La posta più rilevante è un mutuo con garanzia ipotecaria iscritta sull'immobile industriale per Euro 4 mln. circa, contratto con la Cassa di Risparmio di Firenze per Euro 2 mln. della durata di 10 anni.

La **Cirio Agricola s.p.a.**, controllata al 100% da Cirio Finanziaria s.p.a., è attiva nel settore agro-zootecnico, in particolare allevamento e produzione di latte, ed immobiliare.

Cirio Agricola SpA - principali indicatori economico-patrimoniali

	2001 € '000	2002 € '000	30/06/2003 € '000
Ricavi	7.353	6.825	4.587
Ebitda	3.234	2.129	941
Ebit	293	53	351
<i>Proventi/(Oneri Fin.)</i>	(2.521)	(833)	(311)
Risultato netto	(2.352)	(792)	50
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	42.055	18.892	18.615
Totale Attivo Netto	39.295	13.837	13.613
Posizione Finanziaria Netta	31.935	9.686	9.412
Patrimonio Netto	7.360	4.152	4.201
Ebitda Margin	44,0%	31,2%	20,5%
Ebit Margin	4,0%	0,8%	7,6%

Fonte: Bilancio civilistico della Cirio Agricola SpA

Il calo della produzione e il peggioramento dei margini nel 2002 sono principalmente connessi a fattori climatici (con una riduzione della produzione pro-capite) e alle problematiche finanziarie di Gruppo che non hanno consentito l'acquisto di capi in lattazione, riducendo quindi la potenzialità produttiva della società.

L'attivo della società è costituito per oltre il 90% da immobilizzazioni materiali relative ai terreni e ai fabbricati dove si svolge l'attività produttiva della società. La flessione delle immobilizzazioni tra il 2001 e il 2002 è principalmente legata alla cessione del ramo immobiliare nella nuova società "Cirio Immonbiliare s.p.a."

Al 30/06/2003 la società presenta un debito finanziario verso la SS Lazio per Euro 8 mln. circa e rientra nel pacchetto di crediti ceduti dalla Cirio Finanziaria il 28/06/2002.

La **Cirio Ricerche Scpa**, controllata al 100% dalla Cirio Finanziaria sia direttamente che attraverso la Cirio Agricola, è attiva nel settore agro-economico nella ricerca e nello sviluppo di nuovi prodotti e in attività di laboratorio, sia per conto del Gruppo Cirio (la Cirio Del Monte Italia è una delle principali clienti) che per Enti pubblici e terzi.

Cirio Ricerche SCpa - principali indicatori economico-patrimoniali

	2001 € '000	2002 € '000	31/07/2003 € '000
Ricavi	3.550	3.374	724
Ebitda	578	437	(695)
Ebit	300	135	(811)
Proventi/(Oneri) Fin.	(151)	(125)	(58)
Risultato netto	(11)	(64)	(938)
Totale Attivo Netto	3.239	3.470	1.356
Posizione Finanziaria Netta	1.761	2.055	879
Patrimonio Netto	1.478	1.415	477
Ebitda Margin	16,3%	12,9%	n.s.
Ebit Margin	8,5%	4,0%	n.s.

Fonte: Bilanci civilistici della Cirio Ricerche SCpa
n.s. non significativo

La flessione del fatturato nel primo semestre 2003 è principalmente riconducibile alla totale assenza di commesse da parte del Gruppo Cirio.

La **Cirio-Lazio Immobiliare srl**, controllata al 100% da Cirio Finanziaria s.p.a., ha acquistato in leasing (contratto di locazione finanziaria per complessivi Euro 10 mln. circa più un prezzo di riscatto pari ad Euro 1,3 mln.) dalla Banca per il Leasing Italease s.p.a. (luglio 2001) l'immobile di Via Valenziani. I ricavi della società, pari al 2002 ad Euro 1,1 mln., sono relativi ai

canoni di affitto relativi ai contratti di locazione stipulati con la Cirio Finanziaria s.p.a. e con la SS Lazio s.p.a.

Cirio-Lazio Immobiliare Srl- principali indicatori economico-patrimoniali

	2001 € '000	2002 € '000	30/06/2003 € '000
Ricavi	612	1.148	574
Ebitda	(9)	11	57
Ebit	(10)	11	57
<i>Proventi/(Oneri) Fin.</i>	(30)	(8)	(12)
<i>Proventi/(Oneri) Straord.</i>	3	(8)	-2
Risultato netto	(37)	(23)	43
Totale Attivo Netto	1.534	1.102	1.108
Posizione Finanziaria Netta	1.551	(49)	(86)
Patrimonio Netto	(17)	1.151	1.194
Ebitda Margin	-1,4%	1,0%	9,9%
Ebit Margin	(1,6%)	0,9%	9,9%

Fonte: Bilanci civilistici della Cirio-Lazio Immobiliare Srl

La **Cirio Immobiliare s.p.a.**, controllata al 100% da Cirio Finanziaria s.p.a. e costituita nel 2002 dalla scissione della Cirio Immobiliare e Agricola s.p.a., è una società immobiliare a cui fanno capo la proprietà e la gestione dei seguenti immobili:

- Immobile storico sito in Venezia, via Cannareggio n.2292, denominato “Palazzo Giovannelli” – Valore di carico Euro 12,7 mln.
- Immobile sito in Roma, Via Novaro n.32 - Valore di carico Euro 9,45 mln. Immobile in affitto alla Holding Media e Comunicazione s.p.a.
- Fabbricato sito in Fiorenzuola D’Arda (PC), via San Protarso, 39 – Valore di carico Euro 156.000

Nel corso del 2002 è stata promossa un’azione di dismissione di alcuni immobili ritenuti non più determinanti per l’attività del gruppo.

L’immobile di Venezia ha portato alla stipula di un contratto preliminare di vendita per un importo complessivo di Euro 9,8 mln. La vendita prevista durante il mese di novembre 2002, non si è perfezionata, poiché l’acquirente, allarmato dalle notizie circa le difficoltà finanziarie del gruppo Cirio, ha

notificato un atto di citazione, temendo il rischio di una revocatoria fallimentare.

Cirio immobiliare SpA - principali indicatori economico-patrimoniali

	2001 € '000	2002 € '000	30/06/2003 € '000
Ricavi	n.d.	738	391
Ebitda	n.d.	501	259
Ebit	n.d.	(307)	(142)
<i>Proventi/(Oneri) Fin.</i>	n.d.	(1.324)	(635)
Risultato netto	n.d.	(1.778)	(777)
<i>Immobilizzazioni materiali</i>		22.297	21.897
Totale Attivo Netto	n.d.	21.529	21.077
Posizione Finanziaria Netta		20.724	21.050
Patrimonio Netto	n.d.	805	27
Ebitda Margin	n.d.	67,9%	66,2%
Ebit Margin	n.d.	(41,6%)	(36,3%)

Fonte: Bilanci civilistici della Cirio immobiliare SpA

I debiti verso banche sono formati dalle quote di capitale e interessi residue, scadute e non pagate, del mutuo erogato dal Credito Fondiario e industriale FONSPA nel 1993 (in origine pari ad Euro 6,3 mln.), rimborsabile in 10 anni a tasso variabile. A garanzia del mutuo, fu iscritta un'ipoteca sull'immobile di Roma, via U. Novaro 32, per un importo pari ad Euro 14,3 mln.

La Società, al 30/06/2003, vanta un debito costituito da saldo del c/c di corrispondenza, esigibile entro l'esercizio successivo, pari ad Euro 20,4 mln. verso la consociata SS Lazio.

Cirio immobiliare SpA - Dettaglio dei debiti finanziari

	10/01/2002* € '000	2002 € '000	30/06/2003 € '000
Debiti verso banche	1.683	1.276	1.334
Debiti v/Cirio Finanziaria	18.659	-	-
Debiti v/SS Lazio	-	19.773	20.363
Tot. Debiti Finanziari	20.342	21.049	21.697

* Saldo di scissione da bilancio civilistico al 31/12/2002 della Cirio Immobiliare SpA

Cisim Food, società controllata da Cirio Finanziaria al 54,55%, e attiva nella ristorazione presso gli scali aeroportuali di Fiumicino e Ciampino, è stata posta in liquidazione in data 7 aprile 2003. Cirio Finanziaria ha rilasciato una garanzia fidejussoria a Capitalia per i crediti vantati dalla stessa verso la Cisim Food, pari ad Euro 21,5 mln.

La **Tevere Empreendimentos e Construcoes SA**, società controllata al 100% tramite la Bombril Holding SA, è attiva nel settore immobiliare ed edilizio. La società è attualmente impegnata nello sviluppo del progetto immobiliare “Tevere Eco Ville” per lo sviluppo residenziale di un’area di circa 4 mln. di metri cubi. La conclusione del progetto è prevista entro il 2007.

Tevere Empreendimentos e Construcoes SA - principali indicatori economico-patrimoniali consolidati						
	2001		2002		30/06/2003	
	€ '000	R\$ '000	€ '000	R\$ '000	€ '000	R\$ '000
Ricavi netti	855	2.761	985	3.182	366	1.182
Ebit	(704)	(2.275)	(713)	(2.303)	(224)	(723)
Risultato netto	(695)	(2.244)	(2.018)	(6.519)	(535)	(1.727)
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	13.646	44.075	14.188	45.828	22.130	71.481
Attivo totale Netto	26.223	84.699	25.299	81.717	25.236	81.513
Posizione Finanz. Netta	3.233	10.443	4.328	13.980	4.799	15.502
Patrimonio netto	22.989	74.256	20.971	67.737	20.437	66.011
ROE	n.d.		(9,2%)		(2,6%)	
ROI	n.d.		(2,8%)		(0,9%)	
Ebit Margin	(82,4%)		(72,4%)		(61,2%)	
				Cambio R\$/€	3,23	al 27/08/03

Fonte: Bilanci consolidati della Tevere Empreendimentos e Construcoes SA

La **Arlecchino Distribuzione Srl** in liquidazione, è una società controllata al 100% da Cirio Finanziaria s.p.a., con un capitale sociale di Euro 10.330.

3. La crisi finanziaria e la dichiarazione dello stato d'insolvenza

3.1 L'esplosione dell'indebitamento del Gruppo

La dimensione e la rilevanza internazionali del Gruppo Cirio, nella sua attuale configurazione, sono state raggiunte in un arco temporale relativamente limitato. Tra il 1997 e i primi mesi del 2000, infatti, il Gruppo acquisisce in rapida successione la Lazio (dalla controllante C&P; 1997), la Del Monte (dal gruppo Anglo American Corporation; 1998, completata con l'OPA nel 2000) e infine la Bombril (ancora da C&P; 1999), oltre a varie acquisizioni minori, tra cui la Centrale del Latte di Roma.

Tale impetuosa crescita dimensionale, in settori talvolta limitrofi (attraverso la Del Monte) talvolta molto diversi (attraverso Lazio e Bombril), comportava tuttavia la necessità di reperire mezzi finanziari ingentissimi, che il *core business* agro-alimentare certamente non era in grado di produrre. Solo le suddette acquisizioni più importanti, infatti, hanno comportato un esborso totale nell'ordine di circa 640 mln. di Euro (1.240 mld. di lire; vedasi tabella seguente), con il pagamento di grosse somme a titolo di avviamento o di valori di marchi (a fine 1999 le immobilizzazioni immateriali consolidate, in

Data	Acquisita	%	Cedente	Importo (Lit. mldi)	Note
1997	Lazio	90%	C&P	86	
1998	Del Monte	36%	AAC	213	
1999	Lazio	16%	C&P	132	quota di controllo post OPA del 1998
1999	Bombril	38%	C&P	438	prezzo al netto della quota non pagata (180 mldi ca.)
2000	Del Monte	fino a 100%	mercato	370	OPA lanciata primi mesi 2000 ma decisione 1999
TOTALE			Lit. mldi	1.239	

larghissima parte a fronte di licenze, marchi e avviamento commerciale, superano i 600 mln. di Euro, praticamente quanto il patrimonio consolidato di Gruppo).

Tale sforzo finanziario, nonostante la contestuale cessione del settore latte a Parmalat nel 1999, determina una vera e propria esplosione dell'indebitamento finanziario lordo, che a fine di questo stesso esercizio supererà il miliardo di Euro, di cui circa il 75% costituito da indebitamento nei confronti del sistema bancario, in gran parte a breve.

La tavola successiva riassume l'andamento patrimoniale e finanziario del Gruppo in questo periodo, facendo riferimento al bilancio consolidato della capogruppo *pro tempore* (oggi Cirio Finanziaria s.p.a.), unico punto di osservazione coerente per un'analisi omogenea dell'andamento dell'intero Gruppo.

BILANCIO CONSOLIDATO CIRIO FINANZIARIA SpA

Dati in € '000

STATO PATRIMONIALE	1994		1995		1996		1997		1998		1999	
<i>Impieghi</i>												
Attività correnti	277.270	84%	307.388	80%	363.649	82%	403.991	76%	725.600	77%	757.300	64%
Passività correnti	(211.447)	(64%)	(219.845)	(58%)	(236.132)	(53%)	(236.064)	(45%)	(565.900)	(60%)	(533.500)	(45%)
Capitale circolante netto	65.823	20%	87.543	23%	127.517	29%	167.927	32%	159.700	17%	223.800	19%
Immobilizzazioni materiali nette	182.014	55%	206.846	54%	215.867	49%	215.831	41%	464.600	49%	374.800	32%
Immobilizzazioni immateriali nette	149.985	46%	138.803	36%	142.755	32%	132.002	25%	379.100	40%	603.800	51%
Immobilizzazioni finanziarie	7.243	2%	7.858	2%	6.083	1%	52.616	10%	42.000	4%	66.600	6%
Totale attività immobilizzate	339.242	103%	353.507	92%	364.705	82%	400.449	76%	885.700	94%	1.045.200	88%
Capitale investito	405.065	123%	441.050	115%	492.222	111%	568.376	108%	1.045.400	111%	1.269.000	107%
Fondo TFR	(24.321)	(7%)	(24.846)	(6%)	(25.744)	(6%)	(27.419)	(5%)	(35.000)	(4%)	(15.200)	(1%)
Altre passività	(52.492)	(16%)	(33.916)	(9%)	(22.881)	(5%)	(12.332)	(2%)	(66.400)	(7%)	(65.400)	(6%)
Capitale investito netto	328.253	100%	382.288	100%	443.597	100%	528.624	100%	944.000	100%	1.188.400	100%
<i>Fonti</i>												
Banche	172.000	52%	188.880	49%	284.420	64%	349.580	66%	768.340	81%	873.720	74%
Debiti verso altri finanziatori	46.833	14%	105.162	28%	5.501	1%	33.313	6%	49.060	5%	145.684	12%
Obbligazioni	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	53.207	4%
Altri debiti	237	0%	21	0%	0	0%	20.462	4%	22.254	2%	158.589	13%
Mezzi di terzi	219.070	67%	294.062	77%	289.920	65%	403.355	76%	839.654	89%	1.231.200	104%
Cassa o crediti finanziari verso terzi	(19.831)	(6%)	(15.137)	(4%)	(25.500)	(6%)	(35.786)	(7%)	(96.113)	(10%)	(244.546)	(21%)
Crediti verso consociate/controllanti/controllate	(130)	(0%)	(60.022)	(16%)	(18.754)	(4%)	(34.018)	(6%)	(92.441)	(10%)	(452.254)	(38%)
Posizione finanziaria netta	199.109	61%	218.903	57%	245.666	55%	333.551	63%	651.100	69%	534.400	45%
Patrimonio netto	129.144	39%	163.385	43%	197.931	45%	195.074	37%	292.900	31%	654.000	55%
Totale fonti	328.253	100%	382.288	100%	443.597	100%	528.624	100%	944.000	100%	1.188.400	100%

Fonte: bilanci consolidati Gruppo Cirio

La tabella riassume la forte crescita del capitale investito netto, che a fine '97 cresce di circa il 20% rispetto all'esercizio precedente ma letteralmente "esplode" nel biennio successivo, raggiungendo 1,2 mld. di Euro circa a fine 1999. Tale crescita, come si evince dall'andamento delle fonti, viene coperta in larga parte facendo ricorso a mezzi di terzi, dal momento che l'indebitamento lordo passa da meno di 300 mln. di Euro nel 1996 a oltre 1,2 mld. nel 1999⁶.

Le caratteristiche strutturali di tale indebitamento, peraltro, appaiono ben presto molto squilibrate. Il debito bancario contratto, infatti, è in gran parte a breve termine, a fronte di investimenti i cui ritorni non possono che essere di

⁶ La posizione finanziaria netta non è altrettanto significativa. Essa infatti cresce meno drammaticamente, ma solo grazie ad un incremento delle attività finanziarie infragruppo, rappresentate in netta maggioranza dai crediti verso la controllante C&P la cui inesigibilità, rilevata nel 2002, rappresenterà una delle principali cause della crisi, come si analizzerà di seguito.

medio-lungo termine, coerentemente con le loro caratteristiche tipiche (le già citate immobilizzazioni immateriali vengono ammortizzate su orizzonti anche pluridecennali, essendo ritenute produttive di utilità aziendale per periodi molto lunghi e quindi, in altre parole, in grado di portare ritorni economici e finanziari costanti ma molto diluiti nel tempo).

Nel 2000, pertanto, il Gruppo avvia un piano di progressiva ristrutturazione del suo debito su basi di mercato, con l'obiettivo di riequilibrarne la struttura delle scadenze con i ritorni attesi dagli investimenti, in gran parte coperti con tale debito. Viene quindi varato un piano di emissione di prestiti obbligazionari (*notes*) sui mercati finanziari internazionali, con il duplice obiettivo di:

- i) reperire mezzi finanziari freschi mediante uno strumento collocabile direttamente sui mercati finanziari, che proprio in quel periodo dimostrano di "gradire" particolarmente le obbligazioni *corporate*, cioè titoli emessi da imprese di una certa dimensione, che assicurano rendimenti più elevati di quelli medi di mercato pur a fronte di un maggior rischio per l'investitore;
- ii) procedere ad una ristrutturazione del debito del Gruppo mediante progressivo allungamento della scadenza del debito del Gruppo (come evidenziato in copiosa documentazione del Gruppo e nei prospetti che accompagnano le varie emissioni di *notes*), allineandola quindi alle aspettative di ritorno degli investimenti effettuati;

Le emissioni di *notes* Cirio saranno effettuate da diverse società del Gruppo. In prima battuta "scatole" create appositamente per l'emissione; in seguito emetteranno i titoli anche le holding di partecipazione e controllo. La prima emissione risale al maggio 2000, mentre l'ultima viene completata esattamente due anni dopo. La tabella sottostante riassume le principali caratteristiche delle sette emissioni che saranno perfezionate sul mercato nel corso del biennio, con il supporto di alcune delle più importanti banche italiane ed internazionali (tra le quali le più presenti nei consorzi di garanzia e

collocamento sono Abaxbank-Gruppo Credem, UBM-Unicredito, Banca Akros, Capitalia).

Data Emissione	Emittente	Importo (€ mln)	Tasso	Scadenza
30-mag-2000	Cirio Finance Luxembourg SA	150	Euribor + 275 b.p.	30-mag-2003
3-nov-2000	Cirio Finance Luxembourg SA	150	fisso 7,50%	3-nov-2002
22-gen-2001	Cirio Finanziaria SpA	175	fisso 8,00%	21-dic-2005
6-feb-2001	Cirio Holding Luxembourg SA	200	fisso 6,25%	16-feb-2004
12-giu-2001		75		
24-mag-2001	Del Monte Finance Luxembourg SA	200	fisso 6,625%	24-mag-2006
14-mar-2002	Cirio Del Monte NV	50	Euribor + 325 b.p.	14-mar-2005
14-mar-2002	Cirio Del Monte NV	100	fisso 7,75%	14-mar-2005
31-mag-2002		25		
TOTALE		1.125		

Al momento non sono emerse evidenze tali da far ritenere che fin dalla prima emissione si prevedesse un programma così intenso e rilevante, soprattutto per il 2001, quando vengono emessi titoli per un controvalore totale di 650 mln. di Euro.

Fatto sta che nella primavera del 2002, quando vengono perfezionate le due ultime emissioni di *notes* per 125 mln. di Euro, il Gruppo ha un debito sotto tale forma di 1,125 mld. di Euro.

Titoli peraltro inizialmente collocati solo presso investitori istituzionali (come banche e fondi di investimento), in quanto privi di *rating* e delle forme di garanzia e pubblicità previste per il collocamento al pubblico. Ma successivamente acquistabili (e acquistati) da chiunque, poiché quotati presso la Borsa di Lussemburgo.

A questo proposito il Dott. Sergio Cragnotti, interpellato dai Commissari, ha dichiarato: *"Le emissioni obbligazionarie sono state effettuate per finanziare le acquisizioni strategiche del Gruppo Cirio (in particolare l'OPA sul Gruppo Del Monte), e per trasformare l'indebitamento a breve in medio-lungo termine. All'inizio non erano previste tutte le sette emissioni in quanto alcune di esse*

sono state effettuate per cogliere le opportunità che si presentavano sul mercato al fine di implementare la strategia industriale”.

3.1.1 Il 2000 - l'avvio delle emissioni

Nel maggio e nel novembre 2000 la Cirio Finance Luxembourg SA (di seguito anche “Cirio Finance Lux”) completa con successo due emissioni di *notes* sul mercato internazionale dei capitali dell'importo di 150 mln. di Euro ciascuno. I mezzi finanziari così raccolti, al netto di costi vari di emissione per circa 4 mln. di Euro, vengono pressoché interamente girati sotto forma di finanziamento fruttifero alla controllante Cirio Finanziaria s.p.a. (allora Cirio s.p.a.), che alla fine del 2000 presentava un debito nei confronti della Cirio Finance Lux per circa Euro 290 mln. in linea capitale e per circa Euro 8 mln. in conto interessi.

Dal momento che la Cirio Finance Lux aveva regolarmente pagato la prima rata di interessi semestrali ai sottoscrittori delle *notes* emesse in maggio, ma il bilancio al 31 dicembre 2000 presentava una cassa pari praticamente a zero, sembra potersi ragionevolmente dedurre che la Cirio s.p.a. non aveva provveduto a pagare gli interessi sul prestito ricevuto (da cui il suddetto credito di circa 8 mln. vantato nei suoi confronti da Cirio Finance Lux) e che quindi gli interessi al mercato erano stati pagati con le somme provvisoriamente rimaste nella disponibilità dell'emittente e derivanti dalla differenza tra il ricavato netto dell'emissione (circa 296 mln. di Euro) e il totale dei crediti vantati verso la Cirio s.p.a. (circa 290 mln. di Euro).

L'utilizzo dei circa 290 mln. di Euro ricevuti da Cirio s.p.a. nel corso del 2000 a titolo di prestito da parte della consociata Cirio Finance Lux appare di non univoca identificazione (come del resto per qualunque flusso finanziario che entri nella normale dinamica economico-patrimoniale di una azienda in pieno funzionamento). Dal momento tuttavia che in quest'anno la Cirio s.p.a. completa l'acquisizione della Del Monte con il lancio dell'OPA sul mercato sudafricano, chiuso con successo con un esborso per la sola offerta pubblica pari a circa 190 mln. di Euro, è ragionevole ipotizzare che larga parte di

questo flusso sia andato proprio a coprire questa grossa operazione di investimento, mentre il debito bancario consolidato si riduce di oltre 130 mln. di Euro rispetto al livello raggiunto nel 1999.

3.1.2 Il 2001 – la scelta strategica di *funding* mediante *notes*

Nel 2001 il programma di reperimento di mezzi finanziari freschi sul mercato si orienta decisamente verso lo strumento delle *notes* da collocare presso gli operatori istituzionali, inaugurato con successo nell'anno precedente.

Nel corso del primo semestre del 2001, infatti, vengono emessi dal Gruppo titoli obbligazionari per 650 mln. di Euro, pari a ben oltre il 50% del totale, attraverso tre emittenti:

- la Capogruppo Cirio Finanziaria s.p.a. (175 mln. di Euro);
- la “scatola” lussemburghese Cirio Holding Luxembourg SA (275 mln. di Euro);
- la Del Monte Finance Luxembourg SA, anch'essa “scatola” finanziaria, per ulteriori 200 mln. di Euro.

L'utilizzo di queste somme appare da questo momento in avanti più complesso da enucleare, dal momento che si moltiplicano gli emittenti (e quindi i bilanci direttamente interessati dal nuovo *funding*, tra cui quelli della Capogruppo), ma soprattutto comincia a consolidarsi una fitta ragnatela di flussi finanziari infragruppo, sulla base di una politica di reciproco sostegno che ispira la gestione della finanza dell'intero Gruppo Cirio.

Quanto alla destinazione dei 175 mln. di Euro raccolti direttamente dalla Capogruppo, questi vengono immediatamente girati ad altre società del Gruppo e a banche, come rilevabile dai documenti della movimentazione bancaria dei conti correnti della società.

La Cirio Holding Luxembourg SA (di seguito anche “Cirio Holding Lux”), successivamente, emette sul mercato in due tranche di *notes* per complessivi 275 mln. di Euro, con interessi al tasso fisso del 6,25%, pagabile annualmente. Tale importo viene in gran parte girato a titolo di finanziamento

a varie società del Gruppo Cirio (peraltro, dai dati di bilancio della Cirio Holding Luxembourg al 31/12/2001 emerge un credito di circa 6 mln. di Euro verso la controllante C&P NV). L'importo rimanente, al netto delle spese di emissione dei titoli, viene investito in attività correnti (titoli).

Nel corso del 2001 la Cirio Holding Lux non vede altri movimenti monetari di rilievo, dal momento che gli interessi sulle *notes* saranno dovuti solo a febbraio del 2002. Quindi il bilancio a fine 2001 accoglie solo gli interessi maturati e non ancora pagati agli obbligazionisti e specularmente gli interessi maturati ma non pagati da Cirio Holding s.p.a. e C&P NV.

A maggio dello stesso 2001, una ulteriore "scatola" lussemburghese, la Del Monte Finance Luxembourg SA (di seguito anche "DM Finance Lux") perfeziona una nuova emissione di titoli per 200 mln. di Euro, sempre a tasso fisso e sostanzialmente analogo alla precedente (6,625%).

Il netto ricavo dell'emissione dei titoli sul mercato, pari a circa 198 mln. di Euro, viene stavolta distribuito su un numero più elevato di società del Gruppo:

- Euro 124 mln. circa alla Del Monte Foods International Ltd
- Euro 14 mln. circa alla Del Monte Foods International Inc
- Euro 27 mln. circa alla Cirio Alimentare (poi Cirio Del Monte Italia s.p.a.)
- Euro 15 mln. circa alla Cirio Finance Luxembourg SA
- Euro 17 mln. circa alla Del Monte Group BVI

Anche in questo caso non si verificano tensioni di cassa sul fronte interessi in quanto la prima rata agli obbligazionisti andrà pagata nel maggio 2002. Quindi la DM Finance Lux si limita a contabilizzare il *pro rata* di interessi che dovrà pagare ai propri obbligazionisti nel 2002 e, di conseguenza, gli interessi che maturano ma non vengono pagati *cash* dalle società del Gruppo, suoi creditori. A fine 2001 la cassa della società è sostanzialmente pari a zero.

Circa i flussi finanziari di cui sopra, peraltro, rileva sottolineare un duplice aspetto. Da un lato, si nota come oltre il 75% dei trasferimenti infragruppo

totali vadano al gruppo Del Monte. Dall'altro lato, invece, spicca il finanziamento di 27 mln. di Euro alla Cirio Alimentare, che aveva ricevuto circa 290 mln. di Euro dalla consociata Cirio Finance Luxembourg SA (la quale aveva concesso il finanziamento attraverso le prime due emissioni di *notes* emessi nel 2000 per complessivi 300 mln. di Euro), che riceve a sua volta un finanziamento per 15 mln. di Euro. I flussi sembrano quindi indicare che una parte di questa ultima emissione sia arrivata alla Cirio Finance Lux, direttamente o attraverso la Cirio Alimentare, per consentirle di pagare regolarmente la quota interessi in scadenza delle prime due emissioni del 2000. Tale interpretazione, suffragata dall'analisi dei bilanci dai quali si evince che il credito della Cirio Finance Lux nei confronti delle consociate aumenta nel corso del 2001, porterebbe a concludere che **già nel 2001 le attività operative del Gruppo non riuscivano a creare *cash flow* sufficiente alla copertura degli interessi relativi alle obbligazioni emesse. Per cui si doveva ricorrere a nuovo debito per coprire la spesa in conto interessi, secondo una delle più classiche formule di avvitamento finanziario delle imprese.**

Nel 2001 continua anche a ridursi l'indebitamento bancario consolidato, che diminuisce di oltre 190 mln. di Euro.

3.1.3 Il 2002 – l'insolvenza

Nel 2002 la Cirio Del Monte NV (di seguito anche "CDM NV") effettua le ultime due emissioni di *notes* per complessivi 175 mln. di Euro (di cui la prima, di 150 mln. di Euro, collocata il 14 marzo 2002) ad un tasso nettamente crescente, pur in presenza di una curva dei tassi di mercato fortemente discendente.

La Del Monte Finance Lux, che aveva emesso le *notes* da 200 mln. di Euro nel maggio 2001, riceve dalla CDM NV una serie di finanziamenti a partire dal 15 marzo 2002, che complessivamente raggiungeranno i 128 mln. di Euro

circa. Con tale somma la Società come si può evincere dall'analisi del progetto di bilancio 2002:

- paga la quota interessi sulle obbligazioni che scade a maggio 2002;
- copre il mancato pagamento pressoché generalizzato degli interessi che le spettano sui finanziamenti concessi alle altre società del Gruppo, che quindi incrementano il debito nei suoi confronti;
- soprattutto, concede un finanziamento di circa 90 mln. di Euro alla Capogruppo Cirio Finanziaria s.p.a.

L'utilizzo da parte di Cirio Finanziaria di questa somma non è individuabile in maniera univoca. Il bilancio consolidato al 31 dicembre 2002, tuttavia, presenta una perdita operativa molto elevata, che porta il capitale del Gruppo a livelli negativi, pari a oltre 400 mln. di Euro con una differenza negativa di circa 950 mln. di Euro rispetto agli oltre 500 mln. del 2001. Ciononostante, pur in assenza di qualunque disinvestimento rilevante, l'indebitamento bancario consolidato si riduce ulteriormente di oltre 215 mln. di Euro, ritornando sui livelli del 1997.

La Cirio Finance Lux, emittente dei primi due programmi di *notes* nel 2000, riesce a pagare regolarmente la prima rata di interessi, quella di maggio, utilizzando provvista riveniente da un finanziamento bancario, già presente in bilancio a fine 2001. Il 3 novembre 2002 scadono le prime *notes* emesse dalla stessa Cirio Finance Lux, che non riesce ad onorarne il rimborso in linea capitale ed interessi.

La documentazione esaminata in azienda (presentazioni al CdA, verbali del Collegio Sindacale), oltre ad abbondantissimo materiale pubblico, testimonia come le settimane immediatamente precedenti la scadenza delle *notes* siano caratterizzate da un'attività sempre più frenetica del *management* del Gruppo per reperire presso il sistema finanziario le risorse necessarie ad onorare il rimborso dei titoli in scadenza, di fatto rifinanziandoli per il medesimo importo.

La stessa documentazione riporta inizialmente di una generica disponibilità del sistema bancario prima dell'estate 2002. Disponibilità che poi si riduce ad un rifinanziamento parziale, prima per 100 mln. di Euro e poi solo per 75. Il Gruppo però non dispone delle risorse integrative necessarie così come non ne ottiene dai propri azionisti, per cui l'insolvenza diventa inevitabile.

Scaduto il cosiddetto "periodo di grazia", il *Trustee* dichiara il Gruppo Cirio insolvente, dando avvio alle evoluzioni degli ultimi mesi, che vengono riassunte di seguito.

3.2 *Il progetto di rilancio del Gruppo e il Piano di ristrutturazione del debito proposto*

Gli introiti derivanti dal collocamento delle *notes* sul mercato non sono riusciti, quindi, a riequilibrare la struttura finanziaria del Gruppo. L'indebitamento bancario indubbiamente si riduce nel triennio, passando dai circa 870 mln. di Euro di fine 1999 ai circa 335 del 2002 (dati bilancio consolidato Cirio Finanziaria s.p.a.). Ma il cattivo andamento delle società operative, la necessità di investimenti e la ridotta capacità del Gruppo di generare cassa dalle attività ordinarie assorbono una parte rilevantisima delle risorse reperite sul mercato.

La dinamica finanziaria del Gruppo appare negli esercizi 2001 e 2002 sempre più ispirata a logiche di "tamponamento" delle emergenze più che di gestione strategica, con un meccanismo di copertura del debito in scadenza con altro debito. Situazione aggravata dal fallimento di un primo piano di dismissioni di alcune attività ritenute non più strategiche, con l'obiettivo di utilizzare gli introiti per rimborsare le prime *notes* che stanno giungendo a scadenza.

La dichiarazione di *default* che fa seguito al mancato pagamento delle *notes* scadute determina nei mesi successivi un’analoga dichiarazione per tutte le altre *notes* emesse (cosiddetto “*cross default*”)⁷.

Successivamente alla dichiarazione di *default* da parte del Trustee, intervenuta come detto nella prima decade del novembre del 2002, il Gruppo ha sospeso tutti i pagamenti in linea capitale e interessi del debito esistente. L’attenzione del Top Management del Gruppo, pertanto, si è concentrata sulla stesura di un progetto di rilancio del Gruppo su un duplice fronte:

- a. industriale e organizzativo, con l’obiettivo di recuperare efficienza industriale e redditività;
- b. patrimoniale e finanziario, con particolare riguardo alla stesura di un piano di ristrutturazione del debito da sottoporre alle assemblee degli obbligazionisti, con l’obiettivo ultimo di addivenire ad una rinegoziazione dello stesso in termini di importi e condizioni.

Relativamente al progetto di cui sub a), il Management è stato assistito dalla società di consulenza strategica e organizzativa Bain & Company Italy (di seguito “Bain”). L’incarico di Bain è stato circoscritto all’analisi della struttura industriale ed organizzativa di tutte le società appartenenti al “mondo” Cirio Del Monte, avendo il Consiglio di Amministrazione della Capogruppo Cirio Finanziaria s.p.a. assunto la decisione strategica, in data 5 marzo 2003, di procedere alla progressiva dismissione della massima parte delle controllate non operanti nel comparto ritenuto ora “*core*” e rappresentato dalle società agro-alimentari operanti con i marchi storici Cirio-De Rica e Del Monte.

La predisposizione di un piano di ristrutturazione del debito, invece, è stata affidata ai consulenti finanziari Livolsi & Partners s.p.a. (di seguito anche solo

⁷ Si rammenti che la dichiarazione di *cross default* implica fundamentalmente che tutti i prestiti obbligazionari possono essere dichiarati *due and payable*, vale a dire immediatamente esigibili, indifferentemente dalla data iniziale di scadenza di ciascuno. Tale facoltà, cosiddetta *acceleration*, è stata esercitata dal Trustee in data 15 agosto 2003.

“Livolsi”) e Rothschild Italia s.p.a. (di seguito anche “Rothschild” e, congiuntamente, “Advisors”).

Nel gennaio del 2003, intanto, la Consob impugna il bilancio 2001 del Gruppo dinanzi al Tribunale di Roma, contestando in particolare la correttezza della valutazione di alcune poste dell’attivo, tra cui gli ingenti crediti vantati dal Gruppo, tramite Bombril, nei confronti della controllante C&P, ritenuti di dubbia esigibilità, e quindi la valutazione della stessa Bombril; oltre alla mancanza della dovuta informazione in nota integrativa degli impegni che assistono le *notes* in circolazione.

Circa i crediti indirettamente vantati verso C&P, vale la pena notare come essi siano rappresentati in massima parte dal credito vantato dalla controllata Bombril verso C&P a titolo di prezzo della vendita della Cirio avvenuta nel 1999, oltre che degli interessi di anno in anno maturati. L’importo, di cui la Cirio conferma la piena esigibilità nel 2001, viene ritenuto invece nel 2002 di così difficile esigibilità da condurre ad una svalutazione di oltre 500 mln. di Euro la quale, sommata a perdite operative consolidate di circa 250 mln. di Euro e ad altri oneri straordinari, ha condotto alla perdita consolidata di circa 980 mln. di Euro e di conseguenza ad un valore di patrimonio netto consolidato di Gruppo negativo per circa 400 mln. di Euro.

3.2.1 *Le linee-guida del piano Bain*

Il processo di involuzione finanziaria del Gruppo Cirio durante il periodo 2000-2002, che ha seguito la precedente “stagione” triennale delle grandi acquisizioni internazionali, trova senza alcun dubbio una importante chiave di lettura nell’insoddisfacente andamento industriale del Gruppo stesso post-acquisizioni.

A parità di perimetro di consolidamento, l'EBITDA⁸ mostra significativi segnali di ripresa, dopo il crollo degli anni 1998 e 1999, ma non in misura adeguata alle aspettative del Gruppo, in base alle quali erano stati pagati determinati prezzi, inclusivi di elevati valori di avviamento commerciale e marchi. Valori che determinano di conseguenza rilevanti importi di ammortamenti e poi di rettifiche di valore, principale cause del progressivo crollo dell'EBIT⁹, pesantemente negativo sia nel 2000 che nel 2001.

Il conto economico consolidato del Gruppo per entrambi gli anni, inoltre, mostra come l'EBIT avrebbe dovuto coprire oneri finanziari netti sempre maggiori, derivanti dalla massa di debito accumulato; oneri pari nel 2000 e 2001 rispettivamente a 79 e 67 mln. di Euro, fino a superare il livello di 85 mln. di Euro nel 2002 (i bilanci 2000 e 2001 del Gruppo beneficeranno comunque dell'apporto di ingenti proventi straordinari, connessi principalmente a plusvalenze sulla cessione di cartellini dei giocatori della Lazio, nel 2000; e alla rinuncia da parte della controllante Cirio Holding al credito vantato nei confronti della Cirio Finanziaria, nel 2001).

⁸ Il margine operativo lordo (MOL) misura la redditività dell'azienda prima anche degli ammortamenti e delle svalutazioni e/o accantonamenti. Detto in inglese EBITDA – *Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation*, è uno dei misuratori internazionali più noti della capacità di un'azienda di produrre risultati positivi dalla sua attività caratteristica, prima di voci di costo non monetarie quali ammortamenti e rettifiche di valore, che dipendono in gran parte dalla valorizzazione di bilancio delle poste dell'attivo oltre che da eventuali "politiche di bilancio", e senza i possibili effetti distorsivi causati dalla struttura finanziaria.

⁹ Il reddito operativo, in inglese "EBIT" - *Earnings Before Interest and Taxes*, è pari al risultato economico di un'azienda o di un gruppo prima del pagamento degli interessi sui debiti finanziari e delle imposte e generalmente senza l'effetto di poste straordinarie; esso pertanto è un buon misuratore della capacità di un'azienda di produrre un utile dalle proprie attività operative caratteristiche, dopo il pagamento di tutti i costi industriali, sia variabili che fissi. Esso deve quindi essere, oltre che positivo, anche sufficiente almeno a pagare le imposte e soprattutto gli oneri finanziari (nell'ipotesi che le poste straordinarie abbiano impatti sostanzialmente neutri, almeno nel lungo periodo).

In altri termini, già nel corso degli esercizi 2000 e 2001 il Gruppo Cirio nel suo insieme presentava una redditività industriale (EBITDA) in ripresa ma ancora modesta, soprattutto se confrontata con quella dei suoi principali concorrenti internazionali. L'EBITDA peraltro diventava poi del tutto inadeguato se rapportato agli ammortamenti e alle rettifiche di valore, derivanti dai valori di carico delle immobilizzazioni, a loro volta dipendenti dai prezzi ai quali queste erano state acquistate.

A tale quadro si deve poi aggiungere l'elevatissima e crescente spesa per interessi, derivante dall'enorme debito in gran parte contratto proprio per tali acquisizioni, per comprendere immediatamente come la posizioni economica e finanziaria del Gruppo non potesse che deteriorarsi progressivamente, in mancanza di un intervento ampio ed incisivo.

Il CdA del Gruppo, pertanto, nella già citata delibera del 5 marzo 2003 decide di procedere alla dismissione delle attività ritenute non più strategiche, in modo da liberare risorse finanziarie a copertura del debito e concentrare l'attenzione sulle attività nel settore agro-alimentare, con i marchi Cirio-De Rica e Del Monte, che fanno sostanzialmente capo alla sub-holding di diritto olandese Cirio Del Monte NV (di seguito anche "CDM NV") e che nel 2002 rappresentano circa l'80% del fatturato di Gruppo.

L'incarico affidato a Bain, pertanto, può riassumersi in un'analisi dettagliata della struttura produttiva e organizzativa delle società controllate da CDM NV, la loro posizione di mercato, la performance economica e finanziaria assoluta e comparata, lo sfruttamento e i ritorni dei vari marchi in portafoglio. Obiettivo di tale lavoro è la definizione, insieme al Top Management del Gruppo, di un piano di rilancio industriale del *business* agro-alimentare del Gruppo, al fine di recuperare efficienza, redditività e penetrazione di mercato e quindi, in ultima analisi, accrescerne il valore, andato via via depauperandosi nel corso degli anni 2000.

Il lavoro di Bain si sviluppa nel corso di tutto il primo semestre del 2003, fino alla nomina dei Commissari giudiziali da parte del Tribunale di Roma, che

sostanzialmente ne interrompe la prosecuzione. Esso analizza in dettaglio le caratteristiche industriali e organizzative delle varie società di CDM NV sotto vari punti di vista, tra cui soprattutto:

- dimensionamento
- efficienza industriale
- performance economica
- presenza e rilevanza di mercato
- criteri di gestione delle varie linee di prodotto e dei marchi storici del gruppo
- organizzazione distributiva
- scelte commerciali e promozionali
- coerenza gestionale e numerosità del personale

sia in senso assoluto sia comparato, tanto tra le stesse società del Gruppo quanto nei confronti dei principali concorrenti di mercato.

I risultati preliminari di Bain sono stati riassunti in un “Documento riepilogativo” (di seguito “Documento Bain”), datato 31 luglio 2003. In questa sede appare pertanto opportuno e sufficiente descrivere le linee-guida di tale documento e le principali conclusioni strategiche, che di fatto rappresentano il progetto industriale che il *management* del Gruppo intendeva perseguire se non fosse intervenuta la bocciatura da parte dei creditori del Gruppo e successivamente la dichiarazione dello stato di insolvenza da parte del Tribunale di Roma (sulla quale si veda più diffusamente il paragrafo 3.3). Ciò anche nell’ottica di far emergere elementi rilevanti ai fini dell’analisi del piano di risanamento del Gruppo, che viene presentato nella parte finale di questa relazione.

Il lavoro di Bain trae spunto da alcune considerazioni di fondo circa la strategia di sviluppo perseguita dal Gruppo Cirio nel comparto agro-alimentare (di seguito “Gruppo CDM”) nel corso degli ultimi anni, fortemente rivolta ad una crescita del fatturato in un’ottica di progressiva espansione internazionale, con la contestuale crescita dell’esposizione debitoria, ed alla

successiva gestione delle attività agro-alimentari del Gruppo CDM su base geografica (in genere per Paese) piuttosto che per tipo di prodotto ovvero per caratteristiche di clientela ovvero ancora per caratteristiche produttive e commerciali.

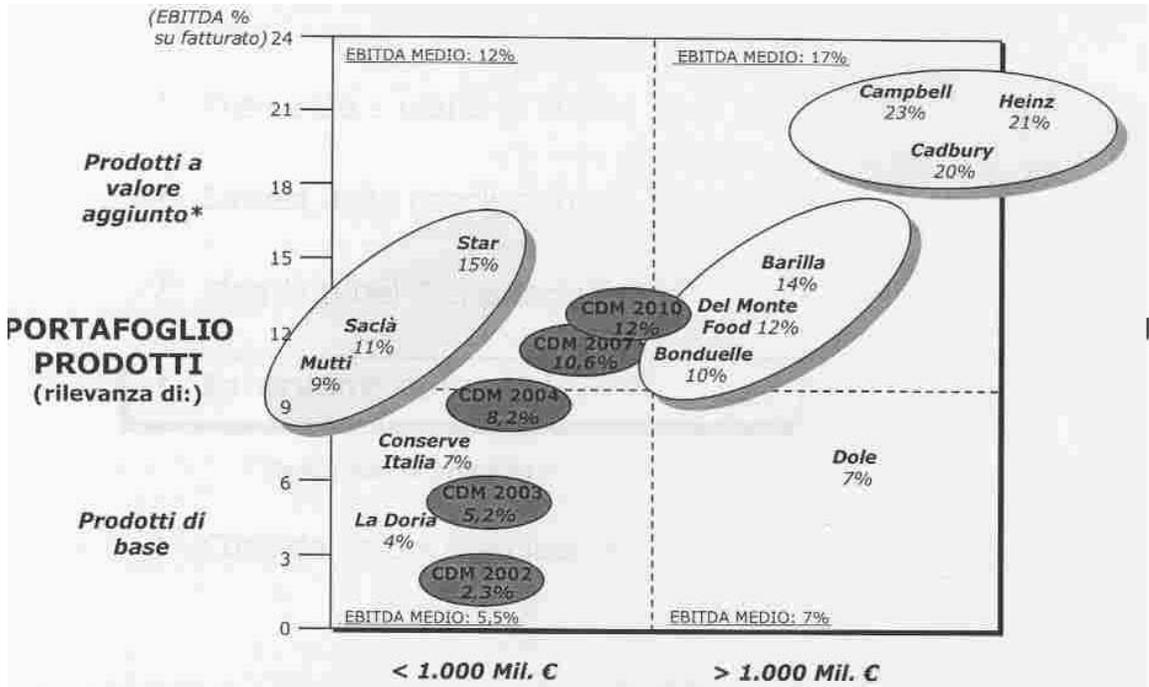
Gli effetti di tale strategia, da un punto di vista strettamente economico ed industriale (unico aspetto analizzato da Bain, che sostanzialmente trascurava considerazioni di natura patrimoniale e finanziaria), vengono rilevati come insoddisfacenti. La performance industriale del *business* agro-alimentare, con esclusione dei risultati della Del Monte Pacific, è modestissima, con un margine operativo lordo (di seguito EBITDA¹⁰) di Cirio Del Monte NV pari a poco più del 2% contro una media di società comparabili dello stesso settore nell'ordine dell'8 – 12%.

Il Piano Industriale messo a punto da Bain insieme al nuovo Top Management del Gruppo, quindi, prova a ridefinire la strategia nei seguenti termini:

- abbandonare la politica di espansione diffusiva seguita fino a quel momento, focalizzando invece l'attenzione e le risorse umane e finanziarie solo su mercati e prodotti redditizi;
- ottimizzare le spese per investimenti e marketing, con particolare attenzione al ritorno economico delle stesse;
- ridurre i costi generali di Gruppo, con interventi mirati soprattutto alla "catena delle forniture" e alla struttura organizzativa;
- ridefinire il portafoglio prodotti, privilegiando / sviluppando quelli a valore aggiunto e ridimensionando / abbandonando quelli ritenuti non adeguatamente profittevoli.

Obiettivo di fondo di tali interventi è un progressivo recupero di efficienza operativa e redditività, allineando nel medio termine l'EBITDA del Gruppo

Cirio Del Monte a quello dei principali concorrenti, come riassunto nella rappresentazione grafica che riportiamo di seguito.



In termini più analitici, il Conto Economico previsionale del Gruppo CDM contenuto del Documento Bain, in esito a una motivata analisi, prevede una crescita dei ricavi da poco meno di 600 mln. Di Euro del 2002 (dati consolidati Cirio Del Monte NV, al netto della Del Monte Pacific Limited e della Cirio Brasil Ltda, controllate per le quali si prevedeva la dismissione) a circa 900 mln. nel 2010, con una crescita composta pari a circa il 5,3% annuo.

Molto più evidente il miglioramento in termini di efficienza e quindi di redditività. L'EBITDA, grazie alle azioni previste, è previsto crescere di ben 8 volte nello stesso arco temporale (da circa 13 mln. di Euro ad oltre 106 mln.), passando così da circa il 2% del fatturato nell'esercizio appena chiuso al 12% nel 2010, superando l'8% già nel 2004, secondo anno di piano.

La figura seguente riporta la tavola di dettaglio contenuta nel Documento Bain.

Figures in € Million	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Flash	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Ricavi netti	590,6	578,3	640,6	687,3	731,5	777,7	820,5	859,9	890,9
<i>Crescita annua</i>	0,0%	-2,1%	10,8%	7,3%	6,4%	6,3%	5,5%	4,8%	3,6%
Variable Margin	193,3	205,2	231,9	251,8	270,8	290,2	308,6	325,2	338,7
<i>Variable Margin</i>	32,7%	35,5%	36,2%	36,6%	37,0%	37,3%	37,6%	37,8%	38,0%
A&P	(86,2)	(92,2)	(104,5)	(112,2)	(121,6)	(130,0)	(137,2)	(143,8)	(148,9)
<i>A&P (% sales)</i>	-14,6%	-15,9%	-16,3%	-16,3%	-16,6%	-16,7%	-16,7%	-16,7%	-16,7%
M.A.P.E	107,1	113,1	127,4	139,6	149,2	160,2	171,5	181,4	189,7
<i>MAPE Margin</i>	18,1%	19,6%	19,9%	20,3%	20,4%	20,6%	20,9%	21,1%	21,3%
Overheads	(85,8)	(82,3)	(76,5)	(77,3)	(78,3)	(79,8)	(82,2)	(83,9)	(85,5)
<i>Overheads %</i>	-14,5%	-14,2%	-11,9%	-11,3%	-10,7%	-10,3%	-10,0%	-9,8%	-9,6%
Total EBITDA	13,3	29,8	52,4	64,4	73,1	82,6	91,6	100,0	106,7
<i>EBITDA %</i>	2,3%	5,2%	8,2%	9,4%	10,0%	10,6%	11,2%	11,6%	12,0%

Gli interventi industriali ed organizzativi previsti per il raggiungimento degli ambiziosi traguardi sintetizzati nelle cifre appena presentate fanno riferimento a tutte le società del Gruppo CDM e a tutti i prodotti in portafoglio. I più rilevanti di tali interventi sono:

- chiusura / cessione dell'impianto produttivo di Mora, in Portogallo (ex Sopragol)
- chiusura / cessione dell'impianto produttivo di Larissa, in Grecia
- cessione dello stabilimento italiano di S. Felice sul Panaro
- redistribuzione della produzione attualmente assicurata dai suddetti impianti ad altri stabilimenti del Gruppo ovvero affidata a soggetti terzi in *outsourcing*;
- revisione portafoglio prodotti, con eliminazione di quelli non profittevoli ovvero ritenuti marginali;
- rivitalizzazione dei marchi storici del Gruppo (Cirio, De Rica, Del Monte) in maniera mirata e senza cannibalizzazione, con il progressivo abbandono e/o cessione dei marchi marginali (ad es. Mangiaebevi);
- modifica della politica commerciale e promozionale del Gruppo;

- ridisegno della logistica, per aumentarne l'efficienza e ridurre costi e sprechi.

Il Documento Bain si muove, quindi, in una logica di lungo periodo e di piena continuità aziendale. L'idea ispiratrice è quella di salvaguardare prima e consolidare poi la capacità produttiva del Gruppo nel comparto agro-alimentare, i suoi marchi storici e la loro presenza sui mercati internazionali, obiettivi che appaiono indubbiamente meritevoli di attenzione anche nell'attuale fase di vita del Gruppo.

3.2.1 Il Progetto di ristrutturazione del debito di Livolsi e Rothschild

Il progetto di ristrutturazione dell'operatività del Gruppo nel comparto agro-alimentare, appena riassunto, prevedeva rilevanti interventi di natura strutturale, che coinvolgevano l'intera architettura industriale del Gruppo Cirio-Del Monte: portafoglio prodotti, impianti produttivi, struttura distributiva, mercati serviti. Il progetto coinvolgeva pressoché tutte le società del Gruppo operative nel comparto, con l'unica eccezione della Del Monte Pacific Limited (i cui rapporti di interdipendenze con il resto del Gruppo si limitano di fatto ad un contratto di fornitura di ananas); il suo orizzonte era conseguentemente di medio-lungo periodo, dovendo prevedere non solo i tempi necessari alla realizzazione concreta degli interventi programmati ma anche quelli necessari a portare a regime tali interventi, consentendone il dispiegamento pieno degli effetti positivi previsti e quindi il ritorno pieno del comparto all'equilibrio economico.

Il progetto industriale approvato dal CdA di Cirio Finanziaria con il supporto di Bain, incentrato sulla valorizzazione dei marchi Cirio e Del Monte e la contestuale dismissione delle altre attività del Gruppo considerate non più strategiche (Bombril, Del Monte Pacific Limited, Cirio Brasil, società immobiliari e partecipazioni minori) implicava quindi necessariamente una situazione di normale operatività aziendale. Pre-condizione scomparsa in

seguito alla dichiarazione di *default* del novembre 2002, che di fatto faceva cadere il presupposto di continuità aziendale indispensabile alla realizzazione di un piano di ristrutturazione aziendale complesso e profondo.

Parallelamente alla stesura di dettaglio del piano Bain, pertanto, il Gruppo nel novembre 2002 ha conferito agli Advisors Livolsi e Rothschild l'incarico di assistere il CdA in relazione al progetto di ristrutturazione del Gruppo. Tale incarico è stato successivamente esteso e focalizzato (marzo 2003) alla predisposizione di un piano di ristrutturazione del Gruppo, con particolare riguardo al debito finanziario dell'intero Gruppo Cirio (di seguito anche "Piano di Ristrutturazione del Debito").

Obiettivo ultimo dell'incarico conferito agli Advisors era la predisposizione di un progetto di ristrutturazione dell'ingente esposizione finanziaria dell'intero Gruppo Cirio, volto ad *"assicurare l'ottimizzazione del piano industriale e la continuità aziendale con valide prospettive"*¹¹.

Il Piano di Ristrutturazione del Debito avrebbe poi dovuto essere sottoposto all'approvazione dei creditori ed in particolare dei possessori delle *notes*, il cui organismo di rappresentanza collettivo (Trustee) aveva avviato il processo di *cross default*.

Gli Advisors hanno presentato il loro piano al Consiglio di Amministrazione della capogruppo Cirio Finanziaria s.p.a. del 22 maggio 2003, che l'ha approvato, anche in considerazione di un parere favorevole in tal senso fornito dalla banca d'affari Credit Suisse First Boston in merito all'equità e alla ragionevolezza del trattamento riservato ai creditori del Gruppo nel Piano stesso.

Il Piano di Ristrutturazione del Debito parte dall'assunto per cui *"la Società (leggasi: Cirio Finanziaria) ritiene che – nelle attuali circostanze – la massima*

¹¹ Prospetto Informativo relativo alla sollecitazione all'investimento in 450.011.402 azioni ordinarie di Cirio Finanziaria S.p.a. effettuata nei confronti dei possessori dei *notes* e delle banche creditrici, depositato presso la Consob in data 13 giugno 2003 (definito di seguito sinteticamente "Prospetto Informativo"), pag. 50.

valorizzazione del Gruppo Cirio Finanziaria possa ottenersi mediante la realizzazione del piano di sviluppo del settore agroalimentare, in un contesto di continuità aziendale¹²; a tal fine, “è necessario che le società del Gruppo Cirio abbiano un indebitamento sostenibile e che al tempo stesso godano del sostegno e della fiducia delle banche e dei fornitori¹³”.

Il lavoro congiunto degli Advisors e degli organi amministrativi di Cirio Finanziaria ha pertanto condotto alla stesura di un piano destinato all’approvazione di tutti i creditori dell’intero Gruppo e “*volto a portare l’indebitamento complessivo del Gruppo Cirio ad un livello fisiologico all’attività e di equilibrio rispetto ai risultati economici attesi a seguito del perfezionamento del piano di rilancio industriale¹⁴”.* A tal fine, “*la Società ritiene che l’unico mezzo per garantire la continuità – con valide prospettive – delle attività sociali e la realizzazione del programma di valorizzazione del Gruppo Cirio Del Monte sia la ... ‘trasformazione’ di parte dei debiti in azioni di nuova emissione di Cirio Finanziaria ... unica valida proposta che il Gruppo Cirio possa fare ai propri creditori e quindi l’unico mezzo per ridurre significativamente il proprio indebitamento complessivo ed uscire dal grave stato di crisi finanziaria e patrimoniale in cui versa¹⁵”.*

¹² Prospetto Informativo, pag. 49.

¹³ Ibidem, pag. 50.

¹⁴ Ibidem, pag. 50.

¹⁵ Ibidem, pag. 51.

<i>dati in €</i>					
Emittente <i>bond</i>	Credito linea capitale	Scadenza	Azioni offerte in sottoscrizione	Rinuncia in linea capitale valore	%
Cirio Finance Luxembourg SA	150.000.000	2003	31.678.729	118.321.271	78,88%
Cirio Finance Luxembourg SA	150.000.000	2002	31.678.729	118.321.271	78,88%
Cirio Finanziaria SpA	175.000.000	2005	36.958.517	138.041.483	78,88%
Cirio Holding Luxembourg SA	275.000.000	2004	37.115.505	237.884.495	86,50%
Del Monte Finance Luxembourg SA	200.000.000	2006	155.284.414	44.715.586	22,36%
Cirio Del Monte NV	50.000.000	2005	38.821.103	11.178.897	22,36%
Cirio Del Monte NV	125.000.000	2005	97.052.759	27.947.241	22,36%
	1.125.000.000		428.589.756	696.410.244	61,90%

Fonte: Prospetto Informativo relativo alla sollecitazione all'investimento in azioni Cirio Finanziaria SpA del 13/06/03

Il Piano di Ristrutturazione del Debito di Livolsi e Rothschild, ampiamente descritto nel corpo ed integralmente riportato tra gli allegati del Prospetto Informativo relativo alla sollecitazione all'investimento in 450.011.402 azioni ordinarie di Cirio Finanziaria s.p.a. effettuata nei confronti dei possessori delle *notes* e delle banche creditrici, prevedeva quindi la rinuncia definitiva e irrevocabile, in via transattiva, da parte dei portatori delle *notes* ad una porzione dei loro crediti in linea capitale, nella misura riassunta nella precedente tabella.

Analogo trattamento era previsto per parte dei crediti delle banche creditrici (come riassunto nella tabella seguente), ad eccezione dei rapporti ordinari correnti che forniscono credito bancario "autoliquidante", il cui apporto viene considerato "essenziale per la continuità aziendale, nonché debiti assistiti da garanzie reali¹⁶", in gran parte costituiti da indebitamento bancario della Cirio Del Monte NV e sue controllate (oltre 250 mln. di Euro, di cui 30 mln. erogati da Rabobank e garantito da pegno sul 100% delle azioni di Cirio Del Monte Foods International Ltd., società titolare dei diritti di utilizzo gratuito e illimitato del marchio Del Monte).

¹⁶ Prospetto Informativo, pag. 54.

<i>dati in €</i>				
Banca	Credito linea capitale	Azioni offerte in sottoscrizione	Rinuncia in linea capitale valore	%
Capitalia	73.343.911	11.331.138	62.012.773	84,55%
Intesa	17.221.439	3.079.552	14.141.887	82,12%
BNL	10.328.990	2.181.395	8.147.595	78,88%
Monte dei Paschi di Siena	6.886.217	1.454.311	5.431.906	78,88%
SanPaolo IMI	6.886.217	1.454.311	5.431.906	78,88%
Arab Banking	3.442.772	727.084	2.715.688	78,88%
Banca del Fucino	2.582.079	545.313	2.036.766	78,88%
Cariparma	1.256.000	169.349	1.086.651	86,52%
Faber Factor	3.554.000	479.193	3.074.807	86,52%
	125.501.625	21.421.646	104.079.979	82,93%

Fonte: Prospetto Informativo relativo alla sollecitazione all'investimento in azioni Cirio Finanziaria SpA del 13/06/03

Il Piano di Ristrutturazione del Debito prevedeva dunque una sostanziale cancellazione da parte dei creditori dei propri diritti, ai quali veniva proposta una conversione dei propri crediti in capitale di rischio con rinunce in linea capitale mediamente nell'ordine di:

- i) 62% circa per i possessori delle *notes*, con trattamenti tuttavia differenziati tra poco più del 22% per i possessori delle *notes* emesse da società del Gruppo Cirio Del Monte e oltre 86% per i possessori di titoli emessi dalla Cirio Holding Luxemburg SA, fuori dal Gruppo Cirio Finanziaria.
- ii) 83% circa per le banche titolari di rapporti di natura prettamente "finanziaria", con ripartizione tra i vari istituti della rinuncia sostanzialmente equilibrata.

L'ammontare di rinuncia richiesta ai creditori del Gruppo avrebbe pertanto comportato una cancellazione immediata di debito per l'intero Gruppo Cirio pari a circa 800 mln. di Euro, con un contestuale incremento di circa 450 mln. di Euro del capitale sociale della Capogruppo Cirio Finanziaria s.p.a., il cui patrimonio netto sarebbe tornato positivo per oltre 715 mln. di Euro (a fronte di un livello a fine 2002 negativo per oltre 180 mln. di Euro, in seguito alle pesanti perdite operative e svalutazioni registrate nel corso dell'esercizio).

In seguito all'eventuale accettazione da parte dei creditori della proposta globale contenuta nel Piano di Ristrutturazione del Debito, con la contestuale rinuncia della porzione ipotizzata di crediti e la conversione della quota rimanente nelle suddette 450.011.402 azioni ordinarie di Cirio Finanziaria s.p.a., questa stessa società sarebbe in un primo momento uscita dal controllo della Cirio Holding (a sua volta controllata da Cragnotti e Partners NV), divenendo una società pienamente contendibile in quanto ad azionariato diffuso, come riassunto¹⁷ di seguito.

Azionista	Capitale sociale Cirio Finanziaria SpA (%)	
	Ante rinuncia	Post rinuncia e 1° aucap
Cirio Holding SpA (Sergio Cragnotti)	63,01%	0,00%
Fondazione Monte dei Paschi di Siena	8,05%	0,00%
Possessori di <i>bond</i>		95,2%
Banche		4,8%
Altri / mercato	28,94%	0,00%
TOTALE	100,00%	100,00%

Fonte: Prospetto Informativo relativo alla sollecitazione all'investimento in azioni Cirio Finanziaria SpA del 13/06/03

Contestualmente all'aumento di capitale riservato ai possessori delle *notes*, da liberarsi mediante compensazione delle reciproche posizioni creditorie e debitorie, il Consiglio di Amministrazione di Cirio Finanziaria, nella medesima seduta del 22 maggio 2003, ha deliberato un ulteriore aumento di capitale della Società per un importo complessivo massimo di Euro 192.665.393, corrispondente ad un identico numero di azioni del valore nominale di Euro 1 (emesse quindi al valore nominale, come per le precedenti), la cui sottoscrizione era riservata agli attuali azionisti di Cirio Finanziaria s.p.a.

Nell'ipotesi quindi di approvazione del Piano di Ristrutturazione del Debito da parte dei creditori e di successiva sottoscrizione da parte degli attuali azionisti di Cirio Finanziaria della seconda parte dell'aumento di capitale a loro riservata, la composizione dell'azionariato della Società sarebbe

¹⁷ Prospetto Informativo, pagg. 97 e segg. (tra le altre)

ulteriormente cambiata, come riassunto in maniera comparativa nella seguente tabella.

Azionista	Capitale sociale Cirio Finanziaria SpA (%)		
	Ante rinuncia	Post rinuncia e 1° aucap	Post 2° aucap
Cirio Holding SpA (Sergio Cragnotti)	63,01%	0,00%	18,90%
Fondazione Monte dei Paschi di Siena	8,05%	0,00%	2,40%
Possessori di <i>bond</i>		95,2%	66,7%
Banche		4,8%	3,3%
Altri / mercato	28,94%	0,00%	8,70%
TOTALE	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Prospetto Informativo relativo alla sollecitazione all'investimento in azioni Cirio Finanziaria SpA del 13/06/03

La più volte citata delibera del CdA della capogruppo Cirio Finanziaria, infine, conteneva anche l'emissione di n° 34.267.972 *warrant* da assegnare gratuitamente agli attuali azionisti della Società, con esclusione di Cirio Holding, nel rapporto di n° 1 *warrant* ogni 4 azioni possedute ante azzeramento del capitale. I *warrant*, rappresentativi del diritto di sottoscrivere nuove azioni ordinarie Cirio Finanziaria s.p.a. nel rapporto di n° 1 azione ogni 2 *warrant* posseduti al prezzo di 1,10 Euro per azione, di cui 0,10 Euro a titolo di sovrapprezzo, sarebbero stati emessi nell'ottica di assicurare agli azionisti di Cirio Finanziaria diversi da Cirio Holding la possibilità di "beneficiare dell'eventuale incremento di valore della Società conseguente all'attuazione del Piano di Ristrutturazione del Debito¹⁸".

3.3 La dichiarazione dello stato d'insolvenza

Il Piano di Ristrutturazione del Debito approvato dal Consiglio di Amministrazione di Cirio Finanziaria s.p.a., con la consulenza di Livolsi e Rothschild, è stato sottoposto alle assemblee dei possessori delle *notes* a Londra nell'ultima decade di luglio. Il 28 luglio 2003 le assemblee degli

¹⁸ Prospetto Informativo, pag. 69.

obbligazionisti hanno bocciato il Piano di Ristrutturazione del Debito, rendendo conseguentemente impossibile la prosecuzione dell'attività ordinaria del Gruppo e, a maggior ragione, del piano industriale predisposto dal management con l'ausilio di Bain.

In data 30 luglio 2003 la Cirio Finanziaria è stata messa in liquidazione ed ha deliberato, unitamente alla controllata Cirio Del Monte Italia s.p.a. ed alla controllante Cirio Holding s.p.a., di presentare il ricorso per l'accertamento dello stato di insolvenza e l'eventuale, conseguente ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria per le grandi imprese in stato di insolvenza, di cui al D. Lgs. 270/99.

Con ricorso depositato in data 1° agosto 2003, la Cirio Holding s.p.a. ha chiesto al Tribunale di Roma di accertare e dichiarare *“lo stato di insolvenza della ricorrente ai sensi degli artt. 3 e, per quanto possa occorrere, ex art. 80 ss. d.lgs. 270/99, 82 d.lgs. 270/99, affidando la gestione temporanea della impresa al nominando Commissario Giudiziale”*.

A sostegno di queste richieste, la Cirio Holding s.p.a. ha dedotto l'insolvenza della società, individuandone la causa nell'*“imprevedibile e improvvisa contrazione del settore agro-alimentare, nel quale erano stati effettuati ingentissimi investimenti”*. In particolare, la ricorrente ha affermato che la crisi del settore agro-alimentare, verso la fine dell'anno 2002, ha posto il Gruppo Cirio (ossia *“il gruppo di società facente capo a Cirio Finanziaria s.p.a.”*) nella difficoltà di adempiere ai propri impegni finanziari, relativi, principalmente, ad *“obbligazioni assunte da alcune società del Gruppo tramite l'emissione, tra il maggio 2000 ed il maggio 2002, di sette prestiti obbligazionari”*. Peraltro, secondo la ricorrente, il mancato perfezionamento di alcune dismissioni programmate dalla Cirio Holding s.p.a. per far fronte alla *“temporanea difficoltà finanziaria”* ha determinato l'accentuarsi della crisi, che *“ha raggiunto la massima evidenza nel corso del mese di novembre 2002, con il mancato rimborso, da parte di Cirio Finance Luxemburg S.A., controllata*

lussemburghese di Cirio Finanziaria s.p.a., della serie di Notes euro 150.000.000 tasso 7,5% con scadenza, appunto, al novembre 2002". Ha dedotto la Cirio Holding s.p.a. che, a seguito di tali inadempimenti, il sistema bancario ha revocato tutti i finanziamenti in precedenza disposti a favore delle società del Gruppo Cirio, "cosicché si è venuta ad aggravare la difficoltà finanziaria che, inevitabilmente, ha riverberato i suoi riflessi anche a carico della vitalità economica del medesimo (Gruppo)".

La Cirio Holding s.p.a. ha reputato recuperabile l'equilibrio economico della società - ai sensi dell'art. 27, comma secondo, lett.a), d.lgs 270/99 - *"tramite la cessione dei complessi aziendali sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno".* E la possibilità di pervenire in breve tempo a tale cessione, secondo la ricorrente, è resa chiara, per un verso dalla *"ripresa del settore agro-alimentare attesa per il 2004"*, per altro verso dal *"fenomeno della concentrazione degli operatori, in atto da tempo in molti stati europei, che autorizza a ritenere, senza peccare di eccessivo ottimismo, che vi sia un concreto interesse da parte dei leaders del mercato ad investire in un marchio di rilevante notorietà"*.

* * *

Con altro ricorso, depositato in data 1° agosto 2003, la Cirio Finanziaria s.p.a. ha chiesto al Tribunale di Roma di accertare e dichiarare *"lo stato di insolvenza della ricorrente ai sensi degli artt. 3 e, per quanto possa occorrere ex art. 80 ss. d.lgs. 270/99, 82 d.lgs. 270/99, affidando la gestione temporanea della impresa al nominando Commissario Giudiziale"*.

La Cirio Finanziaria s.p.a. ha individuato lo stato di insolvenza in elementi sostanzialmente coincidenti con quelli indicati dalla Cirio Holding s.p.a., anch'essa reputando che *"la insolvenza in cui la debitrice è venuta a trovarsi è conseguenza della più ampia crisi che ha investito l'intero Gruppo, crisi verificatasi a seguito della imprevedibile e improvvisa contrazione del settore agro-alimentare, nel quale erano stati effettuati ingentissimi investimenti"*.

Così come la prima ricorrente, pure la Cirio Finanziaria s.p.a. ha reputato recuperabile l'equilibrio economico della società - ai sensi dell'art. 27, comma secondo, lett.a), d.lgs 270/99 - *“tramite la cessione dei complessi aziendali sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno”*, osservando che tale cessione sarà favorita dalla *“ripresa del mercato attesa per il 2004”* e dalla *“concentrazione degli operatori, in atto da tempo, in molti stati europei”*.

* * *

Infine, con un terzo ricorso depositato in data 1° agosto 2003, la Cirio Del Monte Italia s.p.a. ha chiesto al Tribunale di Roma di accertare e dichiarare *“lo stato di insolvenza”* della ricorrente *“ai sensi dell'art. 3 d.lgs. 270/99”*, affidando *“la gestione dell'impresa al Commissario Giudiziale”*.

La Cirio Del Monte Italia s.p.a., se da un lato ha individuato le cause dell'insolvenza in eventi sostanzialmente coincidenti con quelli invocati dalle altre due ricorrenti, dall'altro, a differenza di queste ultime, ha sostenuto la recuperabilità dell'equilibrio economico anche attraverso la ristrutturazione dell'Impresa. Ad avviso della Cirio Del Monte Italia s.p.a., l'equilibrio economico può essere recuperato, *sicuramente* attraverso *“la cessione dei complessi aziendali”* ex art. 27, comma secondo, lett. a), ma *“ancor meglio”* ***“tramite la ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa sulla base di un programma di risanamento di una durata non superiore a due anni”***, ai sensi della lettera b) della disposizione citata. La ricorrente ha precisato che a tal fine *“sono già stati creati i presupposti per un programma, serio e concreto, di rilancio della propria attività, anche (...) attraverso l'individuazione ed il potenziamento degli stabilimenti dotati di una maggiore capacità produttiva (San Polo e Caivano)”*. Potenziamento che, secondo la Cirio Del Monte Italia s.p.a., dovrebbe realizzarsi attraverso il finanziamento ottenuto dalle *“dismissioni dei siti produttivi inefficienti”*.

Con riguardo ai tempi ed alle modalità del risanamento, la ricorrente reputa necessario tenere conto della *“natura eminentemente finanziaria della crisi”* e

della *“efficienza e redditività dell’azienda”*. L’equilibrio della contrapposizione costi-ricavi, infatti, consente di *“ipotizzare il sollecito raggiungimento di risultati reddituali di assoluta rilevanza”*: secondo la Cirio Del Monte Italia s.p.a., *“con il consolidamento delle vendite in portafoglio, l’alienazione dell’ingente magazzino a disposizione ed il mantenimento della attuale produttività, il riequilibrio dei conti può essere ottenuto anche con il solo utilizzo degli importanti flussi di cassa, che si renderanno disponibili per effetto delle vendite già eseguite, in corso di esecuzione e già programmate”*. Infine, conclude la ricorrente, *“il consolidamento del debito bancario”*, che nel piano di rilancio - in precedenza ideato da Cirio Del Monte Italia s.p.a. al fine di ridurre l’indebitamento complessivo del Gruppo - *“rappresentava l’unico sostanziale elemento di incertezza”*, sarebbe ottenuto automaticamente ove la società fosse sottoposta alla procedura di amministrazione straordinaria.

* * *

A seguito di questi ricorsi, il Tribunale di Roma, con un’unica sentenza depositata il 7 agosto 2003, ha dichiarato *“la Cirio Del Monte s.p.a., Cirio Holding s.p.a., Cirio Finanziaria s.p.a. insolventi ed assoggettabili alla procedura della Amministrazione Straordinaria”*, nominando Commissari Giudiziali il Prof. Avv. Luigi Farenga, il Dott. Mario Resca e il Prof. Avv. Attilio Zimatore. Per quanto concerne la gestione delle imprese, si è stabilito che essa rimanga *“affidata agli organi delle stesse, e non ai Commissari giudiziali”*: tale decisione, quantunque non conforme alle richieste delle ricorrenti, secondo il Tribunale *“risulta maggiormente alle esigenze di garantire una pronta ed efficace attività d’impresa relativamente ad operazioni commerciali di primario rilievo”*.

È opportuno segnalare che il Tribunale di Roma ha ragionato in un’ottica di gruppo. La sentenza, cioè, pur rilevando l’assenza, in capo alla Cirio Holding s.p.a. ed alla Cirio Finanziaria s.p.a., del requisito previsto dall’art. 2 d.lgs 270/99, ha dichiarato tali società ugualmente assoggettabili alla procedura di amministrazione straordinaria, giacché ha ritenuto il requisito comunque

sussistente *“per la società operativa del gruppo, la Cirio Del Monte s.p.a.”*. In particolare il Tribunale, *“vista la ratio palese della intera disciplina sulla amministrazione straordinaria e le finalità evidenti al raggiungimento di una operazione di risanamento che riguardi, laddove il gruppo esista, l’intera compagine delle società in esso comprese”*, ha reputato che *“la valutazione di una procedura unitaria debba essere anticipata sin dal momento della cosiddetta fase giudiziaria”*.

* * *

Con successivo ricorso la Cirio Del Monte N.V. ha chiesto al Tribunale di Roma di accertare e dichiarare *“con urgenza lo stato di insolvenza della ricorrente ai sensi dell’art. 3 e, per quanto possa occorrere, degli artt. 80 e ss. d.lgs. 270/99, mantenendo la gestione temporanea dell’impresa all’attuale organo amministrativo”*.

Nell’illustrare le ragioni che hanno determinato l’insolvenza, anche la Cirio Del Monte N.V. ha fatto riferimento alla *“generalizzata crisi sviluppatasi, a livello europeo, nel settore agro-alimentare, che, nella specie, in breve tempo è virata in crisi di liquidità”*. La ricorrente si è trovata nella impossibilità di rimborsare *“due prestiti obbligazionari emessi dal socio unico per complessivi euro 175.000.000,00”* e *“di adempiere, quale garante, al pagamento di prestiti obbligazionari”* che altre società del gruppo avevano emesso; tali inadempimenti hanno determinato la revoca o il congelamento *“di tutte le linee di credito in essere con il sistema bancario”*. La ricorrente ha affermato che la insufficienza delle proposte avanzate dalle banche, il contrasto tra i medesimi istituti di credito sul sostegno al Piano di salvataggio in precedenza predisposto da Livolsi & Partners s.p.a. e Rothschild Italia s.p.a. nella qualità di *Advisors* del Gruppo Cirio, *“unitamente alla bocciatura da parte degli obbligazionisti della proposta di conversione dei bonds in azioni”*, hanno reso la crisi irreversibile.

L’equilibrio economico dell’attività finanziaria, secondo la Cirio Del Monte N.V., può essere recuperato ai sensi dell’art. 27, comma secondo, d.lgs.

270/99, tanto *“tramite la ristrutturazione economica e finanziaria dell’impresa”*, quanto *“tramite la cessione dei complessi aziendali”*. Con riguardo al primo profilo, la ricorrente sottolinea che il piano di risanamento allegato al ricorso *“dà conto della concreta possibilità di risanare l’intero Gruppo e riportare all’equilibrio economico le attività industriali che ad esso fanno capo”*. In relazione alla credibilità dei complessi aziendali, la Cirio Del Monte N.V. osserva che *“la società, per le significative partecipazioni che detiene, ha già in passato suscitato l’interesse di vari concorrenti”*; e la possibilità di pervenire in breve alla cessione è favorita *“dalla ripresa del mercato, attesa per il 2004, e dalla concentrazione degli operatori, in atto da tempo, nel mercato internazionale”*.

* * *

A seguito di tale ultimo ricorso, il Tribunale di Roma, con sentenza depositata il 14 agosto 2003, ha dichiarato *“la Cirio Del Monte N.V. insolvente ed assoggettabile alla procedura della Amministrazione Straordinaria”*, consentendo all’organo amministrativo di proseguire nella gestione dell’impresa e designando gli stessi Commissari Giudiziali già nominati per le altre società.

Il Tribunale - premessa la propria competenza in quanto, da un lato *“la società, pur avendo la sede all’estero, ha il suo centro operativo e direzionale in Italia”*, dall’altro la disciplina italiana sarebbe in ogni caso imposta dall’art. 25, comma primo, l. 218/95, dall’art. 9 l.f. e dal Reg. n. 134672000 del Consiglio - ha ritenuto, anche in questo caso, *“di anticipare una conduzione unitaria alla procedura di insolvenza, in vista della procedura di amministrazione giudiziaria”*. Quantunque secondo le norme sull’amministrazione straordinaria le società parte di un gruppo possano essere assoggettate in un’unica procedura *“dalla data del decreto che dichiara aperta la procedura madre”* (art. 81, comma primo, d.lgs. 270/99), il Tribunale di Roma, sulla linea di quanto già deciso il 7 agosto, ha anticipato la valutazione di una procedura unitaria, *“vista la ratio palese della intera*

disciplina sulla amministrazione straordinaria e le finalità evidenti al raggiungimento di una operazione che riguardi, laddove il gruppo esista, l'intera compagine delle società in esso comprese".

Con provvedimento del 13 agosto 2003, il Tribunale ha designato tre coadiutori al fine di predisporre l'elenco dei creditori, previsto dall'art. 28, secondo comma, del D. lgs. n. 270 del 1999. Inoltre, con provvedimento del 14 agosto 2003, il Tribunale ha designato un professionista per redigere un elenco del contenzioso in corso. Tali elenchi sono allegati a questa Relazione.

Infine, con istanza depositata il 2 settembre 2003, i Commissari Giudiziali hanno chiesto al Tribunale di Roma di essere autorizzati a redigere un'unica relazione per le quattro società insolventi e, considerata la estrema complessità del Gruppo, hanno chiesto una proroga del termine di deposito della relazione sino al 29 settembre 2003. Con provvedimento di pari data il Tribunale ha autorizzato quanto richiesto.

SEZIONE SECONDA

4. Le cause dello stato di insolvenza

4.1 Premessa: evoluzione patrimoniale e finanziaria del Gruppo

L'esame dell'andamento economico e finanziario del Gruppo, come emerge dall'analisi dei bilanci ufficiali, rappresenta uno degli strumenti più efficaci e quindi generalmente utilizzati per identificare e analizzare l'origine e la successiva evoluzione di problemi operativi, finanziari e di mercato di un'azienda.

Nel caso delle quattro società del Gruppo Cirio dichiarate insolventi, stante la profonda integrazione tra di esse, particolarmente dal punto di vista organizzativo e finanziario, l'analisi di bilancio verrà fatta in un'ottica unitaria. Oggetto dell'esame sarà quindi l'evoluzione del Gruppo Cirio Finanziaria¹⁹ come emerge dall'analisi del bilancio consolidato, il quale non solo fornisce l'unica rappresentazione coerente e attendibile dell'andamento del Gruppo, laddove i bilanci delle singole società sarebbero certamente non rappresentativi e talvolta addirittura fuorvianti²⁰; ma rappresenta anche l'unico perimetro aziendale rimasto sostanzialmente stabile nel corso degli anni, per

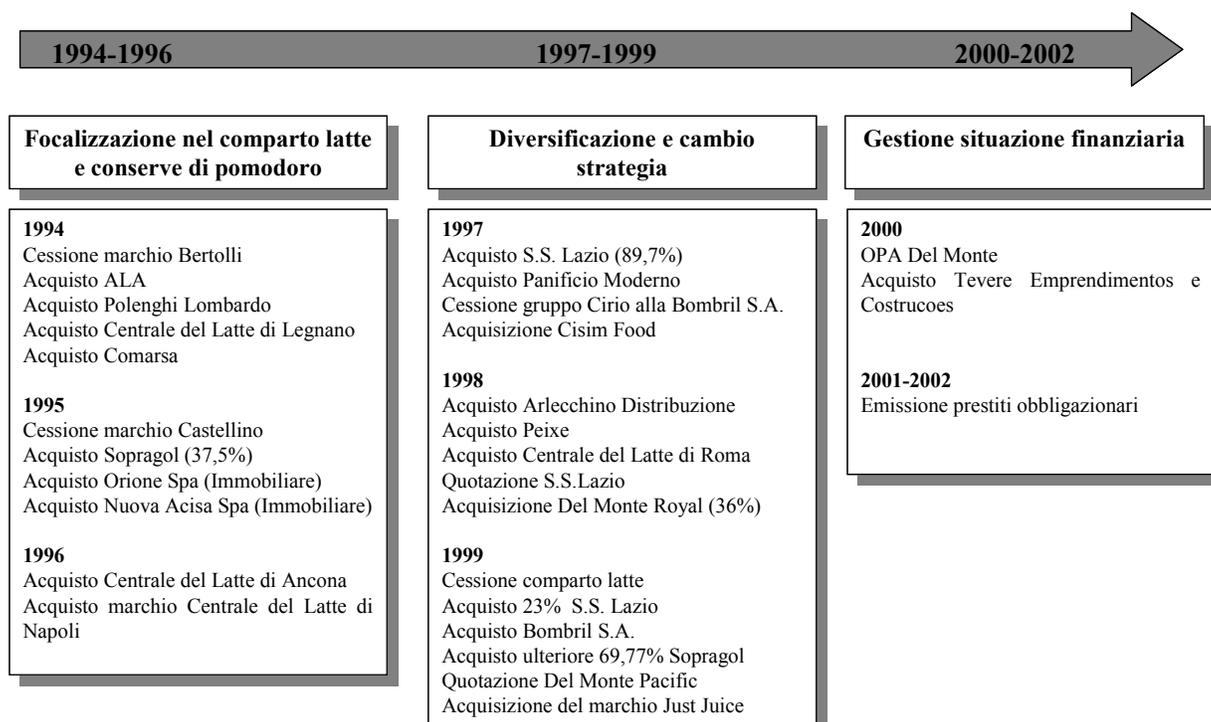
¹⁹ L'analisi è stata svolta a livello di dati consolidati della Cirio Finanziaria S.p.a. in quanto solo essa offre un perimetro di consolidamento e grandezze economico-finanziarie raffrontabili anno per anno.

²⁰ Si pensi, ad esempio, all'andamento finanziario del Gruppo, che può essere correttamente interpretato solo in chiave unitaria, poiché la raccolta di risorse sul mercato era fatta di volta in volta da singole società (le emissioni delle *notes* sono state fatte in gran parte da "scatole" create appositamente) ma poi utilizzata, tramite rapporti di credito/debito infragruppo, da tutte le altre società che necessitavano di mezzi finanziari.

il quale quindi è possibile effettuare un'analisi evolutiva e comparativa coerente.

L'analisi delle grandezze economico-patrimoniali e finanziarie consolidate del Gruppo Cirio, quindi, porta idealmente ad individuare tre periodi storici del Gruppo stesso dal momento in cui è passato sotto il controllo di Cragnotti & Partners nel 1994. I periodi sono sintetizzati nella tavola seguente.

Evolutione del Gruppo Cirio Finanziaria 1994-2002



L'analisi di dettaglio dell'andamento economico, patrimoniale e finanziario del Gruppo nei vari periodi identificati sarà effettuato nelle pagine successive. Qui di seguito si da' una breve sintesi di tale analisi.

- I. Nel **triennio 1994-1996** il Gruppo ha seguito una chiara strategia di crescita nel comparto lattiero-caseario, con l'obiettivo di dar vita al primo operatore nazionale nel settore del latte fresco. Vengono quindi acquisite varie centrali del latte medio-piccole insieme al *business* relativo ai marchi Polenghi e ALA, ceduti a Cirio dalla Cragnotti & Partners.

Il Gruppo Cirio nel primo triennio di vita concentra quindi risorse manageriali e finanziarie nello sviluppo della sua attività caratteristica tramite acquisizioni, riuscendo a incrementare il valore della produzione di circa il 10% senza particolari tensioni sul fronte finanziario. La posizione finanziaria netta verso terzi, infatti, pur crescendo da circa 200 a oltre 265 mln. di Euro, mantiene un rapporto sostanzialmente stabile rispetto al patrimonio netto e all'EBITDA consolidati, indicando quindi una crescita abbastanza fisiologica, dato lo sviluppo dimensionale del Gruppo stesso.

II. nel **triennio 1997-1999** il Gruppo stesso cambia completamente “pelle”, in seguito all'adozione di una strategia di profonda diversificazione. Vengono portate a compimento in rapida successione importanti acquisizioni, tra le quali rileva evidenziare:

- l'acquisizione della Del Monte Royal (dal gruppo Anglo American Corporation; 1998, completata con l'OPA nel 2000);
- l'acquisizione di tutte le principali partecipazioni possedute dalla controllante Cragnotti & Partners, che in tal modo monetizza quasi tutto il suo portafoglio trasferendolo alla controllata Cirio (in particolare Lazio, nel 1997 e nel 1999; e Bombril, sempre nel 1999).

Il cambio di strategia viene suggellato dalla cessione dell'intero comparto latte alla Parmalat, che fa seguito all'acquisizione nel 1998 della Centrale del Latte di Roma. Il Gruppo si concentra quindi sull'integrazione del comparto conserve, costituente l'attività storica a marchio Cirio e De Rica, con le attività di lavorazione e commercializzazione della frutta, relative alla neo-acquista Del Monte; integrazione dalla quale si attendono importanti sinergie operative.

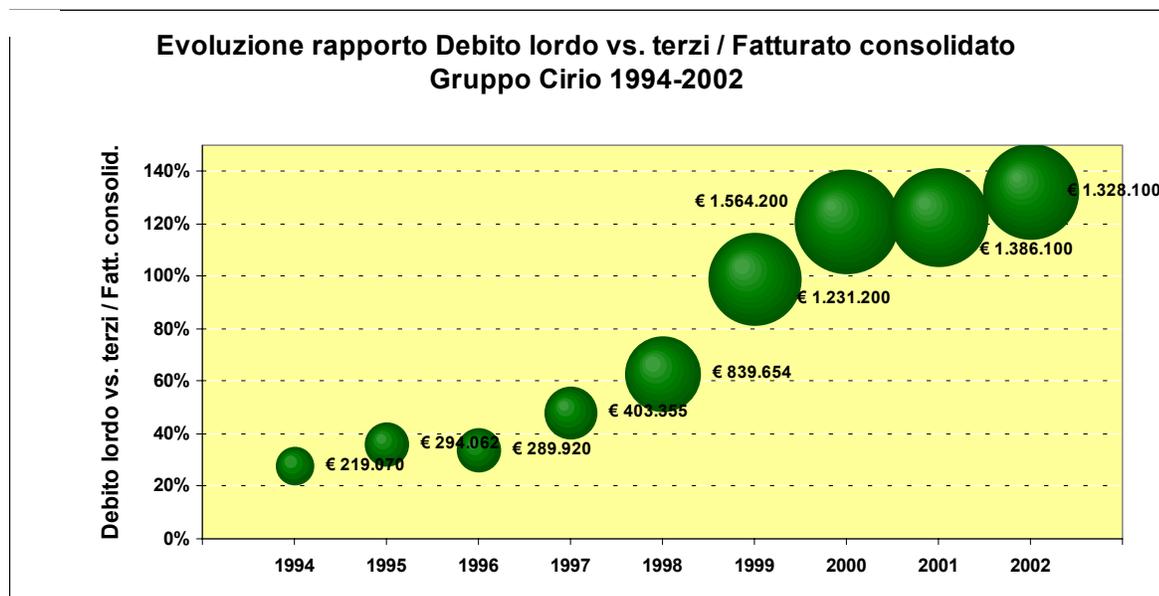
Il Gruppo Cirio diventa così un gigante internazionale, che nel 1999 ha un attivo totale consolidato di 1,8 mld. di Euro e un fatturato di Gruppo pari a oltre 1,2 mld. di Euro. L'esborso connesso solo alle suddette acquisizioni di maggior rilievo, tuttavia, raggiunge un importo totale nell'ordine di circa 640 mln. di Euro (1.240 mld. di lire; vedasi tabella seguente), con il pagamento di grosse somme a titolo di avviamento o di valori di marchi (a fine 1999 le immobilizzazioni immateriali consolidate, in larghissima parte a fronte di licenze, marchi e avviamento commerciale, superano i 600 mln. di Euro, praticamente quanto il patrimonio consolidato di Gruppo).

Data	Acquisita	%	Cedente	Importo (Lit. mldi)	Note
1997	Lazio	90%	C&P	86	
1998	Del Monte	36%	AAC	213	
1999	Lazio	16%	C&P	132	quota di controllo post OPA del 1998
1999	Bombriil	38%	C&P	438	prezzo al netto della quota non pagata (180 mldi ca.)
2000	Del Monte	fino a 100%	mercato	370	OPA lanciata primi mesi 2000 ma decisione 1999
TOTALE			Lit. mldi	1.239	

Tale sforzo finanziario, nonostante la cessione del settore latte a Parmalat con una consistente plusvalenza, determina una improvvisa crescita dell'indebitamento finanziario lordo, che a fine 1999 supererà il miliardo di Euro, di cui oltre l'85% nei confronti del sistema bancario.

- III. nel **triennio 2000-2002**, realizzata la nuova strategia di diversificazione del Gruppo, il suo *management* è costretto a profondere sempre crescenti energie per gestire l'enorme indebitamento derivante in larga parte dalle acquisizioni effettuate. A fine '99 il debito consolidato lordo

del Gruppo supera il livello di 1,2 mld. di Euro²¹, praticamente quanto il fatturato e circa 2 volte il patrimonio netto di Gruppo.



Tale debito risulta inoltre pesantemente squilibrato, essendo in gran parte a breve termine a fronte di investimenti i cui ritorni non possono che essere di medio-lungo termine, coerentemente con le loro caratteristiche tipiche (le già citate immobilizzazioni immateriali vengono ammortizzate su orizzonti anche pluridecennali, essendo ritenute produttive di utilità aziendale per periodi molto lunghi e quindi in grado di portare ritorni economici e finanziari costanti ma molto diluiti nel tempo). La strada tentata per ristrutturare l'esposizione debitoria del Gruppo, come verrà meglio chiarito in seguito, è rappresentata dall'emissione di *notes* sui mercati finanziari, destinati a operatori istituzionali, con i quali

²¹ Tale importo si riduce a meno della metà se si considerano i crediti finanziari a breve, classificati liquidi e immediatamente esigibili, per circa 700 mln. di Euro, 2/3 dei quali tuttavia vantati da Bombril nei confronti della controllante C&P. Importi poi risultati immobilizzati negli anni successivi e definitivamente svalutati nel 2002, in quanto ritenuti completamente inesigibili.

consolidare il debito e allungarne la scadenza media. Tale tentativo, che naufragherà con il *default* di fine 2002, avrà inoltre inevitabili ripercussioni anche sulle performance industriali e di mercato delle società operative, come verrà meglio illustrato di seguito.

Le tavole che seguono riassumono i principali dati economico, patrimoniali e finanziaria del Gruppo Cirio nel periodo 1994-2002, come emergono dai bilanci ufficiali di Cirio Finanziaria, società quotata alla Borsa valori di Milano che ha redatto il bilancio consolidato lungo l'intero periodo di osservazione.

BILANCIO CONSOLIDATO CIRIO FINANZIARIA SpA

Dati in € '000

CONTO ECONOMICO	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002									
Valore della produzione	777.872	100%	808.389	100%	851.292	100%	837.717	100%	1.335.041	100%	1.244.324	100%	1.293.020	100%	1.131.182	100%	1.003.729	100%
Consumi di materie prime e servizi	(635.061)	(82%)	(667.390)	(83%)	(691.378)	(81%)	(676.784)	(81%)	(1.100.019)	(82%)	(987.441)	(79%)	(915.281)	(71%)	(809.231)	(72%)	(775.812)	(77%)
Margine di contribuzione lordo	142.811	18%	140.998	17%	159.915	19%	160.933	19%	235.022	18%	256.883	21%	377.739	29%	321.951	28%	227.917	23%
Altri costi operativi	(7.189)	(1%)	(4.490)	(1%)	(6.242)	(1%)	(6.774)	(1%)	(9.618)	(1%)	(15.400)	(1%)	(34.922)	(3%)	(29.845)	(3%)	(15.626)	(2%)
Costo del lavoro	(78.135)	(10%)	(72.505)	(9%)	(78.170)	(9%)	(83.247)	(10%)	(140.115)	(10%)	(180.508)	(15%)	(256.587)	(20%)	(225.997)	(20%)	(124.674)	(12%)
Margine operativo lordo (EBITDA)	57.487	7%	64.003	8%	75.503	9%	70.912	8%	85.289	6%	60.975	5%	86.230	7%	66.109	6%	87.617	9%
Ammortamenti	(36.708)	(5%)	(37.835)	(5%)	(39.908)	(5%)	(41.459)	(5%)	(59.289)	(4%)	(64.949)	(5%)	(96.550)	(7%)	(100.794)	(9%)	(44.507)	(4%)
<i>Ammortamenti immobilizzazioni immateriali</i>	<i>(19.764)</i>		<i>(20.172)</i>		<i>(20.531)</i>		<i>(20.792)</i>		<i>(29.755)</i>		<i>(39.408)</i>		<i>(62.950)</i>		<i>(69.916)</i>		<i>(15.757)</i>	
<i>Ammortamenti immobilizzazioni fisse</i>	<i>(16.944)</i>		<i>(17.663)</i>		<i>(19.377)</i>		<i>(20.667)</i>		<i>(29.534)</i>		<i>(25.541)</i>		<i>(33.600)</i>		<i>(30.878)</i>		<i>(28.750)</i>	
Accantonamenti e svalutazioni	(4.483)	(1%)	(7.087)	(1%)	(4.776)	(1%)	(2.114)	(0%)	(17.913)	(1%)	(30.400)	(2%)	(26.664)	(2%)	(43.042)	(4%)	(25.885)	(3%)
<i>Accantonamenti per rischi e altri</i>	<i>(1.256)</i>		<i>(2.105)</i>		<i>(445)</i>		<i>(245)</i>		<i>(7.625)</i>		<i>(13.124)</i>		<i>(15.758)</i>		<i>(21.375)</i>		<i>(12.424)</i>	
<i>Svalutazione immobilizzazioni e crediti attivo circolante</i>	<i>(3.100)</i>		<i>(1.603)</i>		<i>(1.629)</i>		<i>(2.837)</i>		<i>(4.881)</i>		<i>(11.403)</i>		<i>(9.952)</i>		<i>(3.958)</i>		<i>(10.281)</i>	
<i>Rettifiche di valore di attività finanziarie</i>	<i>(128)</i>		<i>(3.379)</i>		<i>(2.703)</i>		<i>968</i>		<i>(5.407)</i>		<i>(5.873)</i>		<i>(954)</i>		<i>(17.709)</i>		<i>(3.180)</i>	
Reddito operativo (EBIT)	16.295	2%	19.081	2%	30.819	4%	27.339	3%	8.087	1%	(34.374)	(3%)	(36.984)	(3%)	(77.727)	(7%)	17.225	2%
(Oneri)/proventi finanziari	(17.724)	(2%)	(24.579)	(3%)	(19.784)	(2%)	(24.332)	(3%)	(41.981)	(3%)	(39.285)	(3%)	(78.553)	(6%)	(67.124)	(6%)	(85.814)	(9%)
Altri oneri e proventi	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
(Oneri)/proventi straordinari	51.775	7%	21.837	3%	9.363	1%	(349)	(0%)	18.320	1%	201.244	16%	38.093	3%	148.490	13%	(946.122)	(94%)
Risultato ante-imposte	50.347	6%	16.339	2%	20.397	2%	2.658	0%	(15.574)	(1%)	127.585	10%	(77.444)	(6%)	3.639	0%	(1.014.711)	(101%)
Imposte	(24.379)	(3%)	(7.477)	(1%)	(9.378)	(1%)	(1.203)	(0%)	(9.807)	(1%)	(26.329)	(2%)	25.228	2%	23.593	2%	32.575	3%
Risultato netto di Gruppo	25.968	3%	8.862	1%	11.020	1%	1.455	0%	(25.381)	(2%)	101.256	8%	(52.216)	(4%)	27.232	2%	(982.136)	(98%)

Fonte: bilancio consolidato Cirio Finanziaria

BILANCIO CONSOLIDATO CIRIO FINANZIARIA SpA

Dati in € '000

STATO PATRIMONIALE (FONTI / IMPIEGHI)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002									
<i>Impieghi</i>																		
Attività correnti	277.270	84%	307.388	80%	363.649	82%	403.991	76%	725.600	77%	757.300	64%	877.600	61%	868.000	67%	469.100	57%
Passività correnti	(211.447)	(64%)	(219.845)	(58%)	(236.132)	(53%)	(236.064)	(45%)	(565.900)	(60%)	(533.500)	(45%)	(680.100)	(47%)	(465.300)	(36%)	(234.700)	(29%)
Capitale circolante netto	65.823	20%	87.543	23%	127.517	29%	167.927	32%	159.700	17%	223.800	19%	197.500	14%	402.700	31%	234.400	28%
Immobilizzazioni materiali nette	182.014	55%	206.846	54%	215.867	49%	215.831	41%	464.600	49%	374.800	32%	503.700	35%	444.400	34%	361.900	44%
Immobilizzazioni immateriali nette	149.985	46%	138.803	36%	142.755	32%	132.002	25%	379.100	40%	603.800	51%	848.600	59%	491.400	38%	374.000	45%
Immobilizzazioni finanziarie	7.243	2%	7.858	2%	6.083	1%	52.616	10%	42.000	4%	66.600	6%	12.700	1%	76.400	6%	2.700	0%
Totale attività immobilizzate	339.242	103%	353.507	92%	364.705	82%	400.449	76%	885.700	94%	1.045.200	88%	1.365.000	95%	1.012.200	78%	738.600	90%
Capitale investito	405.065	123%	441.050	115%	492.222	111%	568.376	108%	1.045.400	111%	1.269.000	107%	1.562.500	108%	1.414.900	109%	973.000	118%
Fondo TFR	(24.321)	(7%)	(24.846)	(6%)	(25.744)	(6%)	(27.419)	(5%)	(35.000)	(4%)	(15.200)	(1%)	(17.700)	(1%)	(12.500)	(1%)	(13.100)	(2%)
Altre passività	(52.492)	(16%)	(33.916)	(9%)	(22.881)	(5%)	(12.332)	(2%)	(66.400)	(7%)	(65.400)	(6%)	(101.000)	(7%)	(99.200)	(8%)	(137.200)	(17%)
Capitale investito netto	328.253	100%	382.288	100%	443.597	100%	528.624	100%	944.000	100%	1.188.400	100%	1.443.800	100%	1.303.200	100%	822.700	100%
<i>Fonti</i>																		
Banche	172.000	52%	188.880	49%	284.420	64%	349.580	66%	768.340	81%	873.720	74%	742.549	51%	551.570	42%	335.380	41%
<i>di cui: a breve</i>	<i>171.931</i>		<i>176.755</i>		<i>202.685</i>		<i>268.513</i>		<i>553.440</i>		<i>654.068</i>		<i>582.368</i>		<i>428.327</i>		<i>234.821</i>	
<i>a medio / lungo</i>	<i>68</i>		<i>12.124</i>		<i>81.735</i>		<i>81.067</i>		<i>214.900</i>		<i>219.652</i>		<i>160.181</i>		<i>123.243</i>		<i>100.559</i>	
Debiti verso altri finanziatori	46.833	14%	105.162	28%	5.501	1%	33.313	6%	49.060	5%	145.684	12%	175.944	12%	46.302	4%	27.944	3%
Obbligazioni	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	53.207	4%	406.439	28%	729.322	56%	856.409	104%
Altri debiti	237	0%	21	0%	0	0%	20.462	4%	22.254	2%	158.589	13%	239.268	17%	58.906	5%	108.367	13%
Mezzi di terzi	219.070	67%	294.062	77%	289.920	65%	403.355	76%	839.654	89%	1.231.200	104%	1.564.200	108%	1.386.100	106%	1.328.100	161%
Cassa o crediti finanziari verso terzi	(19.831)	(6%)	(15.137)	(4%)	(25.500)	(6%)	(35.786)	(7%)	(96.113)	(10%)	(244.546)	(21%)	(191.401)	(13%)	(105.164)	(8%)	(103.600)	(13%)
Posizione finanziaria netta VERSO TERZI	199.239	61%	278.925	73%	264.420	60%	367.569	70%	743.541	79%	986.654	83%	1.372.799	95%	1.280.936	98%	1.224.500	149%
Crediti verso consociate/controllanti/controllate	(130)	(0%)	(60.022)	(16%)	(18.754)	(4%)	(34.018)	(6%)	(92.441)	(10%)	(452.254)	(38%)	(606.299)	(42%)	(536.436)	(41%)	0	0%
Posizione finanziaria netta	199.109	61%	218.903	57%	245.666	55%	333.551	63%	651.100	69%	534.400	45%	766.500	53%	744.500	57%	1.224.500	149%
Patrimonio netto	129.144	39%	163.385	43%	197.931	45%	195.074	37%	292.900	31%	654.000	55%	677.300	47%	558.700	43%	(401.800)	(49%)
Totale fonti	328.253	100%	382.288	100%	443.597	100%	528.624	100%	944.000	100%	1.188.400	100%	1.443.800	100%	1.303.200	100%	822.700	100%

Fonte: bilancio consolidato Cirio Finanziaria

BILANCIO CONSOLIDATO CIRIO FINANZIARIA SpA

Dati in € '000

RENDICONTO FINANZIARIO	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Posizione finanziaria netta iniziale	(199.109)	(218.903)	(245.666)	(333.551)	(651.100)	(534.400)	(766.500)	(744.500)
Posizione finanziaria netta finale	(218.903)	(245.666)	(333.551)	(651.100)	(534.400)	(766.500)	(744.500)	(1.224.500)
VARIAZIONE POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	(19.794)	(26.763)	(87.885)	(317.549)	116.700	(232.100)	22.000	(480.000)
composta da:								
<i>variazione banche</i>	(16.880)	(95.540)	(65.160)	(418.760)	(105.380)	131.171	190.979	216.190
<i>variazione altri finanziatori</i>	(58.112)	99.682	(48.274)	(17.539)	(232.959)	(110.939)	310.004	(31.103)
<i>variazione obbligazioni</i>	0	0	0	0	(53.207)	(353.232)	(322.883)	(127.087)
<i>variazione (debiti) / crediti infragruppo</i>	59.892	(41.268)	15.264	58.422	359.813	154.046	(69.863)	(536.436)
<i>variazione cassa / crediti a vista verso terzi</i>	(4.694)	10.363	10.286	60.328	148.433	(53.146)	(86.237)	(1.564)
Flusso di cassa gestione caratteristica	35.115	50.753	49.424	144.405	34.145	120.620	68.825	113.240
Flusso di cassa gestione extra-caratteristica e straordinaria	11.844	5.058	(191)	29.856	159.714	25.684	114.143	(915.749)
Variazione Netta Capitale Circolante Netto	(23.323)	(41.603)	(43.247)	3.346	(75.503)	16.348	(209.158)	158.019
Variazione Immobilizzazioni	(55.479)	(53.809)	(76.235)	(549.947)	(230.322)	(417.304)	234.297	225.913
<i>di cui: variazione netta immobilizzazioni fisse</i>	(42.495)	(28.398)	(20.631)	(278.303)	64.259	(162.500)	28.422	53.750
<i>variazione netta immobilizzazioni immateriali</i>	(8.990)	(24.483)	(10.039)	(276.853)	(264.108)	(307.750)	287.284	101.643
<i>variazione netta immobilizzazioni finanziarie</i>	(3.994)	(928)	(45.565)	5.209	(30.473)	52.946	(81.409)	70.520
Variazione Patrimonio Netto Consolidato	25.379	23.526	(4.312)	123.207	259.844	75.516	(145.832)	21.636
Oneri finanziari	(13.331)	(10.688)	(13.323)	(68.417)	(31.178)	(52.964)	(40.274)	(83.059)
TOTALE (check)	(19.794)	(26.763)	(87.885)	(317.549)	116.700	(232.100)	22.000	(480.000)

Fonte: bilancio consolidato Cirio Finanziaria

PRINCIPALI OPERAZIONI STRAORDINARIE (CON IMPORTI)

Acquisti ('94)	€ mln	Acquisti	€ mln	Acquisti	€ mln	Acquisti	€ mln	Acquisti	€ mln	Acquisti	€ mln
ALA (C&P)	145	Latte Ancona	7	Lazio (C&P)	44	Arlecchino	9	Lazio	72	Del Monte	191
Zignago (C&P)		Latte Napoli	3	Panificio Mod.	4	Peixe	23	Bombriil (da C&I)	320	Tevere (da C&I)	86
Torvis (Monted)	15	Latte crudo	4			CISIM Food	6	Sopragol	6		
Sopragol						Latte Roma	41				
2 immobiliari	22					Del Monte	110				
Cessioni	€ mln	Cessioni	€ mln	Cessioni	€ mln	Cessioni	€ mln	Cessioni	€ mln	Cessioni	€ mln
Bertolli (Terzi)	145			Cirio (a Bombriil)	393	Lazio (IPO)		Eurolat (latte)	387	Lazio (16%)	40
Castellino								Pacific (IPO)			

4.1.1 Il periodo 1994-1996

Il 1 marzo 1994 la Finanziaria Cirio Bertolli De Rica s.p.a. (oggi Cirio Finanziaria s.p.a.) viene ceduta dall'IRI e, pochi mesi dopo, entra definitivamente nel gruppo Cagnotti & Partners. Inizialmente la Società è operativa principalmente in tre settori: lattiero caseario, conserve ed olio (oltre alla produzione e commercializzazione di vino in busta con il marchio CASTELLINO).

In questo primo triennio di vita il Gruppo Cirio, ceduta alla Unilever la Bertolli (olio), consolida e sviluppa i due *business* residui del lattiero-caseario e delle conserve, con i risultati riassunti nella tabella seguente.

PRINCIPALI DATI ECONOMICO-PATRIMONIALI CONSOLIDATI

GRUPPO CIRIO (PERIODO 1994 - 1996)

Dati in € '000

	1994		1995		1996	
Principali risultati economici						
Valore della produzione	777.872	100%	808.389	100%	851.292	100%
Margine operativo lordo (EBITDA)	57.487	7,4%	64.003	7,9%	75.503	8,9%
Reddito operativo (EBIT)	16.295	2,1%	19.081	2,4%	30.819	3,6%
(Oneri)/proventi finanziari	(17.724)	(2,3%)	(24.579)	(3,0%)	(19.784)	(2,3%)
(Oneri)/proventi straordinari	51.775	6,7%	21.837	2,7%	9.363	1,1%
Risultato ante-imposte	50.347	6,5%	16.339	2,0%	20.397	2,4%
Principali grandezze patrimoniali						
Capitale circolante netto	65.823	20%	87.543	23%	127.517	29%
Totale attività immobilizzate	339.242	103%	353.507	92%	364.705	82%
di cui: Immobilizzazioni materiali nette	182.014	55%	206.846	54%	215.867	49%
Immobilizzazioni immateriali nette	149.985	46%	138.803	36%	142.755	32%
Immobilizzazioni finanziarie	7.243	2%	7.858	2%	6.083	1%
Capitale investito netto	328.253	100%	382.288	100%	443.597	100%
Posizione finanziaria netta	199.109	61%	218.903	57%	245.666	55%
di cui: banche	172.000	52%	188.880	49%	284.420	64%
obbligazioni	0	0%	0	0%	0	0%
crediti verso controllante/ consociate/ controllate	(130)	(0%)	(60.022)	(16%)	(18.754)	(4%)
Patrimonio netto	129.144	39%	163.385	43%	197.931	45%

Fonte: bilancio consolidato Cirio Finanziaria

Nel triennio il valore della produzione cresce di circa il 10%, con una forte prevalenza del fatturato dal *business* "latte", pari già nel '94 ad oltre 500 mln.

di Euro, raggiunto con marchi di grande tradizione quali Berna, Matese, Torre in Pietra, Solac, Calabrialatte, Polenghi Stella, Ala, Torvis e Optimus. Con tali marchi il Gruppo già nel 1995 è *leader* nel mercato italiano del latte fresco (24% di quota di mercato) e il secondo operatore nazionale nel latte a lunga conservazione (13%).

Nel settore delle conserve i marchi Cirio e De Rica assicurano al Gruppo la leadership del mercato nazionale, con una quota che nel 1995 supera il 23%. L'andamento reddituale del Gruppo evidenzia una particolare attenzione alla redditività operativa, come si evidenzia dalla costante crescita sia dell'EBITDA che dell'EBIT in rapporto al fatturato.

Da un punto di vista patrimoniale e finanziario, nel triennio si nota una rilevante crescita del capitale investito netto, che si incrementa di circa il 35% dal 1994 al 1996. Tale incremento è connesso in primo luogo ad una serie di acquisizioni, che determinano a livello consolidato la crescita sia delle immobilizzazioni che del capitale circolante, tra le quali spiccano:

- Acquisizione dal Gruppo C&P dell'intero pacchetto azionario di ALA – Approvvigionamenti Latte Alimentare s.p.a. e Polenghi Lombardo s.p.a. per Euro 145 mln. circa (1994)
- Acquisizione della Torvis Srl dal Gruppo Montedison per Euro 15 mln. circa (1994)
- Acquisizione delle attività della centrale del latte di Legnano dal Comune di Legnano per Euro 2 mln. circa (1994)
- Acquisizione del 70% della Sopragol S.A., società portoghese attiva nel settore conserviero (a più riprese tra il 1995 e il 1996).
- Acquisizione delle società immobiliari Orione s.p.a. e Nuova Acisa Srl, con immobili a Firenze e Venezia, per circa Euro 21 mln. (1995).
- Acquisto della Centrale del Latte di Ancona per Euro 7 mln. circa (1996).

- Acquisto in Campania del marchio Centrale del Latte di Napoli per Euro 3 mln. e di una azienda per la raccolta ed il trasporto del latte crudo per Euro 4 mln. circa (1996)²².

Per finanziare la crescita la Capogruppo ha a disposizione i proventi della cessione del ramo Bertolli, realizzata nel 1994 ad un prezzo di circa 108 mln. di Euro, e del marchio Castellino, con un incasso di circa 22 mln. di Euro (1995). Oltre a queste risorse, la società ricorre anche a mezzi propri e a debito. Nel 1995 viene lanciato un aumento di capitale per 56 mln. di Euro, integralmente sottoscritto dalla controllante Cirio Holding (circa 33 mln.) e dal mercato tra il 1995 e il 1996, mentre anche la posizione finanziaria netta cresce dai circa 200 mln. di Euro del 1994 a poco meno di 250 mln. nel 1996 (mantenendosi tuttavia in un intorno del 55-60% del capitale investito netto). Con tali mezzi il Gruppo effettua anche investimenti tecnici per oltre 40 mln. di Euro nel triennio, evidenziando un impegno allo sviluppo e al recupero di efficienza produttiva.

Viene infine avviata anche una politica di riorganizzazione, che porta ad una riduzione del personale a fine anno da 1919 a 1856 unità nel 1995.

²² Altre operazioni straordinarie nel triennio sono state:

- Acquisizione di Comarsa SA e di Cirio Company Limited, società commerciali operanti rispettivamente in Svizzera e Gran Bretagna (1994), poi conferite alla neo-costituita Cirio International BV (che diventa titolare di tutte le attività commerciali internazionali).
- Acquisizione del 14,7% di S.p.a.i S.p.a., società conserviera operante in Italia meridionale, per circa 5 mln. di Euro (1994).
- Joint-Venture in Francia (CIRADOUR) con una cooperativa di produttori agricoli per lo sviluppo del settore conserviero (1996).
- Cessione della partecipazione detenuta in Woodchuck (1996).
- Svalutazione della partecipazione in S.P.A.I S.p.a. per Euro 2,5 mln. circa (1996).
- Acquisto del 41% di Italcatering (1996).

L'analisi economico-finanziaria dell'andamento del Gruppo Cirio in questo triennio, riassunta nella tavola seguente, consente di sottolineare alcuni elementi di particolare rilievo.

ANALISI ECONOMICO - FINANZIARIA RISULTATI CONSOLIDATI

GRUPPO CIRIO (PERIODO 1994 - 1996)

Dati in € '000

	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>
<u>Rendiconto finanziario</u>			
Variazione Posizione Finanziaria Netta (PFN)		(19.794)	(26.763)
composta da:			
<i>variazione banche</i>		(16.880)	(95.540)
<i>variazione altri finanziatori</i>		(58.112)	99.682
<i>variazione obbligazioni</i>		0	0
<i>variazione (debiti) / crediti infragruppo</i>		59.892	(41.268)
<i>variazione cassa / crediti a vista verso terzi</i>		(4.694)	10.363
Determinanti della variazione della PFN			
Flusso di cassa gestione caratteristica		35.115	50.753
Flusso di cassa gestione extra-caratteristica e straordinaria		11.844	5.058
Variazione Netta Capitale Circolante Netto		(23.323)	(41.603)
Variazione netta immobilizzazioni fisse		(42.495)	(28.398)
Variazione netta immobilizzazioni immateriali		(8.990)	(24.483)
Variazione netta immobilizzazioni finanziarie		(3.994)	(928)
Variazione Patrimonio Netto Consolidato		25.379	23.526
Oneri finanziari		(13.331)	(10.688)
<u>Analisi per indici</u>			
<u>Principali indicatori di struttura</u>			
Rapporto di indebitam. (Debito/Debito+Patr. Netto)	61%	57%	55%
Interest coverage (EBIT / Interessi)	92%	78%	156%
PFN vs. terzi / EBITDA	3,5x	4,4x	3,5x
PFN / EBITDA	3,5x	3,4x	3,3x
PFN vs. terzi / Ricavi	0,3x	0,3x	0,3x
<u>Principali indicatori di efficienza / redditività</u>			
EBITDA/Ricavi	7,4%	7,9%	8,9%
R.O.S (EBIT/Ricavi)	2,1%	2,4%	3,6%
R.O.I. (EBIT/Capitale Investito Netto)	5,0%	5,0%	6,9%
R.O.E. (Utile netto / Patr. Netto)	20,1%	5,4%	5,6%
Costo del lavoro/Ricavi	10,0%	9,0%	9,2%
Proventi (oneri) straordinari/Ricavi	6,7%	2,7%	1,1%
Tasso di crescita ricavi	n.d.	3,9%	5,3%

Fonte: bilancio consolidato Cirio Finanziaria

Da un punto di vista strutturale si nota come la struttura finanziaria del Gruppo si mantenga sostanzialmente equilibrata. La Posizione Finanziaria

Netta (di seguito anche “PFN”) cresce in valore assoluto ma si stabilizza sia nei confronti dell’EBITDA²³ (in un *range* compreso tra 3 e 4 volte) sia del fatturato, mentre anche il debito appare stabile nell’intorno del 55-60% del patrimonio netto.

L’andamento finanziario descritto appare tuttavia composto da una notevole crescita dell’indebitamento bancario, che consente di ridurre la voce “altri finanziatori” e gestire in maniera dinamica i rapporti di debito / credito infragruppo, che calano sensibilmente nel 1995 per risalire poi nell’anno seguente²⁴.

Il saldo netto, corrispondente ad un peggioramento in valore assoluto della PFN per oltre 45 mln. di Euro tra il 1994 e il 1996, viene in gran parte assorbito dall’incremento delle immobilizzazioni e del circolante, che il flusso di cassa della gestione caratteristica e gli incrementi del patrimonio netto non riescono a compensare.

La crescita dell’indebitamento lordo, tuttavia, determina un conseguente incremento degli oneri finanziari. L’*interest coverage*²⁵ risulta inferiore all’unità

²³ Si ricorda che l’EBITDA dà una indicazione di massima della cassa generata dall’attività operativa, disponibile per investimenti tecnici, per il finanziamento del circolante e il rimborso del debito, nonché l’eventuale remunerazione del capitale proprio. Esso viene quindi largamente usato come indicatore sintetico della capacità di un’azienda di sostenere il proprio debito.

²⁴ Tale andamento testimonia l’avvio di una gestione della finanza molto integrata a livello di Gruppo Cirio, che si consoliderà nel corso di tutti gli anni successivi, con una tendenza alla raccolta di risorse finanziarie da parte delle società del Gruppo ritenute di volta in volta preferibili e la loro successiva redistribuzione anche alle altre società del Gruppo stesso.

²⁵ L’*interest coverage* esprime il rapporto tra il reddito operativo (EBIT) e gli oneri finanziari netti, che dall’EBIT devono essere coperti. Un valore inferiore all’unità, pertanto, denota l’incapacità della gestione caratteristica di fornire i mezzi sufficienti al pagamento degli interessi sul debito. Esso quindi è un importante indicatore dei rischi di “avvitamento finanziario”, conseguenti all’incapacità di “reggere” il debito con i normali flussi generati dall’attività caratteristica.

sia nel 1994 che nel 1996, evidenziando quindi una redditività operativa che non riesce a coprire gli interessi derivanti dalla struttura finanziaria del Gruppo.

Passando invece ad un'analisi di efficienza del Gruppo, si nota immediatamente come tutti gli indicatori di redditività operativa migliorino costantemente nel corso del triennio, a testimonianza di una particolare attenzione alla gestione operativa del Gruppo e ad una crescita equilibrata anche dal lato della salvaguardia dei risultati economici.

Dal momento che il Gruppo Cirio opera anche come holding finanziaria, esso esprime la propria redditività sia attraverso la gestione operativa delle proprie partecipate (da cui i margini operativi), sia attraverso l'attività "straordinaria" di acquisizione e cessione di partecipazioni. I risultati di tale attività sono stati generalmente allocati tra le poste "straordinarie", in modo da non ingenerare interpretazioni potenzialmente fuorvianti circa l'effettiva redditività dell'attività industriale del Gruppo.

Facendo dunque riferimento anche a questo aspetto, emerge immediatamente come il contributo della gestione non industriale sia rilevantisissimo nel 1994, quando oltre 50 mln. di Euro di proventi straordinari netti (pari a circa il 7% del fatturato e dovuti in larga parte alla cessione del ramo Bertolli a Unilever con una plusvalenza di circa Euro 63 mln.) consentono di compensare una gestione caratteristica deficitaria (con un *interest coverage* inferiore ad 1) e raggiungere un consistente utile di esercizio, corrispondente ad un ROE²⁶ di oltre il 20%.

La voce "proventi straordinari" è rilevante anche nel 1995, raggiungendo il 2,7% dei ricavi e, seppur per importi molto inferiori, è presente anche nel

²⁶ Il ROE (Return On Equity), pari al rapporto tra il risultato netto di esercizio e la dotazione di patrimonio netto, esprime la redditività dei mezzi propri investiti in un'azienda, sia che essa derivi dall'attività caratteristica sia che invece provenga da operazioni non caratteristiche o comunque straordinarie.

1996, evidenziando come il Gruppo effettui operazioni che singolarmente risultano di natura straordinaria ma che in termini complessivi determinano impatti relativamente regolari sul conto economico.

4.1.2 Il periodo 1997-1999

Il 1997 è l'anno di avvio della strategia di diversificazione del Gruppo Cirio, che si realizza sia con l'ingresso in nuovi settori di *business* che con l'espansione su nuovi mercati internazionali, con i risultati economico-patrimoniali sintetizzati nella tabella seguente.

PRINCIPALI DATI ECONOMICO-PATRIMONIALI CONSOLIDATI

GRUPPO CIRIO (PERIODO 1997 - 1999)

Dati in € '000

	1997		1998		1999	
Principali risultati economici						
Valore della produzione	837.717	100%	1.335.041	100%	1.244.324	100%
Margine operativo lordo (EBITDA)	70.912	8,5%	85.289	6,4%	60.975	4,9%
Reddito operativo (EBIT)	27.339	3,3%	8.087	0,6%	(34.374)	(2,8%)
(Oneri)/proventi finanziari	(24.332)	(2,9%)	(41.981)	(3,1%)	(39.285)	(3,2%)
(Oneri)/proventi straordinari	(349)	(0,0%)	18.320	1,4%	201.244	16,2%
Risultato ante-imposte	2.658	0,3%	(15.574)	(1,2%)	127.585	10,3%
Principali grandezze patrimoniali						
Capitale circolante netto	167.927	32%	159.700	17%	223.800	19%
Totale attività immobilizzate	400.449	76%	885.700	94%	1.045.200	88%
di cui: Immobilizzazioni materiali nette	215.831	41%	464.600	49%	374.800	32%
Immobilizzazioni immateriali nette	132.002	25%	379.100	40%	603.800	51%
Immobilizzazioni finanziarie	52.616	10%	42.000	4%	66.600	6%
Capitale investito netto	528.624	100%	944.000	100%	1.188.400	100%
Posizione finanziaria netta	333.551	63%	651.100	69%	534.400	45%
di cui: banche	349.580	66%	768.340	81%	873.720	74%
obbligazioni	0	0%	0	0%	53.207	4%
crediti verso controllante/ consociate/ controllate	(34.018)	(6%)	(92.441)	(10%)	(452.254)	(38%)
Patrimonio netto	195.074	37%	292.900	31%	654.000	55%

Fonte: bilancio consolidato Cirio Finanziaria

Le grandezze di bilancio evidenziano immediatamente l'esplosione dimensionale del Gruppo, il cui capitale investito netto passa dai circa 440

mln. di Euro del 1996 ai circa 1.200 mln. del 1999, quasi triplicando. La crescita è in larghissima maggioranza attribuibile alle immobilizzazioni, sia materiali che immateriali, che complessivamente triplicano dai circa 350 mln. di Euro del 1996 agli oltre 970 mln. del 1999.

La crescita delle immobilizzazioni è determinata in massima parte dalla strategia di grandi acquisizioni, che nel triennio in esame portano il Gruppo Cirio a focalizzare l'attività tradizionale nel settore conserviero (nel 1997 l'intero *business* del latte viene ceduto) e a diversificarsi nel settore della frutta in scatola e in succhi (con l'acquisizione della sudafricana Del Monte Royal), della detergenza domestica (con l'acquisto della brasiliana Bombril) e dell'*entertainment* (con l'acquisizione del controllo della Società Sportiva Lazio). Di seguito sono riassunte le principali operazioni straordinarie effettuate nel triennio.

- Nel gennaio 1997 è stata acquisita dal gruppo C&P l'89,7% della S.S. **Lazio** s.p.a. per circa Euro 44 mln.
- Sempre nel corso del 1997 il **gruppo Cirio è stato venduto dalla Cragnotti & Partners alla Bombril S.A.** (società facente capo allo stesso gruppo) e quindi tale società si è inserita nella catena del controllo, pagando un prezzo di 380 mld. di USD.
- Acquisizione della Cisim Food dalla società correlata Compagnia Mobiliare Italiana s.p.a. per complessivi 10 mln. di Euro circa (due tranches 1997 e 1998)
- Acquisto della Peixe, oggi Cirio Brasil SA, per circa Euro 23 mln (1998)²⁷.
- Acquisizione del controllo della Centrale del Latte di Roma s.p.a. dal Comune di Roma per un importo pari a circa 41 mln. di Euro (1998).

²⁷ La Peixe SA subito dopo l'acquisizione è stata finanziata per un importo pari a circa 36 mln. di Euro per effettuare acquisizioni di attività conserviere in Brasile e potenziare la crescita del marchio Cirio. Nel corso del 1999 sarà effettuato un aumento di capitale con tale credito.

- Quotazione in Borsa della S.S. Lazio s.p.a., realizzando una plusvalenza pari a circa 21 mln. di Euro (1998).
- Acquisizione di una partecipazione di controllo, pari a circa il 36%, nel Gruppo **Del Monte** Royal per un importo di 110 mln. di Euro (1998).
- Cessione, nel luglio del 1999, della **Eurolat** s.p.a. (cui era stato conferito l'intero settore lattiero-caseario del Gruppo Cirio) alla Parmalat s.p.a. per un valore complessivo di circa 390 mln. di Euro (con una plusvalenza pari a circa Euro 170 mln.).
- Acquisizione dalla consociata Compagnia Mobiliare Italiana s.p.a. di circa il 23% della Lazio, quota con cui si è raggiunto il controllo, per circa 72 mln. di Euro (1999).
- Acquisizione dalla controllante Cragnotti & Partners del 37,78% del capitale sociale (pari al 100% delle azioni ordinarie) della **Bombril** S.A. per circa 320 mln. di Euro²⁸, di cui poco più di 90 mln. non corrisposti in quanto parte delle azioni acquisite erano indisponibili in quanto gravate da pegno a favore di Newco International.
- Acquisizione del 70% della portoghese Sopragol SA per 6,5 mln. di Euro.
- Quotazione della Del Monte Pacific Ltd. alla Borsa di Singapore e parziale cessione delle quote (OPV).²⁹

²⁸ Si ricorda che nello stesso 1999, immediatamente prima della cessione del *business* latte alla Parmalat, la Cirio, controllata dal 1997 dalla Bombril, era stata riacquistata da Cragnotti & Partners allo stesso prezzo di USD 380 mln. Solo che, a differenza del passaggio precedente in cui acquirente era Bombril, stavolta la C&P non ha corrisposto tale prezzo alla Bombril stessa, facendo nascere la gran parte del credito verso parti correlate che poi sarà completamente svalutato nel corso del 2002.

²⁹ Nel corso del triennio 1997-1999 sono state perfezionate ulteriori operazioni straordinarie di minore rilievo:

- Incorporazione di Cirio Polenghi De Rica nella Cirio Finanziaria S.p.a., che quindi da holding di partecipazione è divenuta holding mista (perfezionata nel dicembre 1997 ma con effetti a far data dal 1° gennaio 1997).

Le acquisizioni vengono perfezionate in genere a prezzi significativamente maggiori del patrimonio netto delle società acquisite, riconoscendo quindi al venditore (spesso rappresentato dalla stessa controllante Cragnotti & Partners, come per Bombril e Lazio) rilevanti importi a titolo di avviamento. Tale circostanza emerge palesemente sempre dall'analisi del bilancio consolidato, nel quale spicca l'aumento delle immobilizzazioni immateriali, che quadruplicano da meno di 150 mln. di Euro a fine 1996 a oltre 600 mln. a fine 1999. Tale crescita deriva in netta maggioranza dalla valorizzazione di attività immateriali quali marchi, avviamento e licenze commerciali, acquisite con le società di cui il Gruppo ha assunto il controllo.

A fronte dell'incremento del capitale investito netto, dal lato delle fonti di finanziamento si rilevano due aspetti principali:

- 1) il patrimonio netto consolidato più che triplica, passando nel triennio da circa 200 mln. di Euro ad oltre 650 mln. Tale crescita tuttavia non deriva dall'immissione di mezzi freschi da parte della controllante Cragnotti & Partners, bensì dall'acquisizione del patrimonio degli azionisti terzi presenti nel capitale delle società acquisite (soprattutto azionisti di minoranza Del Monte Royal, Del Monte Pacific Limited, Bombril e Lazio post-quotazione).
- 2) L'indebitamento finanziario lordo, rappresentato in gran parte da debito bancario a breve, esplose, superando gli 870 mln. di Euro nel 1999 contro i circa 280 del 1996. La PFN invece nominalmente cresce meno, attestandosi a poco più di 530 mln. di Euro nel 1999, ma solo in quanto

-
- Joint-Venture con la Tri-Valley Growers negli USA per la commercializzazione dei prodotti a marchio Cirio (1997).
 - Acquisizione di Panificio Moderno S.p.a. per Euro 4 mln. circa (1997).
 - Joint-Venture con IBM Italia per i servizi informatici in outsourcing (1998).
 - Scioglimento della Joint-Venture con la Avril in Francia e cessione della stessa a Bonduelle per circa Euro 6 mln.
 - Acquisizione del marchio Just Juice.

parzialmente compensata da crediti finanziari verso la controllante C&P³⁰, poi rivelatisi inesigibili.

L'insieme delle due circostanze appena riassunte, in altri termini, evidenzia come le acquisizioni comportano un impegno finanziario enorme (oltre 600 mln. di Euro solo per le tre principali: Del Monte, Lazio e Bombril), coperto utilizzando esclusivamente mezzi interni del Gruppo e facendo larghissimo ricorso all'indebitamento, che nel 1999 supera abbondantemente i 900 mln. di Euro al netto delle attività finanziarie verso terzi e della cassa, nonostante gli introiti derivanti dalla cessione della Eurolat e dalla quotazione della Lazio. Tale indebitamento (una volta e mezza i mezzi propri) viene solo **nominalmente** ridimensionato dalla presenza tra le attività finanziarie liquide di **crediti verso la controllante che non solo si riveleranno di fatto immobilizzati nel corso degli anni successivi, ma risulteranno poi del tutto inesigibili nel 2002.**

Si noti peraltro che l'indebitamento lordo a fine '99 supera il livello di 1,2 mld. di Euro ed è in gran parte a breve termine, considerando che i debiti verso altri finanziatori sono prevalentemente debiti verso società di factoring, e quindi obbliga il Gruppo a rinegoziare le linee di credito con il sistema bancario entro i 12 mesi successivi.

L'analisi dell'andamento del conto economico consolidato evidenzia la forte crescita dei ricavi del Gruppo, i quali nel 1998 superano il livello di 1,3 mld. di

³⁰ A fine 1999 i crediti del Gruppo verso C&P erano costituiti da:

- credito di circa Euro 237 mln. vantato dalla Bombril Overseas Incorporated (controllata dalla quotata Bombril SA e conseguentemente dalla Cirio Finanziaria). L'incasso del credito era previsto dal management della società entro il 1999.
- credito di Euro 137 mln. della quotata Bombril SA verso la consociata Cragnotti & Partners Overseas Inc. e di Euro 74 mln. verso la rispettiva controllante Cragnotti&Partners Capital Investment Brasil SA. Tali importi rappresentano prevalentemente finanziamenti erogati dalla Bombril SA e dalla sua controllata a società del gruppo Cragnotti & Partners.

Euro, in gran parte a seguito del consolidamento di Del Monte Royal. L'aumento del fatturato è tuttavia accompagnato da una progressiva erosione dei margini. L'EBITDA si dimezza tra il 1996 e il 1999 e l'EBIT diventa addirittura negativo a fine triennio³¹, in seguito soprattutto a rilevanti ammortamenti sia di immobilizzazioni materiali che immateriali (queste ultime relative ai marchi e all'avviamento iscritti nei vari bilanci in seguito ai prezzi pagati per le varie acquisizioni).

L'insoddisfacente andamento della gestione caratteristica del Gruppo, cui si aggiungono oneri finanziari che raddoppiano a causa della crescita dell'indebitamento³², porta il Gruppo ad azzerare gli utili nel 1997 e ad una perdita consolidata di oltre 25 mln. nel 1998.

Nel 1999 il Gruppo ritorna ad un significativo utile, superiore ai 100 mln. di Euro, ma solo grazie ad oltre 200 mln. di Euro di proventi da classificare come straordinari, in quanto relativi principalmente a:

- ⇒ plusvalenza dalla cessione del *business* latte (Euro 170 mln. circa);
- ⇒ rivalutazione della partecipazione nella Del Monte Pacific Ltd con il metodo del patrimonio netto (effetto esclusivamente contabile);
- ⇒ plusvalenza derivante dalla parziale cessione della stessa Del Monte Pacific Ltd in occasione della sua quotazione alla borsa di Singapore.

³¹ Nel bilancio consolidato 1999 viene sottolineato, tuttavia, che tale situazione si capovolgerebbe se si considerassero i risultati anche della Del Monte Pacific, non consolidata nell'anno. Si nota comunque che l'uscita del settore latte, settore che storicamente aveva generato significativi risultati, fa emergere una situazione operativa del comparto conserve, detergenza e frutta (esclusa Del Monte Pacific) in flessione, con EBITDA ridotto a Euro 60 mln. (5% sul fatturato rispetto al 6% dell'anno precedente e all'8,5% del 1997).

³² È appena il caso di notare che anche gli oneri finanziari netti beneficiano dei proventi finanziari maturati sui crediti verso la controllante e capitalizzati, prima di essere svalutati insieme al credito originario nel 2002.

Le considerazioni appena svolte trovano piena conferma dall'analisi dei flussi finanziari consolidati e dei principali indicatori relativi al bilancio consolidato del triennio, che si riassume nella tabella seguente.

**ANALISI ECONOMICO - FINANZIARIA RISULTATI CONSOLIDATI
GRUPPO CIRIO (PERIODO 1997 - 1999)**

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>
<u>Rendiconto finanziario</u>			
Variazione Posizione Finanziaria Netta (PFN)	(87.885)	(317.549)	116.700
composta da:			
<i>variazione banche</i>	<i>(65.160)</i>	<i>(418.760)</i>	<i>(105.380)</i>
<i>variazione altri finanziatori</i>	<i>(48.274)</i>	<i>(17.539)</i>	<i>(232.959)</i>
<i>variazione obbligazioni</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>(53.207)</i>
<i>variazione (debiti) / crediti infragruppo</i>	<i>15.264</i>	<i>58.422</i>	<i>359.813</i>
<i>variazione cassa / crediti a vista verso terzi</i>	<i>10.286</i>	<i>60.328</i>	<i>148.433</i>
Determinanti della variazione della PFN			
Flusso di cassa gestione caratteristica	49.424	144.405	34.145
Flusso di cassa gestione extra-caratteristica e strac	(191)	29.856	159.714
Variazione Netta Capitale Circolante Netto	(43.247)	3.346	(75.503)
Variazione netta immobilizzazioni fisse	(20.631)	(278.303)	64.259
Variazione netta immobilizzazioni immateriali	(10.039)	(276.853)	(264.108)
Variazione netta immobilizzazioni finanziarie	(45.565)	5.209	(30.473)
Variazione Patrimonio Netto Consolidato	(4.312)	123.207	259.844
Oneri finanziari	(13.323)	(68.417)	(31.178)
<u>Analisi per indici</u>			
<u>Principali indicatori di struttura</u>			
Rapporto di indebitam. (Debito/Debito+Patr. Netto)	63%	69%	45%
Interest coverage (EBIT / Interessi)	112%	19%	-87%
PFN vs. terzi / EBITDA	5,2x	8,7x	16,2x
PFN / EBITDA	4,7x	7,6x	8,8x
PFN vs. terzi / Ricavi	0,4x	0,6x	0,8x
<u>Principali indicatori di efficienza / redditività</u>			
EBITDA/Ricavi	8,5%	6,4%	4,9%
R.O.S (EBIT/Ricavi)	3,3%	0,6%	-2,8%
R.O.I. (EBIT/Capitale Investito Netto)	5,2%	0,9%	-2,9%
R.O.E. (Utile netto / Patr. Netto)	0,7%	-8,7%	15,5%
Costo del lavoro/Ricavi	9,9%	10,5%	14,5%
Proventi (oneri) straordinari/Ricavi	0,0%	1,4%	16,2%
Tasso di crescita ricavi	-1,6%	59,4%	-6,8%

Fonte: bilancio consolidato Cirio Finanziaria

L'analisi evidenzia il netto peggioramento della PFN nel biennio 1997 – 1998, a seguito delle acquisizioni effettuate, che si riflettono nella netta crescita

delle immobilizzazioni, sia materiali che immateriali. Tale peggioramento è rappresentato in larga parte dall'aumento del debito bancario, in gran parte a breve e quindi strutturalmente inadeguato a finanziare acquisizioni dai ritorni attesi di medio-lungo periodo.

Nel 1999, invece, la PFN nominalmente migliora, nonostante l'esposizione verso le banche aumenti di ulteriori 105 mln. di Euro circa. Tale andamento è certamente connesso agli effetti positivi delle dismissioni effettuate (Eurolat e Del Monte Pacific Ltd, quest'ultima tramite quotazione), ma risente soprattutto dell'ormai noto incremento dei crediti finanziari verso la controllante.

Le ultime considerazioni si riflettono pienamente negli indicatori dell'equilibrio finanziario del Gruppo. Il rapporto PFN / EBITDA peggiora progressivamente fino a superare il livello di 8 volte nel 1999, che diventa di ben 16 volte se si escludono i crediti verso la controllante. Livelli che, comunque li si guardi, sono ben sopra la soglia di allarme. Ancora più allarmante appare l'*interest coverage*, che raggiunge il minimo di circa il 20% nel 1998 e diventa addirittura negativo nel 1999, testimoniando con estrema chiarezza che già in questi anni l'attività caratteristica del Gruppo non riusciva a produrre margini sufficienti a coprire gli oneri finanziari.

Il progressivo deterioramento dei risultati della gestione caratteristica del Gruppo è confermato dal crollo di tutti gli indicatori di redditività, addirittura negativi nel 1999. A tale ultimo risultato, peraltro, contribuisce pesantemente un rilevante aumento dell'incidenza del costo del lavoro sul fatturato; aumento che si può attribuire in gran parte al costo degli ingaggi dei giocatori della Lazio, i cui conti sono stati consolidati proprio a partire dal 1999 (unica modifica rilevante del perimetro del Gruppo rispetto al 1998).

Si noti, infine, l'improvvisa impennata dei proventi straordinari netti nel 1999, pari ad oltre il 16% del fatturato, a seguito degli accadimenti già riassunti in precedenza. Proventi che consentiranno al Gruppo di chiudere in utile l'esercizio e che in un certo senso appaiono giustificati se si guarda anche

all'altra "anima" del Gruppo Cirio come holding finanziaria, che combina l'attività di gestione delle partecipazioni con la compravendita delle stesse. L'ultima considerazione non deve comunque far dimenticare che una strategia di forti acquisizioni mediante il massiccio ricorso al debito è comunque sostenibile nel medio/lungo periodo solo se parallelamente vengono poste in essere azioni di recupero della redditività tali da riportare in equilibrio gli indici di copertura **strutturale** del debito, quali l'*interest coverage* o il rapporto PFN/EBITDA, di cui si è già detto. In mancanza di ciò, infatti, la sopravvivenza stessa del Gruppo rimane indissolubilmente legata alla conclusione di operazioni straordinarie da cui possano emergere plusvalenze in grado di compensare i risultati economici negativi: operazioni come nessun'altra soggette ad alea, sia nella possibilità di realizzarle a valori adeguati che nei tempi necessari a condurle a termine.

4.1.3 Il periodo 2000-2002

Nel 2000 la struttura produttiva e societaria del Gruppo Cirio è ormai consolidata e durante tutto il triennio successivo non si verificano particolari modifiche del perimetro, se si eccettua l'uscita della Lazio, deconsolidata nel 2001 (a seguito della cessione di una quota a Cirio Holding) e poi definitivamente uscita dal Gruppo nel 2002, a seguito della mancata sottoscrizione da parte di Cirio dell'aumento di capitale della controllata.

Vengono messe in atto una serie di attività volte alla riorganizzazione del Gruppo, in special modo per quanto riguarda il settore alimentare, sul quale gli amministratori della Cirio dichiarano di voler prioritariamente focalizzare l'operatività, contemporaneamente ad una riduzione dell'indebitamento finanziario.

La tavola seguente riassume l'evoluzione economica e patrimoniale del Gruppo nel periodo 2000-2002.

PRINCIPALI DATI ECONOMICO-PATRIMONIALI CONSOLIDATI

GRUPPO CIRIO (PERIODO 2000 - 2002)

Dati in € '000

	<u>2000</u>		<u>2001</u>		<u>2002</u>	
<u>Principali risultati economici</u>						
Valore della produzione	1.293.020	100%	1.131.182	100%	1.003.729	100%
Margine operativo lordo (EBITDA)	86.230	6,7%	66.109	5,8%	87.617	8,7%
Reddito operativo (EBIT)	(36.984)	(2,9%)	(77.727)	(6,9%)	17.225	1,7%
(Oneri)/proventi finanziari	(78.553)	(6,1%)	(67.124)	(5,9%)	(85.814)	(8,5%)
(Oneri)/proventi straordinari	38.093	2,9%	148.490	13,1%	(946.122)	(94,3%)
Risultato ante-imposte	(77.444)	(6,0%)	3.639	0,3%	(1.014.711)	(101,1%)
<u>Principali grandezze patrimoniali</u>						
Capitale circolante netto	197.500	14%	402.700	31%	234.400	28%
Totale attività immobilizzate	1.365.000	95%	1.012.200	78%	738.600	90%
di cui: Immobilizzazioni materiali nette	503.700	35%	444.400	34%	361.900	44%
Immobilizzazioni immateriali nette	848.600	59%	491.400	38%	374.000	45%
Immobilizzazioni finanziarie	12.700	1%	76.400	6%	2.700	0%
Capitale investito netto	1.443.800	100%	1.303.200	100%	822.700	100%
Posizione finanziaria netta	766.500	53%	744.500	57%	1.224.500	149%
di cui: banche	742.549	51%	551.570	42%	335.380	41%
obbligazioni	406.439	28%	729.322	56%	856.409	104%
crediti verso controllante/ consociate/ controllate	(606.299)	(42%)	(536.436)	(41%)	0	0%
Patrimonio netto	677.300	47%	558.700	43%	(401.800)	(49%)

Fonte: bilancio consolidato Cirio Finanziaria

Il 2000 è l'anno nel quale il Gruppo raggiunge il livello più elevato in assoluto di capitale investito netto, pari ad oltre 1,4 mld. di Euro (in crescita del 22% rispetto all'anno precedente). L'incremento deriva interamente dalla crescita delle immobilizzazioni materiali e immateriali, che compensano anche un calo delle immobilizzazioni finanziarie, in seguito al perfezionamento delle ultime operazioni straordinarie, tra le quali:

- Acquisto della restante quota del capitale di Del Monte tramite un accordo con il socio Immerman ed il lancio di un'OPA (nel 2000), con un esborso complessivo pari a circa 190 mln. di Euro (finanziato facendo ricorso, secondo quanto dichiarato dal *management* del Gruppo, con due emissioni obbligazionarie per il tramite della Cirio Finance Luxembourg S.A. di Euro 150 mln. ciascuna).

- Acquisto della Tevere Empreimentos e Construcoes SA da parte della controllata Bombril Holding SA (2000), holding in cui sono confluite tutte le partecipazioni in Brasile del gruppo Cirio. Venditore è ancora una volta la controllante C&P, che riceve in pagamento un credito per il prezzo convenuto di 156 mln. di reais (pari a circa 86 mln. di Euro).
- Cessione alla Cirio Holding s.p.a. del 15,5% del capitale sociale della S.S.Lazio s.p.a. per un importo di circa 40 mln. di Euro (2001)³³.

Tali operazioni determinano, in particolare, un incremento netto nel 2000 delle immobilizzazioni immateriali di circa Euro 245 mln., essenzialmente dovuto all'incremento del valore dei marchi Del Monte a seguito dell'aumento della quota di partecipazione; all'inserimento nel consolidato di Tevere Empreimentos e Construcoes SA per circa Euro 16 mln. e all'incremento della voce "diritti alle prestazioni dei calciatori" della SS Lazio s.p.a. per circa Euro 130 mln.

³³ Altre operazioni straordinarie nel triennio 2000 – 2002:

- Sottoscrizione dell'aumento di capitale della SS Lazio S.p.a. per Euro 37 mln. circa (2000).
- Conferimento dell'intero settore alimentare-conserviero alla Cirio Alimentare S.p.a. (oggi Cirio Del Monte Italia S.p.a.) per un valore complessivo di 418 mld. di lire (con una plusvalenza a livello civilistico pari a circa 314 mld. di lire) comprendente anche le società facenti capo al gruppo Del Monte (2000).
- Riordino delle partecipazioni del settore alimentare con trasferimento a Cirio Finanziaria S.p.a. delle società facenti capo al gruppo Del Monte da Cirio Alimentare S.p.a. e conseguente conferimento di tutte le società facenti capo ai marchi Cirio e Del Monte alla Cirio Del Monte NV, sub-Holding di diritto olandese (tale riassetto è iniziato nel 2001 e si è concluso in parte nel 2002).
- Liquidazione delle holding sudafricane a cui faceva capo il gruppo Del Monte (2001).
- Fusione della Cirio Alimentare S.p.a. con la Del Monte Italia S.p.a. ed assunzione del nome Cirio Del Monte Italia S.p.a.

Nel 2001 il capitale investito netto torna a ridursi, per effetto principalmente del deconsolidamento della Lazio (cui è imputabile anche gran parte dell'aumento del capitale circolante netto, dovuta all'uscita dal bilancio di passività correnti verso altre società di calcio), prima di attestarsi nel 2002 a poco più di 800 mln. di Euro, con un crollo di circa 480 mln. di Euro dovuta alla normale dinamica produttiva e di ammortamento ma anche ad operazioni quali:

- ⇒ svalutazione di immobilizzazioni per circa 170 mln. di Euro (marchio Bombril per circa Euro 95 mln. e partecipazioni Lazio per circa Euro 74 mln.);
- ⇒ riduzione del circolante netto per Euro 160 mln. circa, influenzato in gran parte da un calo del magazzino (-56 mln. Euro circa, attribuito ad un maggior utilizzo delle scorte in seguito ai noti problemi produttivi dell'anno e a problemi finanziari con i fornitori) e dei crediti (-148 mln. Euro circa).

L'elemento realmente caratterizzante questo triennio, tuttavia, è il progressivo spostamento dell'indebitamento del Gruppo dalle banche alle obbligazioni, ampiamente descritto in precedenza. Il prospetto delle fonti di finanziamento, infatti, evidenzia come la posizione finanziaria netta verso terzi (azzerando quindi da subito i crediti verso la controllante C&P) rimanga sostanzialmente stabile nel triennio, passando da poco più di 1,2 mld. di Euro a fine 1999 a poco più di 1,3 mld. a fine 2002, pur con un picco di circa 1,6 mld. di Euro nel 2000, quando viene lanciata l'OPA sulla Del Monte.

La composizione della PFN si modifica però sensibilmente nell'arco del triennio. I debiti bancari, che avevano raggiunto a fine '99 il massimo di circa 900 mln. di Euro, si riducono fino a poco più di 300 mln. nel 2002, mentre il debito consolidato sotto forma di obbligazioni raggiunge alla medesima data l'ammontare di circa 850 mln. di Euro (cui vanno aggiunti ulteriori 275 mln. di

Euro relativi all'emissione della Cirio Holding Luxemburg SA, fuori dal perimetro di consolidamento della Cirio Finanziaria).

La crescita del debito sotto forma di obbligazioni determina quindi una netta riduzione dell'esposizione bancaria, come peraltro chiaramente evidenziato negli stessi prospetti (riservati a soggetti istituzionali, cui i titoli erano diretti in via esclusiva), laddove si indica come uno degli **obiettivi prioritari delle emissioni sia la ristrutturazione stessa del debito, al fine di allungarne la scadenza media**³⁴.

L'andamento delle grandezze economiche mostra un calo del fatturato di Gruppo, connesso sia alle variazioni del perimetro di consolidamento (Lazio) sia a difficoltà operative, principalmente per tre ordini di fattori:

- a) grave crisi finanziaria del Gruppo, che inevitabilmente si ribalta anche sull'operatività industriale (pagamento fornitori, investimenti, marketing e così via);
- b) difficoltà derivanti dall'acquisizione delle attività a marchio Del Monte, per le quali viene avviata la scelta strategica di piena integrazione in ciascun paese con le attività tradizionali Cirio – De Rica; scelta che genera tensioni produttive e commerciali senza portare i benefici attesi sia in termini di sinergie distributive che di ottimizzazione dei costi;

³⁴ Appare rilevante sottolineare, comunque, come la riduzione dei debiti verso il sistema bancario possa giustificare circa la metà del totale delle emissioni obbligazionarie, pari complessivamente a 1,125 mln. di Euro. Quanto alla parte residua, l'analisi di bilancio sembrerebbe confermare quanto dichiarato dallo stesso Gruppo, che alloca i fondi rivenienti dalle *notes* secondo quanto evidenziato nella tabella seguente:

STIMA PRELIMINARE UTILIZZO BONDS GRUPPO CIRIO		
Rimborsi banche, bonds, interessi	595	53%
Opa Del Monte	171	15%
Lazio - Finanziamenti, rimborsi e aumenti di cap.	190	17%
Gestione corrente	66	6%
Investimenti partecipazioni/ tecnici	103	9%
Totale	1.125	

Nota: include anche Euro 275 milioni emessi dalla controllante Cirio Holding Luxembourg

- c) problematiche specifiche di mercato (andamento meteo, disponibilità e prezzi materie prime, concorrenza accesa, spinta della grande distribuzione sulle cosiddette *private label*, vale a dire i marchi proprietari per i prodotti di largo consumo quali succhi e conserve).

La redditività operativa del Gruppo mostra tuttavia segni di evidente ripresa, dopo il netto calo coinciso con gli anni delle grandi acquisizioni. L'EBITDA risale nel 2000 ad oltre il 6,5% dei ricavi di Gruppo, attestandosi in un intorno del 9% a fine 2002, grazie anche al consolidamento integrale della Del Monte Pacific Ltd, società che ha presentato e ancora oggi manifesta una redditività molto elevata (si tenga presente, tuttavia, che la quota effettiva del Gruppo Cirio del capitale di questa società è di circa il 40%).

L'EBIT si conferma tuttavia negativo e in ulteriore peggioramento; cosa che, accoppiata a oneri finanziari ancora crescenti, determina una situazione di fatto fuori controllo, tamponata ancora una volta da operazioni straordinarie. Nel 2000 si rilevano infatti plusvalenze da cessioni di giocatori della Lazio (è l'anno dello scudetto), mentre nel 2001 circa i 2/3 dei proventi straordinari netti è rappresentata da una rinuncia di credito infragruppo (si tratta dei circa 90 mln. di Euro vantati da Cirio Holding per la quota non pagata del pacchetto di titoli Bombril acquistati da Cirio Finanziaria nel 1999).

Nel 2002 l'EBIT torna positivo ma in seguito ad eventi di riclassifica contabile che si è ritenuto di apportare, dal momento che ammortamenti e accantonamenti si riducono di circa il 50% in seguito alle già citate svalutazioni, che sono state inserite tra le poste straordinarie.

Tali svalutazioni di attività (il cui valore contabile verosimilmente era stato determinato sulla base dei prezzi pagati per acquisirne il controllo), insieme all'accantonamento derivante dalla prevista inesigibilità del credito di Bombril verso C&P (credito di cui la capogruppo Cirio Finanziaria s.p.a. è garante), determina infine la perdita netta di Gruppo di quasi 1 miliardo di Euro che, insieme all'impossibilità di reperire i mezzi finanziari necessari al rimborso

della prima emissione di *notes* scaduta a novembre 2002, ha condotto al *default* del Gruppo.

L'analisi dei flussi finanziari e dei principali indici di bilancio rafforza il quadro appena delineato, evidenziando come la situazione strutturale del Gruppo sia andata progressivamente deteriorandosi per tutto il triennio, soprattutto dal lato della solidità dell'attivo e del livello di debito finanziario, arrivando alla conclusione del *default* finale, che tutti gli indicatori lasciavano ragionevolmente presagire.

ANALISI ECONOMICO - FINANZIARIA RISULTATI CONSOLIDATI
GRUPPO CIRIO (PERIODO 2000 - 2002)

	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>
<u>Rendiconto finanziario</u>			
Variazione Posizione Finanziaria Netta (PFN)	(232.100)	22.000	(480.000)
composta da:			
<i>variazione banche</i>	131.171	190.979	216.190
<i>variazione altri finanziatori</i>	(110.939)	310.004	(31.103)
<i>variazione obbligazioni</i>	(353.232)	(322.883)	(127.087)
<i>variazione (debiti) / crediti infragruppo</i>	154.046	(69.863)	(536.436)
<i>variazione cassa / crediti a vista verso terzi</i>	(53.146)	(86.237)	(1.564)
Determinanti della variazione della PFN			
Flusso di cassa gestione caratteristica	120.620	68.825	113.240
Flusso di cassa gestione extra-caratteristica e strac	25.684	114.143	(915.749)
Variazione Netta Capitale Circolante Netto	16.348	(209.158)	158.019
Variazione netta immobilizzazioni fisse	(162.500)	28.422	53.750
Variazione netta immobilizzazioni immateriali	(307.750)	287.284	101.643
Variazione netta immobilizzazioni finanziarie	52.946	(81.409)	70.520
Variazione Patrimonio Netto Consolidato	75.516	(145.832)	21.636
Oneri finanziari	(52.964)	(40.274)	(83.059)
<u>Analisi per indici</u>			
<u>Principali indicatori di struttura</u>			
Rapporto di indebitam. (Debito/Debito+Patr. Netto)	53%	57%	149%
Interest coverage (EBIT / Interessi)	-47%	-116%	20%
PFN vs. terzi / EBITDA	15,9x	19,4x	14,0x
PFN / EBITDA	8,9x	11,3x	14,0x
PFN vs. terzi / Ricavi	1,1x	1,1x	1,2x
<u>Principali indicatori di efficienza / redditività</u>			
EBITDA/Ricavi	6,7%	5,8%	8,7%
R.O.S (EBIT/Ricavi)	-2,9%	-6,9%	1,7%
R.O.I. (EBIT/Capitale Investito Netto)	-2,6%	-6,0%	2,1%
R.O.E. (Utile netto / Patr. Netto)	-7,7%	4,9%	n.s.
Costo del lavoro/Ricavi	19,8%	20,0%	12,4%
Proventi (oneri) straordinari/Ricavi	2,9%	13,1%	-94,3%
Tasso di crescita ricavi	3,9%	-12,5%	-11,3%

Fonte: bilancio consolidato Cirio Finanziaria

Come si può agevolmente notare, la PFN peggiora nettamente nel 2000, con l'OPA sulla Del Monte, rimane sostanzialmente stabile nel 2001, prima di crollare nel 2002, con l'azzeramento dei crediti verso C&P. Ma, soprattutto, si nota la progressiva contrazione dei debiti bancari a fronte di un incremento (più che proporzionale) dei debiti obbligazionari, i quali vanno quindi parzialmente a sostituire i debiti bancari stessi, mentre per la parte residua

coprono principalmente l'incremento delle immobilizzazioni nel 2000 (OPA Del Monte) e, negli anni 2001 e 2002, le perdite operative e le svalutazioni di natura straordinaria.

La situazione di crisi finanziaria ormai consolidata viene confermata dall'analisi degli indicatori di struttura. La PFN verso terzi si attesta stabilmente su livelli superiori al fatturato consolidato e raggiunge quasi 20 volte l'EBITDA nel 2001: livello che rappresenta di fatto una situazione di *default* finanziario. Tali indici naturalmente migliorano se dalla PFN vengono sottratti i crediti verso C&P, tranne nel 2002 quando la definitiva svalutazione di tale posta finanziaria riallinea tutti gli indici relativi.

Meritano un cenno anche i valori dell'*interest coverage*, addirittura negativi nel biennio 2000 e 2001, in presenza evidentemente di un EBIT negativo; prima di attestarsi al modestissimo valore del 20% nel 2002, che implica un valore di oneri finanziari netti pari a ben cinque volte l'EBIT, che tali oneri invece dovrebbe coprire.

La progressiva divaricazione tra andamento industriale e andamento finanziario del Gruppo, infine, trova una definitiva conferma nell'analisi dell'andamento nel triennio degli indicatori di efficienza e redditività. Da un lato si assiste infatti ad un progressivo recupero del livello di EBITDA sul fatturato, accompagnato anche da un calo dell'incidenza del costo del lavoro: indicatori che testimoniano un'indubbia "vitalità" del Gruppo in termini di attività caratteristica. Dall'altro, invece, tutti gli indicatori che fanno riferimento all'EBIT peggiorano (il dato 2002, come già illustrato, torna positivo solo grazie alla riclassifica tra gli oneri straordinari di svalutazioni di attivo), testimoniando una incapacità dell'attività caratteristica ad assorbire i costi industriali di struttura, in particolare ammortamenti e rettifiche di valore.

L'insieme di queste considerazioni, in conclusione, mostra univocamente come la situazione di *default* manifestatasi nel 2002 abbia genesi certamente precedenti, che si possono far risalire in larga parte alla massiccia crescita

tramite acquisizioni del periodo 1997-1999, perfezionate a prezzi molto elevati (se rapportati ai risultati che tali aziende hanno poi mostrato effettivamente di essere in grado di generare) e facendo ricorso pressoché esclusivo alla leva finanziaria. Leva rappresentata da debito bancario in gran parte a breve e quindi strutturalmente inadeguato a fronte di un attivo dai ritorni di medio-lungo termine, che si è cercato di sostituire con debito a medio termine attraverso l'emissione delle *notes*, senza tuttavia riuscire ad evitare l'esito finale del *default*.

4.2 Le cause dello stato di insolvenza

4.2.1 Premesse metodologiche

L'analisi delle cause dell'insolvenza deve correttamente concentrarsi sulle sole quattro società dichiarate in stato di insolvenza dal Tribunale di Roma, e cioè le tre holding (Cirio Holding s.p.a., Cirio Finanziaria s.p.a. e Cirio Del Monte NV) che, attraverso una catena partecipativa, controllano l'unica operativa (Cirio Del Monte Italia s.p.a.).

Quanto alle prime tre, va considerato che, come tutte le holding di partecipazione, gli oneri correnti (ai quali deve potersi fare fronte con mezzi normali, utilizzando *a contrario* la nota definizione dell'insolvenza) sono dati essenzialmente dagli interessi sui capitali a debito utilizzati per l'acquisizione (e l'eventuale finanziamento) delle partecipate, oltre che dai normali costi operativi. Tali oneri devono essere coperti con i ricavi che, a loro volta, sono costituiti dagli utili prodotti delle partecipate e, normalmente, dal pagamento, da parte delle partecipate, del prezzo dei servizi loro offerti dalla holding (c.d. *management fees*, assistenza contabile, informatica, finanza, ecc.) oltre agli interessi relativi ai finanziamenti eventualmente ricevuti dalle controllate.

Pertanto l'equilibrio del rapporto ricavi/costi è alterato in negativo nel momento in cui le partecipate si trovano nell'impossibilità di distribuire dividendi o, addirittura, non sono in grado di corrispondere il prezzo dei servizi; ovvero quando il peso degli oneri finanziari, per l'eccessivo indebitamento, non trova adeguata copertura nei ricavi operativi.

Più complesso è invece il quadro relativo alla società operativa Cirio Del Monte Italia s.p.a. ("CDM Italia") per la quale, come in ogni impresa operativa, l'insolvenza può derivare da una serie di diversi fattori, riconducibili a

situazioni avverse di mercato ovvero a scelte gestionali errate, ovvero, ancora, ad una combinazione di entrambi i fattori.

È peraltro evidente che, relativamente ad un gruppo complesso quale quello in esame, la ricerca delle cause che hanno condotto allo stato di insolvenza non possono essere ricercate in un'ottica parcellizzata, analizzando la situazione economico-finanziaria di ogni singola società, ma devono essere necessariamente individuate in un'ottica complessa e, cioè, con riguardo alla situazione economico-finanziaria dell'intero Gruppo.

Così, volendo semplificare il discorso, se certamente la crisi delle società operative – tra le quali CDM Italia – ha contribuito alla crisi di Cirio Del Monte NV (CDM NV) e di Cirio Finanziaria per i motivi appena esposti, è altrettanto certo che il massiccio ricorso all'indebitamento a servizio dell'intero Gruppo ha determinato una decurtazione delle risorse necessarie per gli investimenti commerciali, con una ricaduta fortemente negativa per le società operative.

In altri termini, la struttura fortemente accentrata del Gruppo, dal punto di vista finanziario, impone una visione "unitaria" anche delle cause dell'insolvenza.

Prospettiva d'altronde utilizzata anche dal Tribunale di Roma nelle due sentenze che hanno dichiarato lo stato di insolvenza delle quattro società in esame.

Il Tribunale di Roma, infatti, pur ravvisando lo stato di insolvenza nella impossibilità di rimborsare il prestito obbligazionario, nei confronti di Cirio Holding – unica delle quattro società a non essere ricorsa all'emissione di *notes* – ha concluso nel senso che "*tali esposizioni*" (nei confronti dei portatori di *notes*) "*coinvolgono tutte e tre le società*" (Cirio Holding, Cirio Finanziaria e Cirio Del Monte Italia) "*in un inscindibile legame*".

Ciò non deve portare necessariamente alla conclusione che tutte le società del gruppo siano insolventi, ben potendosi immaginare che una operativa, pur controllata da una delle holding insolventi, possa essere *in bonis*; così come potrebbe astrattamente ipotizzarsi che l'insolvenza di una delle società

operative non debba necessariamente produrre l'insolvenza della holding di controllo.

È che, nel caso di specie, come detto, la gestione finanziaria fortemente accentrata ha condotto ad una situazione di insolvenza dell'intero Gruppo.

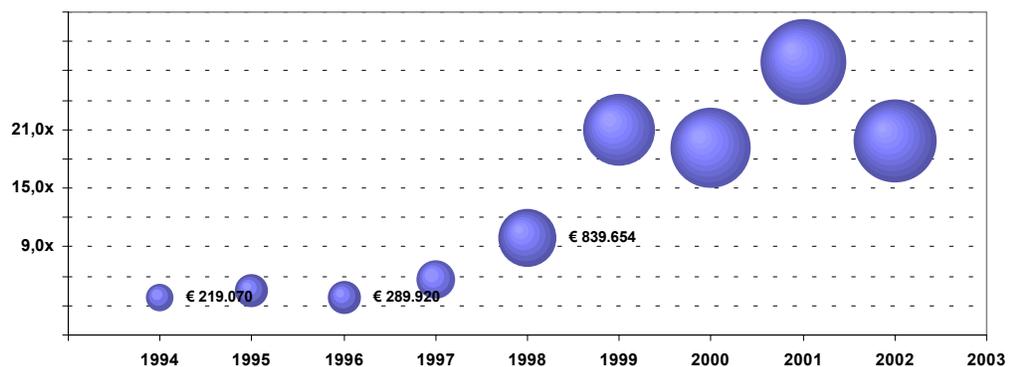
La dimostrazione dell'assunto è data da una serie di elementi tra i quali i più evidenti sono costituiti: dal sistema di garanzie incrociate che ha caratterizzato (e non solo con riferimento alle emissioni delle *notes*) la gestione del debito, per lo più asservito alla realizzazione delle acquisizioni; il drenaggio di risorse finanziarie dalle partecipate verso i vertici del gruppo (e di cui l'operazione Bombril è la più evidente dimostrazione³⁵), ovvero verso partecipate operanti in settori assolutamente diversi e marginali rispetto al *core business* (evidente è il caso relativo alle ingenti perdite prodotte dalla S.S. Lazio e finanziate dal gruppo); dalla utilizzazione delle risorse rivenienti dai prestiti obbligazionari per ripianare posizioni debitorie di varie società del Gruppo.

Il Tribunale di Roma (come pure le stesse società nei loro ricorsi) ha, come visto, rinvenuto nel c.d. *default* delle emissioni obbligazionarie l'evidenza dello stato di insolvenza. Se peraltro il *default* rappresenta il **momento di evidenza dello stato di insolvenza**, non pare che le sue cause possano ricondursi *sic et simpliciter* alla emissione dei prestiti obbligazionari.

Tali cause **vanno infatti individuate in un momento precedente, che il prestito obbligazionario ha solamente permesso di rinviare momentaneamente**. Tale affermazione trova palese conferma nell'analisi dell'andamento del debito totale del Gruppo nel corso degli ultimi anni, come riassunta nel grafico successivo. Grafico che evidenzia come:

³⁵ Si fa riferimento alla vendita di Cirio Del Monte a Bombril ed al suo successivo riacquisto da parte di C&P e, poi, nuovamente alla vendita di Bombril a Cirio Finanziaria.

- la dimensione del debito finanziario consolidato di Gruppo, espressa dalla dimensione delle sfere, raggiunge il massimo nel 2001;
- il rapporto del debito stesso rispetto all'EBITDA, indicatore sintetico (già descritto in precedenza) della capacità di un'azienda di rimborsare il proprio debito, sia massimo nel 2001, ma evidenzia un forte "sofferenza finanziaria" già a partire dal 1999.



Dati in migliaia di Euro
 Il debito finanziario è al netto di cassa e crediti finanziari verso terzi (escludendo principalmente i crediti verso Cragnotti & Partners)
 Il debito finanziario 1994-1998 è il consolidato Cirio Finanziaria; il debito 1999-2001 è il consolidato Cirio Holding; il debito 2002 è un aggregato pro-forma in quanto non disponibile il consolidato Cirio Holding.
 I dati relativi all'EBITDA si riferiscono al consolidato Cirio Finanziaria

Le ultime considerazioni sono supportate dall'analisi della destinazione impressa alle risorse derivanti dalle diverse emissioni obbligazionarie.

In particolare i 1.125 mln. di Euro rivenienti dal complesso delle 7 emissioni sono stati impiegati, come dichiarato dallo stesso Gruppo:

- circa la metà per rimborsare le banche finanziatrici, così sostituendo debito con debito;
- una parte significativa (Euro 190 mln.), se rapportata alla marginalità dell'attività, per finanziare le perdite della S.S. Lazio;
- una frazione minore per finanziare parte dell'OPA Del Monte (Euro 171 mln.)
- la parte residua (Euro 169 mln.) per investimenti ed oneri gestionali del Gruppo.

La destinazione delle risorse rivenienti dai prestiti obbligazionari è chiaro indice che essi sono serviti sostanzialmente a sostituire debiti a breve con debiti a medio-lungo termine. Peraltro, in mancanza di una redditività operativa sufficiente a sostenere il pagamento degli interessi e, *a fortiori*, l'obbligo di restituzione del capitale, l'emissione delle *notes* ha soltanto differito il momento della manifestazione dello stato di insolvenza, le cui radici sono certamente più antiche.

In realtà le cause dell'insolvenza sono rinvenibili in una complessa serie di fattori che congiuntamente hanno condotto al dissesto finanziario dell'intero gruppo, che già alla fine del 1999 presentava un indebitamento complessivo netto verso terzi di circa 1.000 mln. di Euro (di cui oltre l'85% nei confronti del sistema bancario) a fronte di un fatturato di circa 1.300 mln. di Euro.

Poste queste premesse, la disamina delle cause dell'insolvenza delle società dichiarate insolventi verrà di seguito effettuata in una visione globale del Gruppo, notandosi peraltro che per CDM Italia (unica operativa tra le quattro società in esame) può effettuarsi un significativo riscontro contabile.

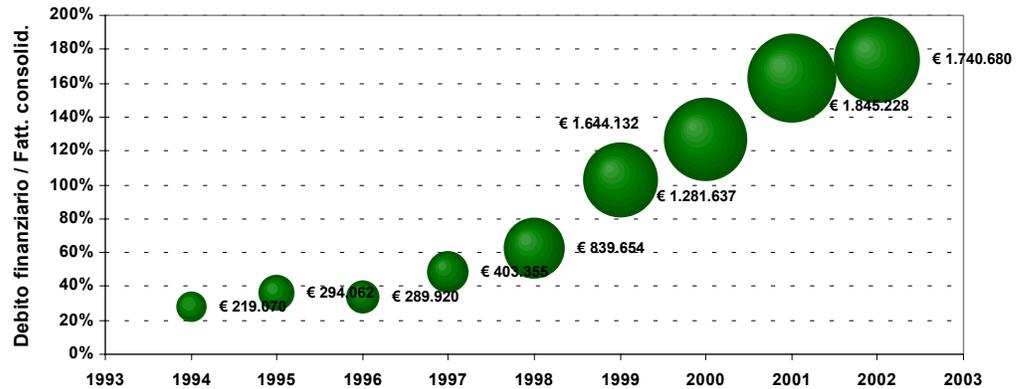
4.2.2 Esame analitico delle cause dell'insolvenza

Identificare una causa ben precisa, o almeno una fase storica ben delimitata nel tempo, cui far risalire il momento di avvio del processo di progressiva involuzione finanziaria che ha portato il Gruppo nell'attuale stato d'insolvenza sarebbe assolutamente arbitrario. Tali processi degenerativi, infatti, da un punto di vista aziendale hanno sempre cause varie e profonde, che spesso maturano senza segnali apparenti fino al momento in cui vengono alla luce, in genere violentemente, con esiti difficilmente prevedibili e controllabili, talvolta esiziali per la stessa sopravvivenza dell'azienda.

Tra le principali cause dell'insolvenza, nel caso di specie, si evidenziano:

- a) Ricorso quasi esclusivo al debito per perseguire la politica di crescita del Gruppo tramite acquisizioni
 - b) Insufficienza della redditività operativa del Gruppo per sostenere l'indebitamento
 - c) Struttura del debito inadeguata, in quanto eccessivamente sbilanciata sul breve termine
 - d) Grave indebolimento finanziario delle società insolventi a vantaggio delle società controllanti
 - e) Insuccesso della strategia di integrazione delle attività agro-alimentari della Cirio e della Del Monte
 - f) Modesta redditività operativa del Gruppo rispetto al mercato di riferimento
 - g) Investimenti in settori onerosi, non profittevoli e non sinergici (ad es. Lazio)
 - h) Andamento del mercato agroalimentare
 - i) Forte dipendenza dei risultati netti del gruppo da componenti straordinarie di reddito
 - j) Difficoltà di effettuare dismissioni sia a causa dell'andamento negativo del mercato finanziario, sia a causa della eccessiva rigidità del gruppo, dovuta anche ad una pluralità di garanzie incrociate
-
- a) **Ricorso quasi esclusivo al debito per perseguire la politica di crescita del Gruppo tramite acquisizioni.** L'aggressiva politica di crescita per linee esterne non è stata accompagnata da una adeguata politica di capitalizzazione dell'azienda. Ciò ha condotto a un graduale e continuo incremento dell'esposizione debitoria e ha determinato un progressivo irrigidimento della struttura dell'attivo.

Evoluzione Debito finanziario / Fatturato consolidato



Nota: Dati in migliaia di Euro

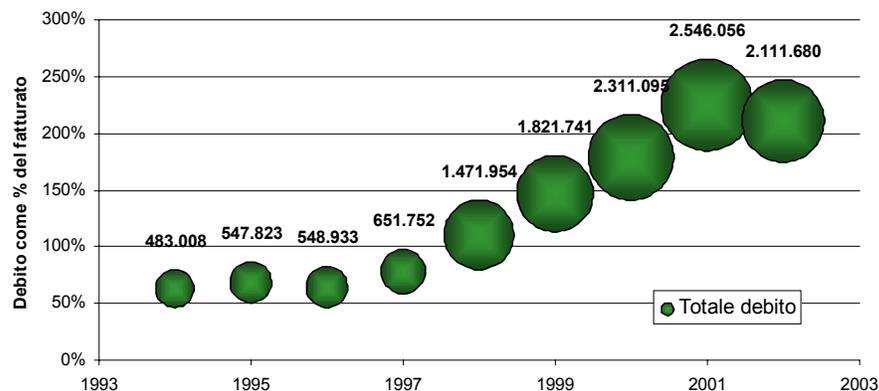
Il debito finanziario 1994-1998 è il consolidato Cirio Finanziaria; il debito 1999-2001 è il consolidato Cirio Holding; il debito 2002 è un aggregato pro-forma in quanto non disponibile il consolidato Cirio Holding.

Il fatturato si riferisce al consolidato Cirio Finanziaria

Il grafico sopra riportato evidenzia la forte crescita dell'indebitamento finanziario di gruppo e l'insostenibile incidenza dello stesso sul fatturato consolidato, che già nel 1999 era superiore al 100%. L'analisi viene confermata se si considera l'indebitamento al netto della cassa e di crediti finanziari verso terzi (posizione finanziaria netta verso terzi), mentre cambia sostanzialmente se si includono nel calcolo anche i crediti vantati dal Gruppo verso l'azionista di riferimento Cragnotti & Partners, successivamente svalutati nel 2002.

Allo stesso modo si osserva nel seguente grafico che l'esposizione debitoria totale verso terzi, includendo quindi anche i debiti commerciali e gli altri debiti, era quasi due volte il fatturato consolidato del Gruppo nel 2000.

Evoluzione debito totale di Gruppo Cirio



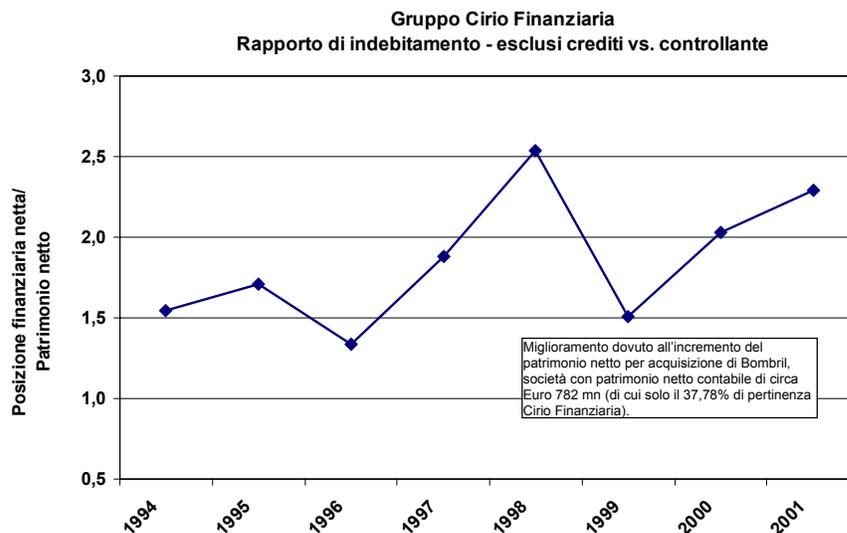
Nota: Dati in migliaia di Euro

Il debito finanziario 1994-1998 è il consolidato Cirio Finanziaria; il debito 1999-2001 è il consolidato Cirio Holding; il debito 2002 è un aggregato in quanto non disponibile il consolidato Cirio Holding.

Il fatturato si riferisce al consolidato Cirio Finanziaria

Inoltre, come si evince dal grafico di seguito riportato, il rapporto di indebitamento (che fino al 1996 si attestava intorno a 1,5 e, quindi, in linea con la media delle società del settore) ed i debiti complessivi (che si attestavano intorno al 50% del fatturato), evidenziavano una situazione di sostanziale equilibrio.

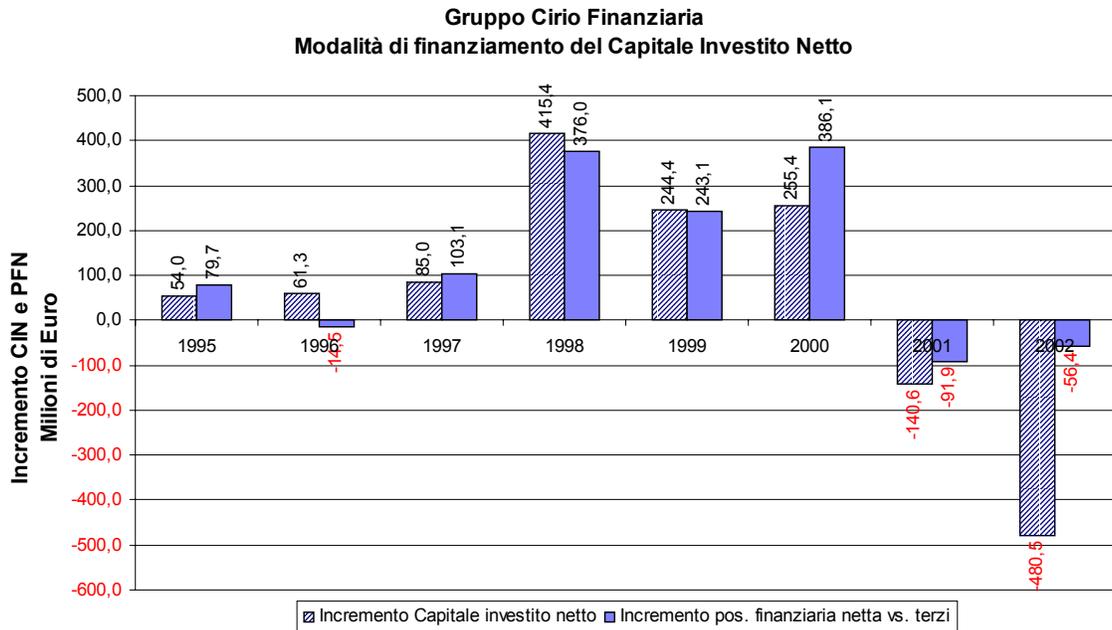
La situazione inizia a modificarsi già nel biennio 1997 - 1998, in cui si perfeziona tra l'altro l'acquisizione della SS Lazio, della Peixe, del 36% della Del Monte Royal, e della Centrale del Latte di Roma. In questi due anni il capitale investito netto si incrementa di circa Euro 500 mln., mentre l'esposizione debitoria netta si incrementa di oltre Euro 400 mln.



La cessione del comparto latte nel 1999 genera ingenti risorse finanziarie per il Gruppo (Euro 387 mln.), che vengono però utilizzate tra l'altro per finanziare il fabbisogno di cassa operativo e le acquisizioni del 23% di SS Lazio e del 38% della Bombril con un esborso di cassa relativo solo a queste acquisizioni di circa Euro 300 mln. L'OPA sul restante capitale della Del Monte Royal nel 2000 impone al Gruppo il reperimento di ulteriori risorse finanziarie. Ed ancora una volta tali risorse vengono raccolte con debito, per cui l'azienda raggiunge il suo picco in termini di esposizione debitoria; il debito netto verso terzi arriva a superare il fatturato consolidato di gruppo, situazione evidentemente non sostenibile nel lungo periodo.

Il grafico di seguito presentato evidenzia che l'incremento del Capitale investito netto nel corso del periodo osservato, riconducibile per lo più alla politica di espansione effettuata fino al 2000, sia stato accompagnato da un incremento, spesso anche più che proporzionale, dell'indebitamento. Diversamente, negli anni 2001 e 2002, ad una riduzione significativa del capitale investito netto dovuta in maniera significativa alle svalutazioni

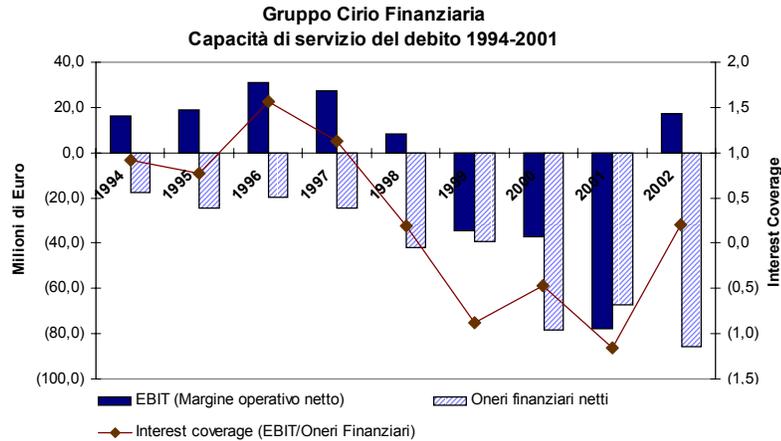
delle immobilizzazioni immateriali, non si è potuta accompagnare una proporzionale riduzione del debito.



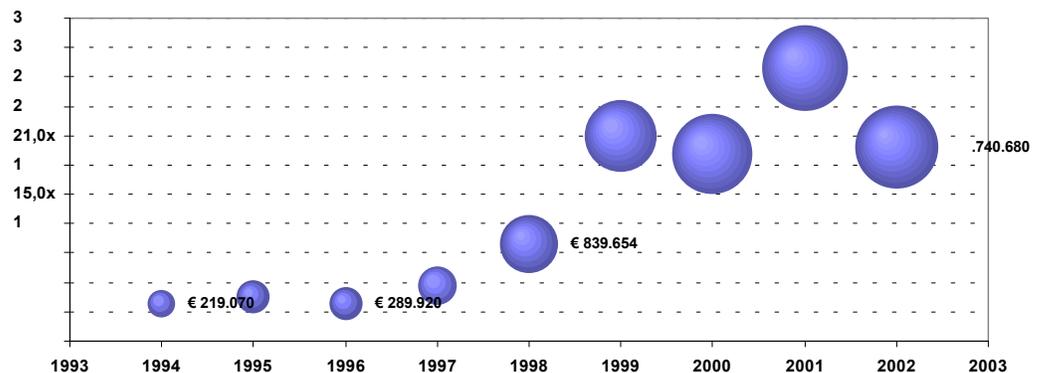
b) Insufficienza della redditività operativa del Gruppo per sostenere l'indebitamento. Sin dalla acquisizione della Cirio Bertolli De Rica da parte del Gruppo Cragnotti & Partners, si osserva la difficoltà dell'attività operativa di servire il debito e ripagare gli oneri finanziari. Gli oneri finanziari (al netto dei proventi finanziari) del Gruppo sono quasi sempre stati superiori al risultato operativo netto (EBIT), ad esclusione del 1996 e 1997, anni in cui la redditività operativa del settore conserve e lattiero-caseario ha avuto risultati superiori alla media.

In altri termini, già a partire dal 1994 il Gruppo Cirio nel suo insieme presentava una performance dell'attività industriale caratteristica insufficiente a coprire la spesa per interessi, via via crescente. L'indicatore utilizzato nella prassi valutativa per

verificare tale capacità è l'*interest coverage* (rapporto tra Ebit e oneri finanziari netti), che in aziende industriali in equilibrio finanziario deve tipicamente attestarsi almeno a 2x.



Un'altra analisi che tipicamente viene svolta per valutare il merito di credito delle aziende è il raffronto tra margine operativo lordo (prima approssimazione del flusso di cassa generato dalla gestione operativa prima degli investimenti) e indebitamento finanziario (si veda grafico successivo).



Nota: Dati in migliaia di Euro

Il debito finanziario è al netto di cassa e crediti finanziari verso terzi (escludendo principalmente i crediti verso Cragnotti & Partners)

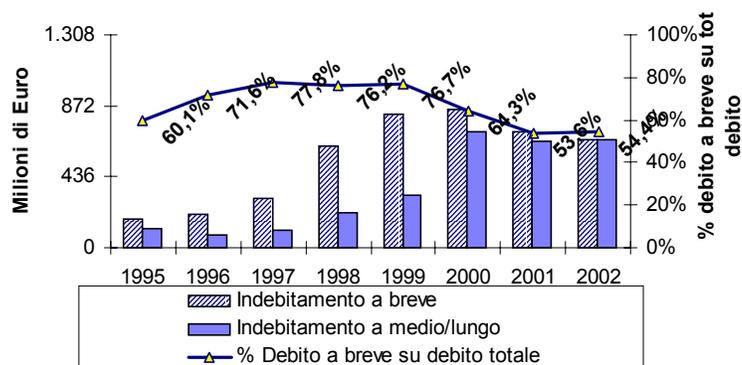
Il debito finanziario 1994-1998 è il consolidato Cirio Finanziaria; il debito 1999-2001 è il consolidato Cirio Holding; il debito 2002 è un aggregato pro-forma in quanto non disponibile il consolidato Cirio Holding.

I dati relativi all'EBITDA si riferiscono al consolidato Cirio Finanziaria

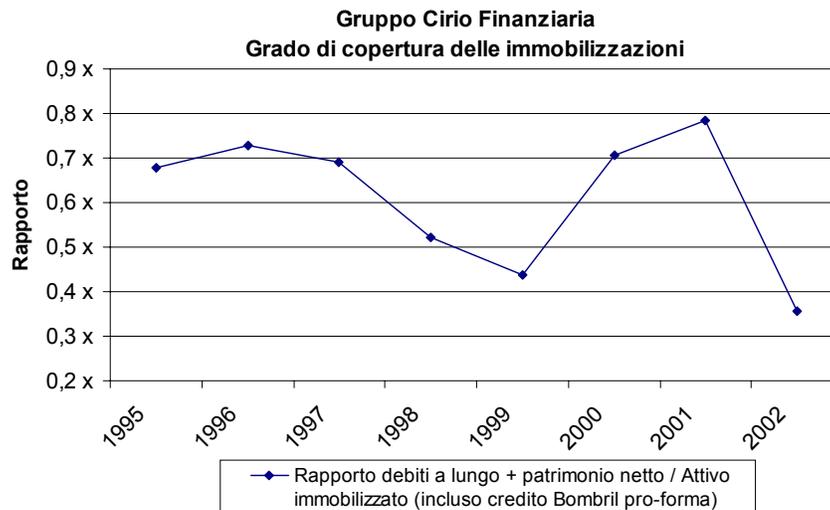
Anche se con differenze tra settore e settore, il debito complessivo di un'azienda - secondo criteri di prassi bancaria - non dovrebbe eccedere un livello pari a 5-6 volte il suo Ebitda. Nel caso del Gruppo Cirio, già dal 1998-1999 la capacità di rimborso del debito era seriamente compromessa dalla strategia di acquisizioni e pertanto divenivano urgenti azioni straordinarie di cessione di attività per generare la cassa necessaria, salvo incrementi di redditività ed efficienza tali da autofinanziare le acquisizioni effettuate. Ciò non solo non si è verificato, ma negli anni successivi la situazione è risultata ancor più compromessa.

- c) **Struttura del debito inadeguata, in quanto eccessivamente sbilanciata sul breve termine.** Il Gruppo Cirio Finanziaria ha avuto, sin dall'entrata nell'orbita del Gruppo Cragnotti & Partners, una struttura del debito fortemente sbilanciata verso il debito a breve, che ha obbligato ad una continua gestione e rinegoziazione delle linee di credito con gli istituti bancari. Nel 2000 viene varato un piano di emissione di prestiti obbligazionari (*notes*) sui mercati finanziari internazionali, anche con la finalità (espressamente dichiarata) di procedere ad un progressivo allungamento della scadenza del debito del Gruppo, con un contestuale rientro dell'esposizione debitoria verso le banche e una evidente diminuzione dell'incidenza dei debiti a breve a partire dal 2001, anno in cui vengono emesse *notes* per Euro 650 mln sul totale di Euro 1.125 mln.

Gruppo Cirio Finanziaria Composizione del debito



Gli introiti derivanti dal collocamento delle *notes* sul mercato non riescono tuttavia a riequilibrare la struttura finanziaria del Gruppo Cirio Finanziaria. Uno degli indicatori che tipicamente viene utilizzato per analizzare l'equilibrio tra poste dell'attivo e del passivo è il "grado di copertura delle immobilizzazioni", che pone a confronto l'attivo immobilizzato con il patrimonio netto della società e le fonti a lungo termine. In situazioni di equilibrio dovrebbe attestarsi intorno o sopra a 1x, mentre si osserva che la Cirio Finanziaria ha toccato il punto di maggiore tensione nel 1999, appena precedente l'avvio delle emissioni. Nel 2000 e 2001 si osserva il sensibile miglioramento del grado di copertura delle immobilizzazioni, anche se non ancora a livelli di equilibrio.



L'allungamento dei termini di rimborso del debito viene raggiunto in maniera non sufficiente visto che le *notes* avevano scadenze che andavano dai due ai 5 anni, comunque non coerenti con il tempo richiesto per la remunerazione degli investimenti, salvo ovviamente implementare una efficace politica di dismissioni. Già nel 2001 erano diventati a breve circa il 30% dei prestiti obbligazionari emessi, mentre nel 2002 la quota a breve supera il 35% del totale delle emissioni.

La dinamica finanziaria del Gruppo negli esercizi 2001 e 2002 appare sempre più ispirata a logiche di "tamponamento" delle emergenze più che di gestione strategica. I bilanci delle varie società emittenti le prime *notes* manifestano difficoltà a pagarne le rate di interessi, che presumibilmente vengono onorate grazie a finanziamenti concessi dalle altre società del Gruppo che emettono le *notes* successive.

d) Grave indebolimento finanziario delle società insolventi a vantaggio delle società controllanti.

Il mancato pagamento da C&P a Bombril della somma di oltre Euro 500 mln – corrispondente al prezzo (oltre interessi) della vendita della Cirio eseguita nel 1999 da Bombril a C&P – ha inciso molto gravemente sull'equilibrio patrimoniale del Gruppo, sia direttamente che indirettamente: ha compromesso l'equilibrio patrimoniale della creditrice insoddisfatta Bombril e, allo stesso tempo, si è riverberato negativamente sull'equilibrio patrimoniale di Cirio Finanziaria (oltretutto costituita come garante dell'intero debito di C&P verso Bombril³⁶).

Occorre ricordare, infatti, che Bombril, nel cui attivo risultava (ed ancora risulta) appostato il credito di circa Euro 550 mln nei confronti di C&P, nello stesso anno 1999 è stata ceduta dalla medesima C&P a Cirio, per il prezzo di circa Euro 320 mln, che Cirio ha regolarmente pagato. Ed è ragionevole ritenere che questo prezzo sia stato convenuto sull'implicito e naturale presupposto che la società ceduta avesse la consistenza patrimoniale risultante dai suoi bilanci (e, più in particolare, che il credito verso C&P sarebbe stato regolarmente incassato).

In aggiunta a quanto sopra detto, si ritiene opportuno evidenziare che sin dal 1994 la Cirio Finanziaria ha trasferito ingenti risorse finanziarie liquide o crediti all'azionista di controllo C&P, in contropartita di partecipazioni azionarie, le più rilevanti delle quali (vedi Bombril o Lazio) si sono rivelate non smobilizzabili e in

³⁶ Tale garanzia integrale ha nei fatti ribaltato totalmente su Cirio Finanziaria la perdita connessa alla mancata esigibilità dei crediti. In assenza di tale garanzia la perdita sarebbe stata limitata ad una quota corrispondente alla partecipazione di Cirio Finanziaria nel capitale di Bombril, pari a circa il 38%.

larga parte non produttive della redditività che sarebbe stato ragionevole aspettarsi a fronte dei prezzi pagati. Come evidenziato nella tabella di seguito riportata, la vendita delle quote di controllo di SS Lazio da parte di C&P avvenuta in due *tranches* successive nel 1997 e 1999 ha comportato un esborso per il gruppo Cirio di circa Euro 113 mln.; la già citata cessione di Bombril SA al gruppo Cirio nel 1999 ha comportato un esborso pari a circa Euro 223 mln.; l'acquisto della società immobiliare Tevere Empreendimentos nel 2000 ha comportato la cessione di crediti per circa Euro 86 mln.

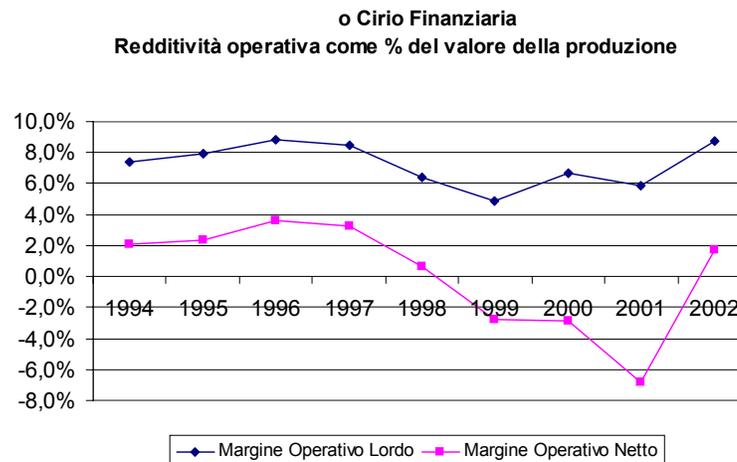
TABELLA PRINCIPALI OPERAZIONI EFFETTUATE TRA CRAGNOTTI & PARTNERS E SOCIETA' DEL GRUPPO CIRIO							
Data	Cedente / Borrower	Oggetto / Operazione	Cessionario / Lender	Importo (divisa originaria)	Cash flow con C&P verso C&P da C&P (€ mln)	Probabile fonte cash	
1994	C&P	cede Polenghi-ALA	a Cirio	+ 280 Lit. mldi	+ 145	Cessione Bertolli da Cirio a Unilever	
1997	C&P	cede Cirio	a Bombril	+ 380 USD mlni	+ 393	Aumento capitale Bombril (200 mlni a carico mercato e 120 a carico C&P)	
	Bombril	effettua aucap sottoscritto anche da	C&P	(120) USD mlni	(124)	Quota aumento di capitale Bombril di spettanza C&P	
	C&P	cede ca 90% Lazio	a Cirio	+ 86 Lit. mldi	+ 44		
1999	Bombril	cede di nuovo la Cirio	a C&P	(380) USD mlni	(39)	C&P riacquista la Cirio da Bombril allo stesso prezzo ma paga cash solo il 10%	
	C&P	cede Bombril	a Cirio	+ 618 Lit. mldi	+ 319	Introito da cessione Bombril a Cirio (NB: Cirio, tornata sotto C&P, fa plusvalenza di ca. 300 mldi per cessione Eurolat)	
	C&P	non ottiene cash	per parte di Bombril	(181) Lit. mldi	(93)	Quota azioni Bombril non pagate cash a C&P perché in pegno a Newco	
	C&P / CMI	cede 23% Lazio	a Cirio	+ 132 Lit. mldi	+ 68	Quota di controllo (media Borsa 3m. +8,6% premio) No cash - cancellazione debito C&P v/Cirio	
TOTALE flusso principali verso C&P e da C&P					+ 969	(257)	
SALDO cash flow VERSO C&P				(1379 Lit. mldi)	712	€ mlni dal Gruppo a C&P in 5 anni	
2000	C&P	cede Tevere Empreend.	a Bombril	+ 166 Lit. mldi	+ 86	Trasferimento senza passaggio di cash regolato con trasferimento di crediti	
Tassi di cambio utilizzati 1,93627 Lit. / Euro 2,000 Lit. / USD							

e) **Insuccesso della strategia di integrazione delle attività agro-alimentari della Cirio e della Del Monte.** L'acquisizione di Del Monte Royal, iniziata nel 1998 e completata con l'OPA nel 2000, aveva l'obiettivo di creare un gruppo internazionale integrato, che potesse generare valore attraverso sinergie commerciali, distributive e geografiche (reti di vendita e marchi complementari). Inoltre, come riportato nella relazione degli amministratori, l'acquisizione della SS Lazio si proponeva di generare ulteriori sinergie commerciali attraverso la promozione del marchio Cirio a livello internazionale. Le previste riorganizzazioni e l'auspicata integrazione del comparto agro-alimentare non hanno però portato ai risultati attesi dal management; anzi si assiste ad una contrazione del fatturato di gruppo pari a circa il 3%.

Osservando nello specifico l'andamento dei ricavi negli anni 2000 - 2002 sul mercato italiano (escludendo il 2003, anno di forte contrazione dovuta al palesarsi della crisi finanziaria) si nota una contrazione più marcata e pari all'8% circa, anche per effetto della riduzione del 20% del fatturato della sola divisione Del Monte.

f) **Modesta redditività operativa del Gruppo rispetto al mercato di riferimento.** Nel corso degli anni analizzati vi sono indicazioni dello stesso management dell'azienda circa l'obiettivo di incrementare la redditività operativa, prima attraverso azioni di razionalizzazione delle attività conserviere e del latte, poi attraverso la generazione delle auspiccate sinergie industriali e commerciali tra comparto del pomodoro e comparto della frutta. Nel triennio 1994-1996 si osserva che le azioni improntate dal management generano risultati positivi, con una tendenza di

incremento dei margini operativi del Gruppo. Tale tendenza si inverte tra il 1997 e il 1999 a causa di tensioni sui margini commerciali prevalentemente dovute all'aumento del prezzo delle materie prime (ad esempio il latte fresco) e all'aumentare della concorrenza nei prodotti a minor valore aggiunto (ad esempio aumento della penetrazione delle cosiddette *private labels* nelle conserve), che portano ad una significativa contrazione del Margine Operativo Lordo delle attività conserviere e lattiero-casearie. L'acquisizione Del Monte compensa solo parzialmente tale andamento e, con l'uscita nel 1999 dal comparto lattiero-caseario (settore storicamente redditizio) peggiora ulteriormente la capacità reddituale del Gruppo.



A titolo indicativo, il margine operativo lordo del *business* conserve e frutta (che mediamente pesa più del 70% dei ricavi prodotti e pertanto è il principale generatore di cassa del Gruppo) è compreso tra il 6 e l'8% del fatturato, come nel periodo 1994-1997, ma è ampiamente sotto ai livelli auspicati dal management e adeguati a sostenere la forte esposizione finanziaria. Tale risultato è ancor più allarmante se si considera che dal 2000 sono consolidati anche i risultati reddituali della Del Monte

Pacific, società che tipicamente ha dato e dà ancora oggi un contributo determinante ai risultati del Gruppo.

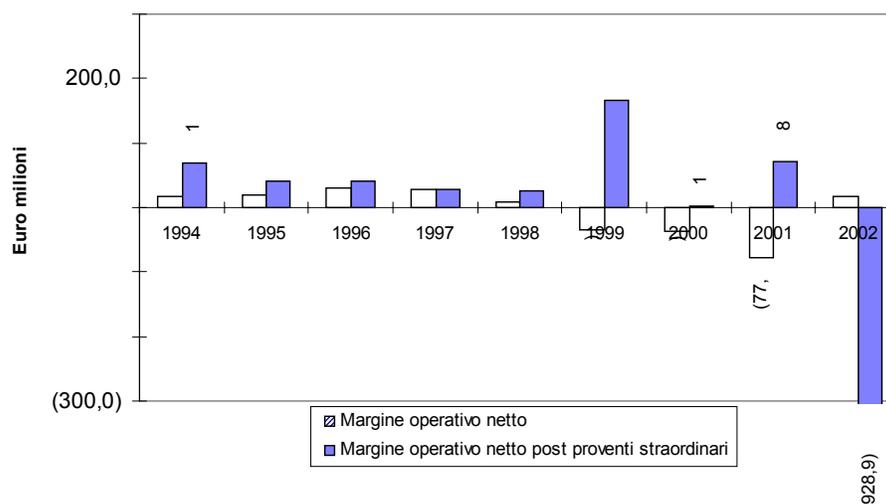
g) Investimenti in settori onerosi, non profittevoli e non sinergici. Poco coerenti con la strategia di Gruppo appaiono gli ingenti investimenti immobiliari (solo in piccola parte produttivi di reddito) o la partecipazione nel Panificio Moderno. Ma l'esempio più evidente di investimento in settori onerosi, non profittevoli e non sinergici è offerto dalla Lazio, i cui risultati negativi hanno significativamente influenzato gli esercizi dal 2000 al 2002.

Dal 1998 al 2002 la Lazio ha infatti registrato perdite complessive per oltre Euro 190 mln. I risultati negativi sono imputabili ad investimenti effettuati per l'acquisto di calciatori e alle conseguenti crescenti quote di ammortamento e costi del personale, non compensati da un'adeguata crescita dei ricavi caratteristici (pubblicità, diritti televisivi, merchandising, ecc.). A ciò si è aggiunta la significativa riduzione delle plusvalenze sulla cessione dei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori. Dal punto di vista finanziario la partecipata SS Lazio, ad eccezione del positivo esito della quotazione nel 1998 da cui è emersa una plusvalenza di Euro 20 mln., ha assorbito ingenti risorse del Gruppo per aumenti di capitale per oltre Euro 78 mln., cui occorre sommare il prezzo pagato al gruppo Cragnotti & Partners per l'acquisizione nel 1997 (Euro 44 mln.) e il riacquisto del 23% nel 1999 per Euro 72 mln.

La vicenda Lazio si conclude con la quasi integrale svalutazione della partecipazione nel bilancio consolidato del Gruppo Cirio 2002.

- h) Andamento del mercato agro-alimentare.** Il segmento dei prodotti conservati è un mercato maturo, altamente concentrato, con una forte competizione sui prezzi, difficoltà di differenziazione dei prodotti e forti problemi di rinnovamento e graduale erosione del premio normalmente riconosciuto sui prodotti più rinomati. Un tale contesto competitivo ha favorito nel corso degli anni la penetrazione delle *private labels* (marchi privati) particolarmente nei comparti dei prodotti più difficilmente differenziabili (quali quelli a base di pomodoro, vegetali e frutta) e ha spinto i grandi gruppi internazionali a diversificare il proprio portafoglio prodotti nei comparti più dinamici e con le migliori prospettive di sviluppo. I prodotti a base di pomodoro e vegetali rappresentano il comparto più ampio sia in termini di volume che di fatturato su tutti i mercati principali, ma anche il comparto che maggiormente ha risentito delle difficoltà del settore. Il comparto della frutta in scatola e dei succhi ha risentito meno della crisi del settore anche grazie alla maggiore facilità di innovazione, con il lancio di prodotti con premio nel prezzo.
- i) Forte dipendenza dei risultati netti del gruppo da componenti straordinarie di reddito.** Tra il 1994 e il 2002 si osserva che le componenti straordinarie di reddito (prevalentemente dovute a plusvalenze da cessioni di partecipazioni) hanno contribuito in maniera significativa ai risultati complessivi del Gruppo. Dal 1994 in poi il Gruppo ha beneficiato di significativi apporti straordinari che hanno bilanciato la scarsa marginalità operativa.
- Operazioni quali la cessione del marchio Bertolli nel 1994, la cessione del marchio Castellino nel 1995, la rivalutazione della partecipazione SS Lazio nel 1997, la quotazione della SS Lazio

nel 1998, la cessione del comparto latte e la cessione di parte della Del Monte Pacific nel 1999, la rinuncia del credito Cirio Holding verso Cirio Finanziaria nel 2001 e le plusvalenze nette generate con la cessione dei diritti alle prestazioni dei calciatori della SS Lazio sono esempi delle più rilevanti transazioni che hanno significativamente e positivamente influenzato i risultati di esercizio. Questo fenomeno è rappresentato nel grafico che segue.



- j) **Difficoltà di effettuare dismissioni sia a causa dell'andamento negativo del mercato finanziario, sia a causa della eccessiva rigidità del Gruppo, dovuta anche ad una pluralità di garanzie incrociate.** Da quanto precedentemente evidenziato, per alcuni anni il Gruppo ha beneficiato delle plusvalenze rivenienti da cessione di partecipazioni. Tale aspetto potrebbe essere considerato "normale" se si guarda al Gruppo Cirio come holding finanziaria, che combina l'attività di gestione operativa delle partecipazioni con la compravendita delle stesse,

da cui auspicabilmente ci si attende la generazione di valore per gli azionisti e quindi l'emersione di plusvalenze. Fino al 1999 le cessioni effettuate dal Gruppo hanno generalmente prodotto plusvalenze. Dal 2000 però la tendenza si inverte e il Management non riesce a perfezionare la cessione di Bombril alla Clorox, né le altre cessioni di partecipazioni quali Cisim Food, Del Monte Pacific, Cirio Agricola e Cirio Immobiliare (cessioni, queste ultime, tentate nella seconda parte del 2002 e nel 2003). Ciò conferma la difficoltà del Gruppo di rientrare degli investimenti fatti attraverso la "normale" attività di cessione e quindi di creare valore. Si ritiene che tale difficoltà sia dipesa da una combinazione di fattori, tra cui vanno considerate la crisi dei mercati finanziari e la crisi valutaria in Brasile, con la forte svalutazione del Reais che ha avuto un impatto significativo sui valori attribuibili alla partecipazione di Cirio Finanziaria in Bombril.

Oltre a questi fattori, legati all'andamento del mercato, la difficoltà di procedere a dismissioni è stata accentuata da una notevole rigidità del Gruppo derivante da un massiccio ricorso a garanzie incrociate.

In definitiva, il Gruppo ha registrato sempre crescenti difficoltà a conseguire plusvalenze attraverso operazioni di cessione.

5. Lo stato analitico – estimativo delle attività

5.1 *Obiettivi e criteri seguiti*

Secondo la disposizione dell'art 28 del D.Lgs.270/99 lo stato analitico-estimativo delle attività rappresenta un allegato della relazione del Commissario Giudiziale. Tuttavia sembra utile fornire, nel corpo della relazione, una descrizione sintetica dei risultati a cui si è pervenuti, nonché dei criteri adottati e della documentazione utilizzata.

Nel seguente paragrafo vengono analizzate la composizione dell'attivo patrimoniale delle quattro società dichiarate in stato di insolvenza.

Nella redazione nello stato analitico ed estimativo dell'attivo si è proceduto in due distinti modi:

- Per quanto concerne **Cirio Del Monte Italia s.p.a.**, unica azienda operativa delle quattro società dichiarate insolventi, l'analisi riguarda le singole poste dell'attivo.

Tale analisi, che verrà più compiutamente descritta in allegato, evidenzia che una importante percentuale delle poste contabili (oltre 1/3) è relativa ad immobilizzazioni immateriali, prevalentemente riconducibili ai valori netti di acquisto dei marchi Cirio, De Rica e Mangiaebevi. Inoltre dalla lettura delle note di commento alla situazione patrimoniale al 03/07/2003 predisposte dalla società stessa, emerge che "la medesima è idonea a rappresentare la situazione dei conti di periodo infra-annuale", nonché che "la valutazione delle varie voci, ai sensi dell'art. 2423 bis è stata effettuata nella prospettiva della continuazione dell'attività aziendale". Tenendo conto dei fattori sopra

descritti, e considerando l'assenza di proiezioni economico-finanziarie di medio-lungo periodo o di altre informazioni o perizie che suggeriscano un'eventuale rettifica dei valori dei marchi e avviamento già inclusi in bilancio o delle altre voci dell'attivo, si è pertanto ritenuto adeguato un approccio estimativo basato sui dati contabili predisposti dall'istante, rettificati o integrati ove ritenuti palesemente poco rappresentativi.

- Per quanto concerne **Cirio Holding s.p.a., Cirio Finanziaria s.p.a. e Cirio Del Monte NV**, in quanto società non operative il cui attivo è prevalentemente composto da partecipazioni o crediti intragruppo, si è proceduto a presentare il valore iscritto in bilancio, raffrontato con il patrimonio netto contabile delle società partecipate e i valori desunti da valutazioni di terzi (ove esistenti) disponibili in azienda.

Dati i limiti impliciti dell'indagine effettuata, si rimanda ad un più compiuto esame che, in caso di ammissione delle imprese dichiarate insolventi alla procedura di amministrazione straordinaria, i commissari straordinari potranno effettuare.

5.1.1 Limiti dell'indagine

Lo stato analitico ed estimativo delle attività è stato predisposto sulla base delle informazioni e del tempo a disposizione. L'analisi e le considerazioni, fatte circa il valore stimato delle attività della Società Insolventi, sono necessariamente basate su dati contabili e, pertanto, devono essere considerate come stime indicative basate su criteri di ragionevolezza e prudenza. Le stime, infatti, non hanno valenza di perizie sul valore intrinseco/teorico delle stesse, né di valutazioni di mercato, in quanto tra l'altro in questa sede il lavoro dei Commissari Giudiziali non considera aspetti negoziali e contrattuali specifici, valutazioni soggettive delle parti, la loro forza

contrattuale, che potrebbero avere un impatto significativo sulle considerazioni effettuate.

5.1.2 Documentazione utilizzata

Si evidenzia il fatto che alcuni bilanci delle Società Insolventi al 31/12/2002 e tutte le situazioni patrimoniali ed economiche infrannuali fornite ai Commissari Giudiziali per effettuare le dovute analisi non sono state sottoposte a certificazione da parte dei Revisori del Conti delle Società Insolventi e pertanto, in sede di verifica successiva, potrebbero emergere modifiche e aggiustamenti anche rilevanti al momento non noti.

Si è comunque ritenuto appropriato utilizzare i dati più recenti in quanto più rappresentativi dello stato dell'attivo delle quattro aziende insolventi. Di seguito un elenco sintetico della documentazione utilizzata:

- bilancio di esercizio certificato al 31/12/2002 di Cirio del Monte Italia s.p.a. e Situazione Patrimoniale al 30/06/2003
- progetto di bilancio Cirio Del Monte NV al 31/12/2002 non certificato e Situazione Patrimoniale al 30/06/2003
- bilancio di esercizio Cirio Finanziaria s.p.a. al 31/12/2002 e situazione patrimoniale al 30/06/2003
- bilancio di esercizio Cirio Holding s.p.a. al 31/12/2002 e Situazione Patrimoniale al 30/06/2003

5.2 Le poste dell'attivo di Cirio Del Monte Italia s.p.a.

Nel presente paragrafo si riporta uno schema di sintesi dello stato analitico-estimativo delle attività di Cirio Del Monte Italia s.p.a. La data di riferimento della Situazione Patrimoniale è il 30/6/2003. In assenza di una nota integrativa compiuta relativamente alla situazione patrimoniale analizzata, si è fatto anche riferimento alle indicazioni presenti nella Nota Integrativa al

bilancio al 31/12/2002 in quanto i principi di redazione sono quelli evidenziati nella medesima.

Dalle note di commento predisposte dalla società si evince inoltre che “la valutazione delle varie voci, ai sensi dell’art. 2423 bis. c.c. è stata effettuata nella prospettiva della continuazione dell’attività e quindi riflette le situazioni patrimoniali, finanziarie ed economiche di un’impresa in funzionamento”.

Cirio Del Monte Italia Spa		dati in € '000		
	31/12/2002	30/06/2003	Rettifiche	Valore
Immobilizzazioni immateriali	166.376		0	164.065
<i>di cui:</i>				
costi di impianto, licenze, ricerca e svi	950			
marchio Cirio	107.732	106.292		
marchio De Rica	51.209	50.524		
marchio Mangiaebevi	2.279	2.112		
avviamento conserve Cirio	4.048	3.931		
Immobilizzazioni materiali	82.538	79.314	(22)	79.292
<i>di cui:</i>				
Stabilimento S. Polo	28.897			
Stabilimento Sezze	6.323	6.314		
Stabilimento Caivano	24.701			
Stabilimento Pagani	3.060	2.707	(22)	2.685
Stabilimento S.Felice sul Panaro	17.452	16.913		
Immobilizzazioni finanziarie	1.329	1.141	0	1.141
Rimanenze	73.802	42.927	0	42.927
<i>di cui:</i>				
Materie prime	9.765	9.245		
Prodotti in corso di lav.	22.998	9.596		
Prodotti finiti	41.039	24.084		
Crediti commerciali	107.404	83.512	(16.934)	66.578
<i>di cui:</i>				
scaduto da oltre 6 mesi (**)		15.486	(15.486)	
scaduti da oltre 3 mesi (**)		2.677		
scaduti da 1 a 3 mesi (**)		5.544		
verso società del gruppo		13.600		
verso società del gruppo scaduti da oltre 6 mesi (**)		11.597		
in contenzioso		8.204	(1.448)	
Attività finanziarie	53.998	53.417	(48.502)	4.915
<i>di cui:</i>				
crediti v/ controllate e consociate	3.547	4.915		
crediti v/ controllanti in stato di insolve	50.451	48.502	(48.502)	
Disponibilità liquide	1.970	3.274	0	3.274
Ratei e risconti	2.942	3.521		3.521

(*) Situazione infrannuale predisposta dalla società

(**) Dati aggiornati al 31/08/2003

Di seguito i dettagli delle poste sinteticamente esposte nella tabella precedente.

A Immobilizzazioni Immateriali

<p>Consistenza</p> <p>Euro 164 mln.</p>	<p>Sono costituite prevalentemente dai marchi Cirio, De Rica e Mangiaebevi, nonché dall'avviamento sorto a seguito del conferimento della divisione conserve Cirio</p>
<p>Criteri di Valutazione di bilancio</p>	<p>I valori dei marchi Cirio e De Rica sono determinati da perizie giurate in sede di conferimento in data 31 maggio 2000 da parte di Cirio s.p.a. in Cirio Alimentare s.p.a. Il marchio Mangiaebevi è invece di provenienza Del Monte, il cui valore è stato determinato in base a perizia giurata del 9 marzo 2000.</p>
<p>Valore rettificato</p> <p>Non applicabile</p>	<ul style="list-style-type: none"> □ I diritti di brevetto industriale e utilizzazione opere di ingegno ammontano a 915.000 Euro e sono inerenti alla licenza di uso di software gestionali a tempo indeterminato, che vengono ammortizzati in 5 anni. Si ritiene di mantenere tale appostazione. □ L'appostazione di Euro 159 mln. relativi ai marchi Cirio, De Rica e Mangiaebevi rappresenta la voce più significativa delle immobilizzazioni immateriali. In mancanza di specifica perizia di stima, e di informazioni che possano supportare un valore differente del marchio si mantiene invariata tale posta, che potrà essere suscettibile di riduzione in considerazione del fatto che implicitamente essa rappresenta l'avviamento della società nel suo complesso. Si nota che la redditività delle attività Cirio-De Rica, che tipicamente rappresenta uno dei parametri per la valorizzazione dei marchi, negli ultimi esercizi non giustifica il valore pieno dell'avviamento e delle immobilizzazioni immateriali iscritte in bilancio. La quantificazione di un valore di presumibile realizzo non è però ad oggi stimabile in maniera puntuale, dipendendo da molteplici

	fattori quali ad esempio aspetti negoziali tra venditore e acquirente, valutazioni soggettive delle parti, il numero di controparti e il grado di interesse verso i marchi di proprietà della società, il potenziale di sviluppo e redditività che un acquirente si attende, ecc.
--	---

B Immobilizzazioni Materiali

<p>Consistenza</p> <p>Euro 79,3 mln.</p>	<p>Sono costituite prevalentemente dai terreni, fabbricati, impianti, macchinari, attrezzature industriali e commerciali relative ai quattro stabilimenti dell'attività conserviera, a cui si è aggiunto lo stabilimento utilizzato per la produzione di conservati di frutta. In particolare:</p> <p>Stabilimento di San Polo Stabilimento di Sezze (non utilizzato) Stabilimento di Caivano Stabilimento di Pagani (non utilizzato) Stabilimento di S. Felice sul Panaro</p>
--	--

<p>Criteri di Valutazione di bilancio</p>	<p>Sono iscritte al costo di acquisto comprensivo degli oneri accessori e del costo di eventuali lavori incrementativi o al valore di conferimento per quanto attiene alla divisione conserve Cirio, la cui residua possibilità di utilizzazione è stata determinata con apposita perizia indipendente all'epoca del conferimento. In particolare i valori degli stabilimenti di S.Polo, Caivano, Pagani e Sezze sono determinati da perizie giurate in sede di conferimento in Cirio Alimentare s.p.a. Lo stabilimento di S. Felice è stato acquisito in sede di fusione per incorporazione della società Del Monte Italia s.p.a. nella Cirio Alimentare.</p>
--	--

<p>Valore rettificato</p> <p>Euro 79 mln.</p>	<p>Per quanto riguarda gli stabilimenti operativi viene mantenuto il valore di bilancio. Per quanto riguarda i due stabilimento non utilizzati:</p> <ul style="list-style-type: none"> □ Stabilimento di Sezze: nel corso del 2000 e 2001 l'azienda ha operato svalutazioni
---	--

	<p>specifiche delle immobilizzazioni materiali per oltre 6 mln. di Euro, portandolo al valore di presumibile realizzo come da Nota Integrativa e non si hanno elementi o perizie aggiornate che giustificano ad oggi un'ulteriore svalutazione. In data 15 luglio 2002 era stato firmato un preliminare di cessione, poi risolto in data 18 dicembre 2002, che prevedeva un prezzo di Euro 3,09 mln. Il valore netto di libro, pari a Euro 6,3 mln., è formato da Euro 3,1 di fabbricati e impianti fissi (in linea con il valore del preliminare di cessione) mentre la rimanente parte è formata da attrezzature e macchine asportabili. Pertanto si è mantenuto il valore confermato dal management dell'azienda al 30/06/03.</p> <ul style="list-style-type: none"> □ Stabilimento di Pagani: iscritto in bilancio al 30/6 a Euro 2,7 mln., nel 2002 è stato oggetto di trattativa per la cessione, che ha portato alla firma di un contratto preliminare di vendita. Anche se tale contratto non prevede la cessione di parte degli impianti e attrezzature, in questa sede si ritiene opportuno utilizzare l'importo previsto da contratto preliminare pari a Euro 2,68 mln.
--	---

C Immobilizzazioni Finanziarie

<p>Consistenza</p> <p>Euro 1,1 mln.</p>	<p>Sono costituite prevalentemente da crediti per anticipo imposta TFR. In minima parte (complessivi 100.000 Euro) si riferiscono a partecipazioni in imprese controllate (Cirio Deutschland, Consorzio Co.Pom.) imprese collegate e altre imprese.</p>
---	---

<p>Criteri di Valutazione di bilancio</p>	<p>Data l'irrelevanza degli importi relativi alle partecipazioni, in questa sede ci si limita all'analisi della posta più rilevante, il credito per anticipo imposta TFR, iscritto al valore nominale, corrispondente da nota integrativa al valore di presunto realizzo.</p>
--	---

Valore rettificato Euro 1,1 mln.	Data la natura del credito si ritiene di non apportare aggiustamenti al valore di bilancio.
---	---

D Rimanenze

Consistenza Euro 42,9 mln.	Sono composte da rimanenze prodotti finiti, semilavorati, materie prime, imballi, ecc.
---	--

Criteri di Valutazione di bilancio	La valutazione delle rimanenze è stata effettuata valorizzando le quantità risultanti dai libri obbligatori al full cost standard ed è comprensiva di merce sottoposta ad azione cautelare ed esecutiva per Euro 729.152.
---	---

Valore rettificato Euro 42,9 mln.	Sulla base di indicazioni del management dell'azienda circa la movimentazione delle rimanenze, tale importo viene mantenuto invariato.
--	--

E Crediti Commerciali

Consistenza Euro 83,5 mln.	<ul style="list-style-type: none"> □ Crediti commerciali verso clienti nazionali ed internazionali, crediti verso l'erario e verso società del Gruppo Cirio per le vendite di beni e servizi regolati contrattualmente a condizioni di mercato. □ Crediti verso imprese consociate e collegate. Le poste più rilevanti sono verso: <ul style="list-style-type: none"> - Cirio Del Monte NE (commercializzazione prodotti Cirio in UK, ed Europa Continentale); Euro 2,3 mln. - Cirio del Monte International Inc. (commercializzazione negli altri mercati); Euro 7,8 mln. - Cirio Del Monte International SA; Euro 2,2 mln. - Cirio Brasil; Euro 0,67 mln. - Del Monte Kenia - Cirio Del Monte Hellas.
---	--

	<ul style="list-style-type: none"> □ L'importo dei crediti verso società del gruppo in stato di insolvenza non è significativo <p>I crediti verso altri sono per lo più composti da crediti IVA a rimborso, crediti IRPEG e acconti IRAP</p>
--	--

Criteri di Valutazione di bilancio	Sono esposti al valore di presunto realizzo, mediante opportuni stanziamenti iscritti a rettifica dei valori nominali in funzione delle perdite prevedibili.
---	--

Valore rettificato Euro 66,5 mln.	<p>Sulla base delle indicazioni fornite dall'azienda si è ritenuto prudenzialmente di stimare le seguenti rettifiche:</p> <ul style="list-style-type: none"> □ azzerare i crediti scaduti da più di 6 mesi □ azzerare la porzione dei crediti in contenzioso, non svalutati (Euro 8.2 mln. di crediti in contenzioso contro Euro 6,7 mln. di fondo svalutazione)
--	--

F Attività Finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni

Consistenza Euro 53,4 mln.	<p>I crediti verso imprese controllanti (Euro 48,5 mln.) rappresentano i saldi attivi dei conti correnti di corrispondenza fruttiferi intrattenuti con:</p> <ul style="list-style-type: none"> □ Cirio Holding Euro 9.846 □ Cirio Finanziaria Euro 181.184 □ Cirio Del Monte NV Euro 48,3 mln. <p>A seguito della cessione dell'intero pacchetto azionario della Cirio Del Monte Italia da parte della Cirio Finanziaria a Cirio Del Monte NV in data 02/2002, la Cirio Del Monte NV si è accollata l'intero debito che la cedente aveva nei confronti della Cirio Del Monte Italia.</p> <p>I crediti verso imprese consociate (Euro 4,9 mln.) sono rappresentati dalle seguenti poste:</p> <ul style="list-style-type: none"> □ Cirio France Euro 4,5 mln. □ Panificio Moderno Euro 0,3 mln.
---	---

	□ Cirio Agricola	Euro 0,04 mln.
--	------------------	----------------

Criteri di Valutazione di bilancio	Sono iscritte al valore nominale corrispondente a quello presunto di realizzo
---	---

Valore rettificato Euro 4,9 mln.	<p>Si ritiene opportuno svalutare completamente i crediti vantati verso le società controllanti (Euro 48,5 mln.), in quanto dichiarate insolventi alla data e pertanto detti importi non possono essere considerati effettiva e certa disponibilità futura di liquidità e non è possibile prevedere il <i>quantum</i> riveniente dal riparto dell'attivo delle suddette società.</p> <p>Per quanto attiene i crediti verso le società collegate, e in particolare il credito vantato verso Cirio France, essendo gli stessi inerenti alla normale attività commerciale e non avendo informazioni riguardo a potenziali sofferenze essi vengono riportati come da valori di bilancio.</p>
---	--

5.3 Le poste dell'attivo di Cirio Del Monte NV

Di seguito vengono analizzate la composizione e le caratteristiche dell'attivo patrimoniale di Cirio Del Monte NV. La società opera come holding di partecipazioni, senza effettiva attività operativa diretta se non quella di gestione delle partecipazioni, gestione dei rapporti di finanziamento verso società del Gruppo Cirio Finanziaria e verso le proprie controllate/collegate, raccolta finanziamenti dal mercato dei capitali (ad esempio obbligazioni per Euro 175 mln. e debito verso Rabobank di circa euro 30 mln.).

Considerando la struttura dell'attivo ci si è limitati ad analizzare le poste più rilevanti. Circa l'80% dell'attivo della Cirio Del Monte NV è rappresentato da società partecipate, il cui valore di libro è pari al valore di conferimento o acquisto da società correlate. La restante parte dell'attivo è principalmente costituita da crediti finanziari verso controllanti e controllate. In particolare si evidenzia il credito di Euro 130 mln. nei confronti di Del Monte Finance Lux, società controllata al 99% e veicolo per l'emissione di Euro 200 mln. di obbligazioni.

Dato il periodo di tempo previsto per la stesura di questa relazione e i suoi obiettivi si è ritenuto opportuno confrontare i valori in oggetto con il valore del patrimonio netto contabile delle società partecipate.

Cirio Del Monte NV

dati in € '000

	31/12/2002 (*)	30/06/2003 (**)	Rettifiche	Valore rettificato
Immobilizzazioni immateriali	10.537	10.537	0	10.537
<i>di cui: marchio Just Juice</i>	10.537			
Immobilizzazioni materiali	-	-		
Immobilizzazioni finanziarie	716.205	715.791	(449.917)	265.874
<i>di cui: partecipazioni imprese controllate</i>				
<i>Del Monte Overseas Ltd (Pacific)</i>	291.303	291.303	(136.217)	155.086
<i>South Africa Pty Ltd</i>	25.500	25.500	(697)	24.803
<i>Cirio Del Monte Italia SpA</i>	300.000	300.000	(300.000)	0
<i>Cirio Brasil SA</i>	16.002	16.002	(12.877)	3.125
<i>Del Monte Finance Lux</i>	126	126	(126)	0
<i>Cirio Del Monte Foods Int. Ltd.</i>	76.625	76.625	0	76.625
<i>Credito Union Western</i>	6.649	6.235		6.235
Rimanenze	-	-		-
Crediti commerciali	311	375		375
Attività finanziarie	167.713	172.338	(133.344)	38.994
<i>di cui: crediti v/ controllate e consociate</i>	167.713	172.338	(133.344)	
Disponibilità liquide	1	1		1
Ratei e risconti attivi	627	485		485

(*) Bilancio non certificato

(**) Situazione semestrale non certificata

Di seguito i dettagli delle poste sinteticamente esposte nella tabella precedente.

A Immobilizzazioni Immateriali

Consistenza Euro 10,5 mln.	Sono costituite dal marchio Just Juice, acquisito nel 1998 dalla Del Monte Group Limited per circa Euro 13,5 mln. e successivamente trasferito alla Cirio Del Monte NV nel 2002.
---	--

Criteri di Valutazione di bilancio	Iscritto al costo storico. Il valore presentato è al netto di un ammortamento effettuato pro-forma nel corrente mese dietro indicazione della società di revisione.
---	---

Valore rettificato Euro 10,5 mln.	La società ha prodotto la documentazione e valutazioni di terzi a supporto del valore iscritto in bilancio. Da un'analisi sommaria dei dati presentati emerge che il marchio Just Juice ha prodotto ricavi per GBP 12 mln. nel 2002, dimostrando di avere vita economica residua. Non si ritiene pertanto in questa sede di dover prevedere correzioni del valore riportato.
--	--

B Immobilizzazioni Finanziarie

Consistenza Euro 715 mln.	Rappresenta la posta più rilevante dell'attivo immobilizzato della società (circa l'80%). Le principali partecipazioni sono: <ul style="list-style-type: none"> ○ Del Monte Overseas - 100% ○ Cirio Brasil – 100% ○ Cirio Del Monte Italia s.p.a. – 100% ○ Del Monte Finance Luxembourg – 99% ○ Cirio Del Monte Foods Int. –100% ○ Cirio Del Monte South Africa –100%
--	---

<p>Criteri di Valutazione di bilancio</p>	<p>Iscritte al costo storico di acquisto o al valore di conferimento. Nel solo 2002 sono state conferite o acquisite dalla società la Cirio Brasil (acquisita dalla correlata Bombril Holding per Euro 16 mln.), la Cirio Del Monte Italia s.p.a. (conferita da Cirio Finanziaria s.p.a. attraverso aumento di capitale per complessivi Euro 300 mln.), la Cirio Del Monte Foods Int. (conferita dal gruppo Del Monte Overseas già controllato al 100% dalla Cirio Del Monte NV), Del Monte Finance Lux. I valori contabili nell'attivo sono supportati da valutazioni fatte da consulenti esterni alla data delle singole operazioni. In particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Valutazione Ernst & Young datata 20/11/2001 relativa a Cirio Brasil SA ○ Valutazione Medinvest del Gruppo Del Monte Del Monte Royal datata Luglio 2001 ○ Valutazione Medinvest della Del Monte Italia datata Gennaio 2002
--	--

<p>Valore rettificato</p> <p>Euro 265 mln. (si legga commento su Cirio Del Monte Italia)</p>	<p>In linea generale si è adottato un approccio quanto più prudentiale, utilizzando il dato più conservativo disponibile relativamente a ciascuna partecipazione, emerso dal confronto tra valore iscritto in bilancio e patrimonio netto della società partecipata. Tale approccio è giustificato dal fatto che, da indicazioni sull'andamento delle partecipate nei primi 9 mesi dell'anno, emergono scostamenti negativi tra budget e consuntivo per tutte le realtà operative e che tutte le partecipazioni, ad eccezione della Del Monte Pacific (controllata da Del Monte Overseas), registrano risultati negativi.</p> <ul style="list-style-type: none"> □ Del Monte Overseas: il valore iscritto in bilancio è inferiore al valore di patrimonio netto al 31/12/2002. Si è pertanto preso a riferimento il valore di carico, salvo gli aggiustamenti di seguito descritti. Sulla base delle informazioni a disposizione l'attivo della Del Monte Overseas è, infatti, principalmente costituito dalla partecipazione nella quotata Del Monte Pacific e da crediti vantati verso società del gruppo tra cui quelli verso la controllante Cirio Del Monte NV. Il valore nominale dei crediti vantati da società
--	---

	<p>della Del Monte Overseas verso la controllante (al netto dei debiti) è pari a circa Euro 136 mln., che trovano contropartita nel passivo della Cirio Del Monte NV. Essendo quest'ultima in stato di insolvenza, ai fini di una prudentiale rappresentazione dell'attivo si è ritenuto opportuno presentare il valore della Del Monte Overseas al netto di tali crediti. Il valore risultante si basa sul presupposto che altre poste creditorie di società della Del Monte Overseas siano esigibili al loro valore nominale, analisi non svolta nel corso della presente analisi.</p> <ul style="list-style-type: none"> □ Cirio Brasil: si è preso a riferimento il valore del patrimonio netto al 31/12/2002, inferiore al valore iscritto in bilancio. □ Cirio Del Monte Italia: è controllata al 100% dalla Cirio Del Monte NV e pertanto il valore di presumibile realizzo è il valore delle azioni detenute dall'azionista. Tenuto conto che Cirio Del Monte Italia è una delle società dichiarate insolventi, non è ad oggi possibile stimare tale valore e si rimanda pertanto alla trattazione dello stato analitico ed estimativo delle attività Cirio Del Monte Italia. La società infatti ha un patrimonio netto di Euro 141 mln. al 31/12/2002, significativamente inferiore al valore di conferimento pari a Euro 300 mln. Occorre aggiungere che la società è garante delle emissioni di obbligazioni del Gruppo Cirio Finanziaria per un importo complessivo di Euro 500 mln. e pertanto dovrà far fronte alle obbligazioni di regresso rinvenienti da tali garanzie. A tale riguardo infatti nella situazione al 30/6/2003 è stato iscritto parte del debito garantito (Euro 300 mln.) con conseguente abbattimento del patrimonio netto che risulta essere negativo e pari a -Euro 179 mln. L'effettivo valore di realizzo dipende da variabili ad oggi non conosciute, e <i>in primis</i> dalla liquidità che rimmarrà all'azionista successivamente al riparto dell'attivo. □ Del Monte Finance Luxembourg. Società veicolo per l'emissione di notes, con patrimonio netto al 30/6/2003 pari a -8,6 mln. di Euro.
--	---

	<ul style="list-style-type: none"> □ Cirio Del Monte Foods International: il valore iscritto in bilancio è inferiore al valore di patrimonio netto al 30/06/2003. Si rammenta che le azioni della Cirio Del Monte Foods Ltd. sono pignorate da parte di Rabobank. Prudenzialmente si è mantenuto il valore di carico. □ Cirio Del Monte South Africa: il patrimonio netto è in linea con il valore di carico e con valutazioni di terzi.
--	--

C Attività Finanziarie

Consistenza Euro 172 mln.	E' costituito da crediti vantati verso società controllate o controllanti.
--	--

Criteri di Valutazione di bilancio	Sono iscritte al valore nominale corrispondente a quello presunto di realizzo
---	---

Valore rettificato Euro 39 mln.	Si ritiene opportuno svalutare completamente i crediti vantati verso la Cirio Finanziaria s.p.a. pari a Euro 51.000 e verso Del Monte Finance Luxembourg (veicolo costituito per l'emissione di Euro 200 mln. di obbligazioni) pari a Euro 129 mln. in quanto detti importi non possono essere considerati effettiva e certa disponibilità futura di liquidità e non è possibile prevedere il <i>quantum</i> riveniente dal riparto dell'attivo della Cirio Finanziaria Spa.
--	--

5.4 Le poste patrimoniali dell'attivo di Cirio Finanziaria s.p.a.

Nel presente paragrafo vengono analizzate la composizione e le caratteristiche dell'attivo patrimoniale di Cirio Finanziaria s.p.a. La società opera come holding di partecipazioni, senza effettiva attività operativa diretta se non quella di gestione delle partecipazioni, gestione dei rapporti di finanziamento verso società del Gruppo e raccolta finanziamenti dal mercato dei capitali.

Considerando la struttura dell'attivo ci si è limitati ad analizzare le poste più rilevanti. Circa l'84% dell'attivo della Cirio Finanziaria s.p.a. è rappresentato da società partecipate. La restante parte dell'attivo è principalmente costituita da crediti finanziari di cui il più rilevante è quello vantato verso la SS Lazio per circa Euro 35 mln.

Dato il periodo di tempo previsto per la stesura di questa relazione e i suoi obiettivi si è ritenuto opportuno confrontare i valori in oggetto con il valore del patrimonio netto contabile delle società partecipate.

Cirio Finanziaria SpA - ATTIVO

dati in € '000

	31/12/2002 (*)	30/06/2003 (**)	Rettifiche	Valore rettificato
Immobilizzazioni immateriali	1.365	1.085	(1.085)	0
<i>di cui: costi di impianto concessioni, licenze & marchi avviamento</i>				
Immobilizzazioni materiali	1.428	1.405	0	1.405
<i>di cui: terreni e fabbricati impianti e macchinari</i>				
Immobilizzazioni finanziarie	471.623	471.633	(470.747)	886
<i>di cui: partecipazioni imprese controllate</i>	471.471	471.480		
<i>Cirio Del Monte NV</i>	470.441	n.d	(470.441)	0
<i>Cirio Ricerche Scpa</i>	783	n.d	(306)	477
<i>Del Monte Foods Holding SA</i>	127	n.d		
<i>Arlecchino Distribuzione Srl in Liquid.</i>	120	n.d		
<i>Cirio Finance Luxembourg SA</i>	0	n.d		
<i>crediti finanziari verso terzi oltre 12 mesi</i>	80	80		
Rimanenze	2.673	2.673	0	2.673
Crediti	65.077	64.492	0	64.492
<i>di cui: infragruppo</i>	1.524	1.991		
<i>verso clienti</i>	3.366	2.838		
<i>crediti IVA e per imposte dirette</i>	59.147	59.663		
Attività finanziarie	162.907	164.260	(95.131)	69.129
<i>di cui: partecipazioni imprese controllate</i>	123.556	123.556		
<i>Bombril Holding SA</i>	113.636	n.d	(93.199)	20.437
<i>Cirio Agricola SpA</i>	4.151	4.201		
<i>Cirio Del Monte Portugal SpA</i>	4.108	n.d		
<i>Cirio Immobiliare SpA</i>	804	n.d	(777)	27
<i>Cirio Lazio Immobiliare</i>	587	n.d		
<i>Panificio Moderno</i>	270	n.d		
<i>partecipazioni imprese collegate</i>				
<i>Società Sportiva Lazio SpA</i>	3.725	3.670	(370)	3300
<i>crediti v/ controllate</i>	84.214	1.292		
<i>crediti verso SS Lazio</i>	32.182	34.957		
<i>crediti v/ controllante</i>	40.452	785	(785)	0
<i>(fondo sval. crediti infragruppo)</i>	(121.312)	(124.601)		
Disponibilità liquide	401	305	0	305
Ratei e risconti attivi	4.188	4.587	0	4.587

n.d.: non disponibile

(*) Bilancio certificato

(**) Situazione non certificata

Di seguito i dettagli delle poste sinteticamente esposte nella tabella precedente.

A Immobilizzazioni Immateriali

Consistenza Euro 1 milione	Consiste in oneri capitalizzati per l'accensione del prestito obbligazionario.
---	--

Criteri di Valutazione di bilancio	Costo storico di acquisizione al netto degli ammortamenti effettuati.
---	---

Valore rettificato Euro 0 mln.	Essendo relativi alle notes attualmente in <i>default</i> , e non permanendo alcuna utilità economica di tale appostazione si ritiene di azzerare il valore.
---	--

B Immobilizzazioni Materiali

Consistenza Euro 1,4 mln.	Consiste principalmente in opere d'arte.
--	--

Criteri di Valutazione di bilancio	Costo storico di acquisizione.
---	--------------------------------

Valore rettificato Euro 1,4 mln.	Non si procede ad alcuna rettifica.
---	-------------------------------------

C Immobilizzazioni Finanziarie

Consistenza Euro 471 mln.	Rappresenta la posta più rilevante dell'attivo immobilizzato della società (circa l'80%). Le principali partecipazioni sono:
--	--

	<ul style="list-style-type: none"> ○ Cirio Del Monte NV - 100% ○ Cirio Ricerche Scpa – 66,67% ○ Del Monte Foods Holding SA – 100% ○ Cirio Finance Luxembourg – 95% ○ Arlecchino Distribuzione –100%
--	--

Criteria di Valutazione di bilancio	Iscritte al costo storico di acquisto o al valore di conferimento.
--	--

Valore rettificato Euro 0,9 mln. (escluso Cirio Del Monte NV)	<ul style="list-style-type: none"> □ Cirio Del Monte NV: è controllata al 100% dalla Cirio Finanziaria s.p.a. e pertanto il valore di presumibile realizzo è il valore delle azioni detenute dall'azionista. Tenuto conto che Cirio Del Monte NV è una delle società dichiarate insolventi, non è, ad oggi, possibile stimare tale valore e si rimanda pertanto alla trattazione dello stato analitico ed estimativo delle attività Cirio Del Monte NV. L'effettivo valore di realizzo dipende da variabili ad oggi non conosciute, e <i>in primis</i> dalla liquidità che rimarrà all'azionista successivamente al riparto dell'attivo e pertanto non si espone alcun valore nella presente relazione. □ Cirio Ricerche Scpa: società fortemente dipendente dagli ordini del Gruppo e in particolare da Cirio Del Monte Italia s.p.a. Il valore è stato rettificato sulla base del patrimonio netto al 30/6/03.
--	--

D Rimanenze

Consistenza Euro 2,7 mln.	Terreni e stabilimenti inattivi destinati alla vendita così come deliberato da CdA. <ul style="list-style-type: none"> ○ S. Maria a Vico – Caserta (stabilimento e terreno) ○ Terreni in provincia di Lecce ○ Cannello ed Arnone – Caserta (caseificio e terreno) ○ Comune di Cellole – Caserta (terreno)
--	---

Criteria di Valutazione di bilancio	Valutazione al minore tra costo storico e valore di presumibile realizzo
--	--

Valore rettificato Euro 2,7 mln.	Il valore di libro è supportato da contratti preliminari di vendita e perizie di terzi indipendenti e pertanto si ritiene di mantenere invariato tale valore.
---	---

E Crediti

Consistenza Euro 64,4 mln.	Crediti verso: <ul style="list-style-type: none"> ○ Clienti terzi (Euro 2,8 mln.) ○ Cirio Del Monte Foods Int. (Euro 1,99 mln.) ○ IVA e imposte dirette (Euro 59,6 mln.)
-----------------------------------	---

Criteria di Valutazione di bilancio	Valutazione di presumibile realizzo
--	-------------------------------------

Valore rettificato Euro 64,4 mln.	Si mantiene il valore iscritto in bilancio tenuto conto che: <ul style="list-style-type: none"> ○ I crediti vs. clienti terzi sono al netto di un fondo svalutazioni che copre circa il 60% di tali crediti ○ I crediti infragruppo sono verso una società operativa <i>in bonis</i>
--	--

F Attività Finanziarie

Consistenza Euro 164 mln.	Include le partecipazioni in imprese controllate e collegate e crediti verso imprese del gruppo
----------------------------------	---

Criteria di Valutazione di bilancio	Iscritte al minore tra il costo di acquisto e il presumibile valore di realizzo desunto dall'andamento del mercato o dalle trattative in corso.
--	---

<p>Valore rettificato</p> <p>Euro 69 mln.</p>	<ul style="list-style-type: none"> □ Bombril Holding SA: controlla il 100% della Tevere Empreendimentos e Construcoes SA e il 38% della quotata Bombril SA. Nell'ipotesi che nell'attivo della società non siano presenti altre poste significative, l'analisi è stata concentrata su queste due partecipazioni: <ul style="list-style-type: none"> ○ Bombril SA: la società ha un patrimonio netto al 30 giugno 2003 pari a Euro 422 mln., il cui pro-quota di pertinenza di Cirio Finanziaria sarebbe il 38% circa. La struttura finanziaria della società appare fortemente irrigidita a seguito principalmente del noto credito vantato verso la controllante, di fatto immobilizzato (tra l'altro svalutato interamente svalutato dalla controllante Cirio Finanziaria s.p.a. che di tale credito è garante). La situazione di debolezza strutturale e finanziaria appena riassunta si è aggravata nel corso del primo semestre, a seguito dell'esercizio di una garanzia pignoratizia con diritto di voto vantata dalla Newco International Ltd. a valere sui titoli ordinari Bombril e connessa al mancato pagamento di parte del pacchetto di controllo Bombril stessa acquistato dalla Cragnotti & Partners all'inizio degli anni '90. L'esercizio da parte del creditore di tale garanzia ha portato alla nomina da parte del Tribunale di Sao Paulo, a fine luglio 2003, di un amministratore giudiziario, che ha revocato il precedente CdA e ne ha insediato un altro "di garanzia". Attualmente, pertanto, la gestione della Bombril SA è, di fatto, fuori dal controllo del Gruppo Cirio, cosa che ha recentemente condotto al deconsolidamento. In considerazione dei contenziosi in essere (si veda paragrafo sul contenzioso) e della impossibilità di prevedere la percentuale di effettiva esigibilità dei suddetti crediti vantati tra l'altro verso la Cirio Finanziaria in stato di insolvenza, si ritiene pertanto prudentiale, considerare al momento pari a zero il valore della partecipazione, in attesa di definire degli scenari di risoluzione delle problematiche
---	--

	<p>evidenziate con le parti coinvolte.</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Tevere Empreentimentos e Construcoes SA: il patrimonio netto della società è circa Euro 20,4 mln., a fronte di attività materiali di Euro 22 mln. Si mantiene pertanto il valore di carico. □ Cirio Agricola: Il valore di carico al 31/12/03 è pari al patrimonio netto alla stessa data. Nonostante la società abbia un debito pari a circa Euro 8,7 mln. verso la SS Lazio, in considerazione della marginalità positiva della società e della struttura patrimoniale dell'attivo (oltre il 90% - Euro 18 mln.) è costituito da immobilizzazioni materiali relative a terreni e fabbricati dove si svolge attività produttiva), si mantiene il valore iscritto. □ Cirio Del monte Portugal: il valore iscritto in bilancio è pari al patrimonio netto e viene mantenuto tale valore. Si ritiene opportuno rammentare che, in considerazione dell'andamento economico negativo dell'azienda, dell'elevata esposizione debitoria (Euro 13 mln. vs. attivo netto di Euro 17 mln.), della forte dipendenza dalle società del Gruppo Cirio, il management nel piano industriale di Bain ha previsto la chiusura/cessione dell'impianto produttivo di Mora. □ Cirio Immobiliare s.p.a.: proprietaria di Palazzo Giovanelli a Venezia, di un immobile in Via Novaro – Roma e di un fabbricato a Fiorenzuola D'Arda. La società ha un debito complessivo di Euro 21 mln. a fronte di un attivo netto (per lo più immobili) di Euro 21 mln. Il patrimonio netto è pertanto quasi pari a 0. □ Cirio Lazio Immobiliare: società non operativa che ha acquisito in leasing l'immobile di via Valenziani per Euro 10 mln. Il patrimonio netto è pari a Euro 1 milione. □ SS Lazio: la capitalizzazione della società alla data della presente relazione è sostanzialmente in linea con il valore iscritto in bilancio. Il valore espresso è pari al valore della capitalizzazione al 17 settembre 2003. □ Credito verso la controllante Cirio Holding s.p.a. viene svalutato prudenzialmente in quanto detti importi non possono essere considerati
--	--

	effettiva e certa disponibilità futura di liquidità e non è possibile prevedere il <i>quantum</i> riveniente dal riparto dell'attivo della suddetta società.
--	--

5.5 Le poste patrimoniali dell'attivo di Cirio Holding s.p.a.

Nel presente paragrafo vengono analizzate la composizione e le caratteristiche dell'attivo patrimoniale di Cirio Holding s.p.a. La società opera come holding di partecipazioni, senza effettiva attività operativa diretta se non quella di gestione delle partecipazioni, gestione dei rapporti di finanziamento verso società del Gruppo e raccolta finanziamenti dal mercato dei capitali.

Considerando la struttura dell'attivo ci si è limitati ad analizzare le poste più rilevanti.

Dato il periodo di tempo previsto per la stesura di questa relazione e i suoi obiettivi si è ritenuto opportuno confrontare i valori in oggetto con il valore del patrimonio netto contabile delle società partecipate.

Cirio Holding SpA - ATTIVO

dati in € '000

	31/12/2002 (*)	Rettifiche	Valore rettificato
Immobilizzazioni immateriali	46.426	(46.357)	69
<i>di cui: avviamento per incorporazione Cirio Holding</i>	46.357	(46.357)	-
Immobilizzazioni materiali	23.713	-	23.713
<i>di cui: Palazzo Visconti</i>	21.689		
Immobilizzazioni finanziarie	24.501	(6.248)	18.253
<i>di cui: partecipazioni imprese controllate</i>	20.307		
<i>Cirio Finanziaria SpA</i>	0		0
<i>Rio Verde Carton SA</i>	20.307	(6.248)	14.059
<i>La Nuova Informazione Srl</i>	0		0
<i>Cirio Holding Luxembourg SA</i>			0
<i>Altre partecipazioni minori</i>	4.194	-	4.194
Altre Attività	2.263	-	2.263
<i>di cui Crediti verso Erario</i>	2.252		
Opere D'arte	1.949	-	1.949
Ratei e Risconti attivi	834	-	834
Titoli	18.553	(17.237)	1.316
<i>di cui: immobilizzati</i>	536	-	536
<i>S.S.Lazio</i>	18.017	(17.237)	780
Crediti finanziari	99.413	(76.691)	22.722
<i>di cui: C&P Overseas (consociata)</i>	76.572	(76.572)	0
<i>S.S. Lazio</i>	6.297	-	6.297
<i>Rio Verde Carton (controllata)</i>	5.243	-	5.243
<i>Ciro Agricola Spa (controllata)</i>	2.000	-	2.000
<i>Crediti in sofferenza</i>	119	(119)	0
<i>Fintecna Spa</i>	2.228	-	2.228
<i>Diemme Srl per dilazione pagamento prezzo</i>	6.400	-	6.400
<i>Enti creditizi</i>	554	-	554
Disponibilità liquide	1	-	1

(*) Bozza di bilancio al 31/12/2002

Di seguito i dettagli delle poste sinteticamente esposte nella tabella precedente.

A Immobilizzazioni Immateriali

Consistenza Euro 46,4 milione	Consiste principalmente da avviamento relativo al disavanzo di fusione scaturito dall'incorporazione della ex partecipata Cirio Holding.
--	--

Criteri di Valutazione di bilancio	Costo storico di acquisizione al netto degli ammortamenti effettuati.
---	---

Valore rettificato Euro 0 mln.	Nella bozza di bilancio al 31/12/2002, a fronte dell'avviamento è stato accantonato un fondo rischi iscritto nel passivo per tenere conto dei rischi connessi alla attuale situazione. Non si è a conoscenza del valore puntuale dello stanziamento relativo all'avviamento, e, in linea con l'approccio prudenziale tracciato dal management della società anche in considerazione dello stato di insolvenza, si ritiene di azzerare tale posta.
---	---

B Immobilizzazioni Materiali

Consistenza Euro 23,7 mln.	Consiste principalmente nell'immobile di Palazzo Visconti.
---	--

Criteri di Valutazione di bilancio	Costo storico di acquisizione al netto degli ammortamenti.
---	--

Valore rettificato Euro 23,7 mln.	Non si procede ad alcuna rettifica in quanto supportato da perizia di valutazione dell'immobile al 1/6/2001.
--	--

C Immobilizzazioni Finanziarie

Consistenza Euro 24,5 mln.	Consiste principalmente nella partecipazione del 89,41% nella Rio Verde Carton SA (Euro 20,3 mil.)
---	--

Criteri di Valutazione di bilancio	Valutate al costo al netto di eventuali svalutazioni per perdite durevoli di valore.
---	--

Valore rettificato Euro 18,3 mln.	<input type="checkbox"/> In considerazione del fatto che il patrimonio netto pro-quota alla data del 30/06/2003 è pari ad Euro 14 mln. si è proceduto alla svalutazione per Euro 6 mln. circa.
--	--

D Altre attività

Consistenza Euro 2,2 mln.	Crediti verso l'erario
--	------------------------

Criteri di Valutazione di bilancio	Valore di presumibile realizzo
---	--------------------------------

Valore rettificato Euro 2,2 mln.	Trattandosi di crediti verso l'Erario si mantiene il valore iscritto in bilancio.
---	---

E Titoli

Consistenza Euro 18,5 mln.	Num. 12.384.962 azioni della SS Lazio per Euro 18 mln.
---	--

Criteri di Valutazione di bilancio	Valutazione al prezzo di mercato risultante dalla media aritmetica delle quotazioni rilevate nell'ultimo mese d'esercizio.
---	--

Valore rettificato Euro 1,3 mln.	La capitalizzazione della società alla data della presente relazione è molto inferiore al valore espresso in bilancio. Si è proceduto a svalutare la partecipazione per tener conto di una più aggiornata quotazione del titolo.
---	--

F Crediti Finanziari

<p>Consistenza</p> <p>Euro 99,4 mln.</p>	<p>Crediti verso:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ C&P Overseas (Euro 76,5 mln.) ○ SS Lazio (Euro 6,3 mln.) ○ Rio Verde Carton (Euro 5,2 mln.) ○ Cirio Agricola s.p.a. (Euro 2 mln.) ○ Fintecna (Euro 2,3 mln.) ○ Diemme Srl (Euro 6,4 mln.) ○ Enti creditizi (Euro 0,6 mln.)
<p>Criteri di Valutazione di bilancio</p>	<p>Valore di presumibile realizzo</p>
<p>Valore rettificato</p> <p>Euro 22,7 mln.</p>	<p>Il credito verso la C&P Overseas, società controllata dalla Cragnotti & Partners Capital Investments SA, si azzerà in considerazione della crisi finanziaria del gruppo e del mancato pagamento dei crediti vantati dalla Bombril SA, svalutati nel bilancio Cirio Finanziaria nel dicembre 2002.</p> <p>I crediti in contenzioso, per altro di esiguo importo, vengono prudenzialmente azzerati.</p>

6. Il contenzioso

Come già rilevato, a questa Relazione è allegato un elenco del contenzioso in corso, che distingue i giudizi nei quali le Società Insolventi sono convenute, da quelli in cui sono attrici, fornendo anche una indicazione sul valore delle controversie. Di seguito, sono fornite più dettagliate informazioni in ordine ad alcune controversie di maggiore rilevanza economica.

6.1 Il contenzioso Bombril

Lo stato del contenzioso del “sub-gruppo” Bombril, al di là della valutazione economica che oggi è possibile attribuirgli, appare di estrema importanza in quanto una eventuale, quanto possibile, soccombenza nei giudizi in corso potrebbe condurre ad un totale azzeramento del valore del cespite, o, addirittura, alla perdita della proprietà dello stesso.

Lo stato del contenzioso è ricavato dalla relazione, all’11 settembre 2003, presentata dallo studio legale PinheiroNeto, che cura il contenzioso stesso in Brasile per conto del gruppo.

a) Contenzioso con Newco International Ltd.

Newco International Ltd. è la società controllata da uno dei fratelli Ferreira, dai quali la C&P acquistò, dilazionando la parte di prezzo di competenza di Newco, il gruppo Bombril all’inizio degli anni ‘90.

Il contenzioso nasce dalla pretesa di Newco, sorta al momento della trattativa con la Clorox, di aumentare sensibilmente il proprio credito; pretesa alla quale Cirio avrebbe aderito, ma che avrebbe disconosciuto a seguito del fallimento della trattativa con Clorox. Newco avrebbe invece ritenuto l’aumento non subordinato alla trattativa Clorox.

Newco pertanto rivendica un ammontare pari a \$ 141.991.000 circa, mentre il Gruppo Cirio sostiene un ammontare minore e pari a \$ 125.000.000 circa. Lo studio PinheiroNeto ritiene che l'effettivo ammontare del credito dovrebbe aggirarsi intorno ai 70-90 mln. USD.

A seguito di una sentenza di primo grado del tribunale di San Paolo, la Newco vanta un pegno sul 100% delle azioni con diritto di voto di Bombril SA, pegno che originariamente riguardava solo il 55% delle azioni con diritto di voto. Sulla questione il contenzioso è ancora in corso.

Con altro provvedimento il tribunale ha anche istituito un "usufrutto giudiziale" sulle medesime azioni. Con lo stesso provvedimento è stato nominato un "amministratore giudiziario" il quale ha sostituito gli amministratori nominati dall'assemblea con tre suoi rappresentanti, un rappresentante degli azionisti privilegiati, un rappresentante della Newco ed uno del gruppo Cirio (Waldir Dias Sant'Ana).

Pertanto, allo stato, **il gruppo Cirio non controlla più il sub-gruppo Bombril.**

Nel contenzioso sono coinvolte **Cirio Finanziaria** e Bombril Holding S.A., in qualità di obbligati solidali, **in quanto garanti** dell'operazione per cui è causa. Lo studio legale PinheiroNeto quantifica le possibilità di successo da parte di Newco, almeno per una parte sostanziale del credito, nella misura dell'80%.

b) *Contenzioso con CVM (Comissão de Valores Nobiliários) – "Inquérito Administrativo" n. 4/1999*

Nel gennaio 1999 la CVM ha iniziato un "Inquérito Administrativo" nei confronti degli amministratori della Bombril S.A. per verificare la sussistenza di irregolarità nella cessione della Cirio Holding dalla Bombril S.A. alla Bombril-Cirio International S.A. lussemburghese.

Nel dicembre 2000 Bombril Holding, C&P Brasil e CVM firmano un "Termo de Compromisso" per la sospensione del "Inquérito Administrativo" a fronte di

una serie di obblighi, tra i quali quello di realizzare un'OPA sulle tutte le azioni della Bombril S.A.

L'OPA non venne realizzata in quanto non si concluse la trattativa con la Clorox, che avrebbe portato al Gruppo Cirio i fondi necessari.

A seguito dell'inadempimento la CVM ha applicato una serie di sanzioni amministrative ad amministratori ed ex amministratori della Bombril; in particolare Sergio Cagnotti è stato condannato a pagare una sanzione pari a circa \$ 20.800.000.

Avverso questi provvedimenti è in corso una impugnativa.

Lo studio legale PinheiroNeto non quantifica le possibilità di successo dell'impugnativa.

c) Contenzioso con Dynamo Equity Fund e Previ

Gli azionisti privilegiati di minoranza di Bombril S.A., Dynamo Equity Fund e Caixa de Previdencia Privada dos Funcionarios do Banco do Brasil (Previ), hanno citato in giudizio Cirio Finanziaria, Bombril Holding, C&P Brasil e Sergio Cagnotti perché vengano condannati a realizzare un'OPA sulle azioni privilegiate di Bombril S.A., come concordato nel "Termo de Compromisso" stipulato con la CVM (cfr. sub punto b), e cioè ad un prezzo approssimativo di R\$ 33,00 per azione, nonché per i danni subiti dalla società per fatti addebitabili all'azionista di controllo.

Lo studio legale PinheiroNeto quantifica le possibilità di successo da parte degli attori, almeno per quanto concerne l'obbligo di OPA, nella misura del 60%.

d) Contenzioso derivante dall'azione proposta da Pubblico Ministero Federale

Nel settembre 2002 il Pubblico Ministero Federale ha intentato un'azione contro Cirio Finanziaria, Bombril Holding, C&P Brasil e Sergio Cagnotti avente

sostanzialmente lo stesso contenuto di quella proposta dalla Dynamo Equity Fund e Previ (cfr. sub punto c).

L'azione è stata accolta con la condanna alla realizzazione dell'OPA (nel termine ad oggi scaduto) e, in difetto, ad una sanzione di R\$ 167.000 al giorno.

Avverso la sentenza è stato presentato ricorso e, nelle more, è stata ottenuta la sospensione della decisione.

Lo studio legale PinheiroNeto quantifica le possibilità di successo da parte del PMF, per quanto concerne l'obbligo di OPA, nella misura del 10-20%. e, per quanto concerne l'indennizzo, nella misura del 40-60%.

In allegato alla relazione appena illustrata lo studio legale PinheiroNeto ha presentato un "progetto" di sistemazione del contenzioso in corso e di dismissione degli *assets* brasiliani, all'esito del quale viene ipotizzato un saldo positivo per il gruppo Cirio di circa USD 62 mln.

Il progetto prevede:

- una transazione con la Newco della famiglia Ferriera, che dovrebbe accettare, in via transattiva, una liquidazione nell'ordine di USD 40-55 mln. All'esito di tale accordo verrebbe revocato l'amministratore giudiziario ed il gruppo Cirio riacquisterebbe il controllo del sub-gruppo brasiliano.
- Una transazione con gli azionisti privilegiati (BNDES, PREVI e Dynamo) e la stipula di un patto parasociale con il quale, oltre alla garanzia da parte del gruppo Cirio di una gestione professionale e trasparente della società, verrebbe siglato il reciproco impegno ad addivenire ad un aumento di capitale pari ad USD 50 mln. L'importo così realizzato verrebbe utilizzato per restituire al gruppo Cirio un credito di circa USD 40 mln., che, unitamente ad ulteriori USD 10 mln., a sua volta verrebbe girato alla Newco per la transazione di cui sopra.

La transazione con i fondi BNDES, PREVI e Dynamo dovrebbe poi contenere una dichiarazione, da parte degli azionisti privilegiati, con la quale il gruppo Cirio viene scagionato da ogni responsabilità per danni, onde permettere la definizione anche dell'“Inquérito Administrativo” e della causa civile intentata dal PM Federale.

- Si ipotizza infine la cessione a terzi del gruppo Bombril al prezzo di USD 230 mln., con una liquidazione, rapportata alla quota di capitale Cirio (40%), di USD 92 mln. Dedotti USD 20 mln., necessari per partecipare all'aumento di capitale e USD 10 mln. necessari per soddisfare Newco, il saldo attivo per il gruppo Cirio ammonterebbe a USD 62 mln.

Il progetto appena esaminato, seppure presenta motivi di interesse, appare, allo stato, difficilmente realizzabile per i seguenti motivi:

- gli accordi transattivi, oltre che complessi, sono solamente ipotizzati e non è dato conoscere l'effettiva volontà delle controparti;
- il prezzo di cessione del gruppo Bombril è ipotizzato sulla base dell'accordo di cessione a suo tempo stipulato con Clorox ed è, pertanto, tutto da verificare;
- non è detto con quali risorse – allo stato non esistenti – il gruppo Cirio potrebbe fare fronte all'aumento di capitale (USD 20 mln.) ed al pagamento a favore di Newco della parte di prezzo non coperta dalla restituzione del credito verso Bombrill (USD 10 mln.), per un totale di UDS 30 mln.

Se pertanto il piano appare apprezzabile e degno di essere approfondito con le controparti, in questo momento non può essere considerato come effettiva ed imminente soluzione del “problema Bombril”.

Allo stato attuale del contenzioso un recupero del gruppo brasiliano appare pertanto estremamente problematico e condizionato a complesse trattative che dovrebbero prudenzialmente suggerire un azzeramento di valore delle partecipate, anche considerando il credito inesigibile di circa USD 500 mln. vantato dalla Bombril nei confronti della C&P, che determina un quasi totale azzeramento del patrimonio del gruppo brasiliano.

6.2 Il contenzioso Rabobank. Cenni

Sembra opportuno dedicare un breve cenno al rapporto con la banca olandese Rabobank, in ordine al quale i Commissari giudiziali – non muniti dei poteri di gestione dell'impresa – non hanno ancora potuto avere una visione completa, supportata da adeguata documentazione.

In data 15 agosto 2003, Rabobank, a seguito della dichiarazione di insolvenza della Cirio Del Monte NV, ha ritenuto di poter esercitare la garanzia (regolata dal diritto inglese) costituita in suo favore sulle azioni della società Cirio Del Monte Foods International. La banca ha provveduto a revocare dall'incarico alcuni dei componenti del Consiglio di Amministrazione della medesima società; e le azioni in garanzia, secondo le informazioni raccolte, sarebbero ora affidate ad un *official receiver*.

Mentre gli avvocati incaricati dalla società Cirio Del Monte NV hanno contestato la legittimità della condotta di Rabobank, i Commissari giudiziali hanno incontrato i rappresentanti della banca, i quali – ferme le posizioni di principio – hanno assicurato che, nell'immediato, confidando in una soluzione conciliativa, non procederanno ad alcun atto di disposizione delle azioni.

SEZIONE TERZA

7. La verifica delle prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali

7.1 *Analisi delle 'condizioni per l'ammissione alla procedura'. L'art. 27 del d. lgs. n. 270 del 1999.*

7.1.1 Profili giuridici.

L'art. 28 del D. Lgs. n. 270 del 1999 stabilisce che la Relazione del Commissario giudiziale contenga, oltre la "descrizione particolareggiata delle cause dello stato di insolvenza", anche una "valutazione motivata circa l'esistenza delle condizioni previste dall'articolo 27 ai fini dell'ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria".

Per esprimere tale valutazione, successiva alla descrizione delle cause dell'insolvenza – che si ritiene di aver adeguatamente sviluppato nelle pagine che precedono – appare necessario prendere le mosse dall'art. 27, norma di controversa interpretazione.

L'art. 27 dispone:

"Le imprese dichiarate insolventi a norma dell'art. 3 sono ammesse alla procedura di amministrazione straordinaria qualora presentino concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali.

Tale risultato deve potersi realizzare, in via alternativa:

a) *tramite la cessione dei complessi aziendali sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno («programma di cessione dei complessi aziendali»);*

b) *tramite la ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa, sulla base di un programma di risanamento di durata non superiore a due anni («programma di ristrutturazione»).*

Sul piano strettamente testuale, l'art. 27 non individua 'condizioni' (come invece si legge nell'art. 28) ma, nel primo comma, stabilisce un unico requisito – o se si vuole un'unica condizione – ai fini della ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria: che le imprese dichiarate insolventi *'presentino concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali'*.

Tale requisito è configurato dal secondo comma dello stesso art. 27 come un *'risultato'*, rispetto al quale la norma individua due tecniche di realizzazione alternative.

Le due tecniche indicate dal secondo comma dell'art. 27 – il programma di cessione dei complessi aziendali o il programma di ristrutturazione – si presentano come soluzioni strumentali, ossia come mezzi diretti ad uno scopo (il *'risultato'*): il recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali.

Recupero dell'equilibrio economico, programma di cessione, programma di ristrutturazione non si pongono sul medesimo piano logico. L'uno (il primo) è il risultato, gli altri sono i mezzi strumentali. Mezzi necessari ("*... deve potersi realizzare ...*") e tra loro alternativi, poichè la legge non prevede – e non sembra consentire – altre vie per perseguire il recupero dell'equilibrio economico.

7.1.2 Segue. *Recuperabilità dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali.*

Poste queste premesse, l'attenzione deve essere innanzitutto concentrata sul requisito previsto dal primo comma dell'art. 27, per stabilire, in concreto, se le imprese dichiarate insolventi presentino, o meno, prospettive di recupero dell'equilibrio economico. Risolto positivamente questo primo problema (potenzialmente dirimente), l'attenzione può spostarsi sulla scelta dei programmi, per stabilire quale di essi sia adeguato a perseguire il risultato.

Prima di analizzare il criterio di valutazione fornito dall'art. 27 cit. per la ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria, conviene osservare che la recuperabilità dell'equilibrio economico è espressamente riferita non già alle *"imprese dichiarate insolventi"*, bensì alle *"attività imprenditoriali"*.

Questa indicazione testuale merita di essere sottolineata perché essa esprime e chiarisce la prospettiva nella quale la legge del 1999 disciplina le sorti della grande impresa insolvente. Prospettiva sensibilmente diversa da quella propria della Legge Fallimentare del 1942, come la dottrina e la giurisprudenza non hanno mancato di segnalare ⁽³⁷⁾.

Del resto, questo mutamento di prospettiva è esplicitamente dichiarato nella Relazione di accompagnamento al D. Lgs. n. 270 del 1999, nella quale si legge che la nuova procedura *"sganciandosi dalla ferrea logica darwiniana dell'eliminazione dal mercato dei 'soggetti deboli' (cui erano sostanzialmente ispirate le soluzioni del legislatore del 1942), tenda a salvaguardare, di fronte*

³⁷ Cfr. Trib. Palermo, 24.5.2001 (che dichiara lo stato di insolvenza della K&M Industrie Metalmeccaniche s.p.a.); e Trib. Torre Annunziata 14.11.2001 (che ammette alla procedura di amministrazione straordinaria la Ilva Pali Dalmine s.p.a.) ove si osserva che la legge fallimentare prevede una procedura con *"funzione meramente liquidatoria ..., nel corso della quale gli organi devono agire per la realizzazione, quale finalità ultima, del recupero dell'attivo e della distribuzione dello stesso al ceto creditorio, con una totale indifferenza per le sorti dell'impresa, che, quale mera proiezione dell'imprenditore incapace di sostenere i propri impegni, viene sostanzialmente espulsa dal mercato)*. In dottrina v. tra gli altri RAGUSA MAGGIORE, Prime note sulla disciplina dell'amministrazione straordinaria, in Dir. Fall., 1999, I, pag. 655; ALESSI, L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi, Milano, 2000, pag. 11 e segg.

a dissesti particolarmente allarmanti sul piano delle ricadute socio-economiche, il bene-impresa, quale entità oggettiva distinta dall'imprenditore, nella sua duplice valenza di fonte unitaria di produzione e di fattore di mantenimento dell'occupazione" (38).

Da una prospettiva soggettiva si passa ad una oggettiva, che pone al centro dell'intervento legislativo l'attività imprenditoriale ed il patrimonio produttivo. Questa *ratio* ispiratrice della nuova disciplina normativa emerge con chiarezza fin nel primo articolo del D. Lgs. n. 270 del 1999, che enuncia "*natura e finalità dell'amministrazione straordinaria*", stabilendo che "*L'amministrazione straordinaria è la procedura concorsuale della grande impresa commerciale insolvente, con finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali*".

Se questi sono gli obiettivi del D. Lgs. n. 270 del 1999, appare evidente che nel bilanciamento dei vari interessi che si confrontano e si scontrano in ogni ipotesi di insolvenza, qui l'interesse dei creditori si colloca su un piano decisamente subordinato dinanzi alla preminente esigenza di salvaguardare la continuità dell'attività imprenditoriale, tutelando l'efficienza del patrimonio produttivo ed il mantenimento dell'occupazione. Tale esigenza di salvaguardia soddisfa - secondo la legge - un interesse pubblico superiore rispetto all'interesse, pur sempre privato, dei creditori (39).

³⁸) Relazione al D. Lgs. 8.7.1999, n. 270.

³⁹) In questo senso è orientata la dottrina più autorevole. Cfr. OPPO (in Riv. Dir. Civ., 2000) il quale osserva che "*la finalità enunciata nell'art. 1 del decreto non ha (espresso) riguardo alle ragioni dei creditori; le «concrete prospettive di recupero» riguardano «l'equilibrio economico delle attività», non (direttamente) il soddisfacimento dei creditori anteriori; ... l'interesse dei creditori compare solo nel programma che deve essere predisposto dal commissario straordinario sotto la vigilanza del Ministero, «in conformità degli indirizzi di politica industriale dal medesimo adottati in modo da salvaguardare l'unità operativa» ma anche «tenuto conto degli interessi dei creditori»: una formula 'elastica' quest'ultima (già presente nella legge Prodi) e che qui non sembra porre sullo stesso piano questi interessi rispetto agli «indirizzi di politica industriale» e alla «salvaguardia dell'unità operativa». Nello stesso senso cfr. SCHIAVON, L'insolvenza nella amministrazione straordinaria, in Il Fallimento, 2000, pag. 946;*

Coerentemente a questa impostazione di principio, l'art. 27 fornisce un criterio di valutazione dell'ammissibilità dell'impresa alla amministrazione straordinaria che si incentra sull'equilibrio economico delle attività imprenditoriali, prescindendo (almeno per il momento, in questo preliminare giudizio di ammissibilità) dagli interessi dei creditori, dai tempi e dalla misura della soddisfazione dei loro diritti.

L'interprete deve, dunque, concentrarsi sull'attività imprenditoriale, per verificare la recuperabilità del suo equilibrio economico. Il giudizio non si volge al passato, ma al futuro. L'attività imprenditoriale non ha *debiti*, ma, nel suo svolgersi, presenta soltanto *costi* e *ricavi*. Il giudizio sull'equilibrio economico si risolve e si esaurisce nella dinamica della produzione, nei costi e nei ricavi che essa in sé comporta.

Ancora una volta torna utile la Relazione al D. Lgs. n. 270 del 1999, nella quale si chiarisce che il giudizio sul recupero dell'equilibrio economico è diretto ad accertare le *“potenzialità effettive di ripristino di un rapporto non deficitario tra costi e ricavi”*.

Le osservazioni che precedono sembrano conformi ad un persuasivo orientamento giurisprudenziale secondo il quale la disciplina del D. Lgs. n. 270 del 1999 non mira “almeno in via principale e diretta, al recupero della solvibilità dell'imprenditore, bensì al riposizionamento in termini di ‘normalità’ sul mercato dell'attività imprenditoriale, attraverso il recupero di un rapporto fisiologico tra costi e ricavi”⁽⁴⁰⁾.

L'insolvenza dell'imprenditore è un dato estrinseco rispetto al giudizio sul recupero dell'equilibrio economico dell'attività imprenditoriale. Tale giudizio non prende in considerazione né i tempi, né la misura in cui i pregressi debiti dell'imprenditore troveranno soddisfazione. L'art. 27 non chiede all'interprete

APICE, La procedura di crisi nel nuovo modello di concorsualità, in AA.VV., Crisi, insolvenza, reversibilità, temporanea difficoltà, risanamento: un nodo irrisolto, in *Il Fallimento*, 2000, pag. 51.

⁴⁰) Così Trib. Torre Annunziata 14.11.2001, in *Giur. comm.*, 2002, II, pag. 485, cit.

di accertare la possibilità di un riequilibrio finanziario dell'impresa, ma solo di verificare se sussistano "concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali". Le sole obbligazioni che l'interprete deve analizzare sono quelle legate alla ordinaria dinamica della (futura) produzione: appunto i costi ordinari della produzione, la cui misura non dovrà superare quella dei ricavi.

Su questa linea si pone altra e più recente giurisprudenza secondo la quale "Con la nozione di equilibrio economico si intende una situazione per cui non si verificano più perdite, essendo pareggiati costi e ricavi, e si crea liquidità sufficiente per far fronte in via ordinaria alle obbligazioni assunte" ⁽⁴¹⁾.

7.1.3 Profili economico-aziendali

Chiarito il significato e l'ambito del criterio di valutazione stabilito dall'art. 27, l'analisi giuridica deve lasciare posto all'analisi economico-aziendale.

Un'impresa, in condizione di normalità, può definirsi "in equilibrio economico" laddove i suoi ricavi siano pari, complessivamente, almeno a tutti i costi sostenuti, così da non generare perdite che vadano a depauperarne il patrimonio (di cui non sarebbe ovviamente assicurata, in questa ipotesi minimale, alcuna remunerazione). Tali costi, ai fini dello sviluppo logico che si va svolgendo in questa sede, possono essere ripartiti in:

⁴¹) Così Trib. Pavia 25.7.2002, in *Il Fallimento*, 2003, pag. 448. In senso contrario sembrerebbe orientata una successiva sentenza della Corte di Appello di Milano (9.9.2002, in *Il Fallimento*, 2003, pag. 444, che conferma proprio la sentenza del Tribunale di Pavia da ultimo citata), nella cui motivazione si legge che "il risultato di recupero richiesto dalla legge al termine dell'amministrazione straordinaria non può limitarsi al mero conto economico della gestione lasciando invariata la pregressa situazione debitoria: la legge richiede un riequilibrio economico, cioè complessivo ...". Ma tali affermazioni devono essere intese nel contesto del caso al quale quella sentenza si riferiva. Ed in quel caso era stato proposto un piano di ristrutturazione economico e finanziario dell'impresa, che appunto avrebbe dovuto condurre ad un risanamento della pregressa posizione debitoria e ad un ritorno in bonis dell'imprenditore. Prospettive che il Tribunale e la Corte di Appello avevano reputato concretamente irrealizzabili. Giustamente, pertanto, in quel caso concreto il Giudice guardava alle prospettive di pagamento dei debiti allo scadere del biennio di amministrazione straordinaria.

- a) **costi industriali di produzione**, strettamente connessi al tipo, alla dimensione ed alle caratteristiche dell'attività produttiva svolta (a loro volta classificabili in variabili, che sono in linea di massima connessi sia nell'*an* che nel *quantum* all'effettivo svolgimento della produzione, quali: materie prime, manodopera diretta, consumi, servizi alla produzione e così via; e fissi, poiché in larga parte indipendente e comunque non direttamente correlate all'effettivo dispiegarsi della produzione, quali spese e personale uffici direzionali, costo management, controllo, impegni pluriennali);
- b) **costi industriali di struttura**, connessi alle scelte di strategia industriale e commerciale e sostenuti tipicamente a fronte della dimensione e delle caratteristiche dell'attivo patrimoniale dell'impresa (si fa riferimento agli ammortamenti e agli accantonamenti, fortemente dipendenti dal tipo e dall'entità degli investimenti in capitale fisso e capitale circolante che l'impresa effettua);
- c) **costi industriali di finanziamento**, rappresentati fondamentalmente dagli oneri finanziari pagati sul debito in essere e quindi connessi alla struttura del passivo patrimoniale (evidentemente, tali costi sono tanto più elevati quanto più l'impresa copre gli investimenti con capitale di debito piuttosto che con capitali propri).

Come già accennato in precedenza, la differenza tra i ricavi totali e i costi di cui sub a viene in genere definita Margine Operativo Lordo (MOL o, con terminologia anglosassone, EBITDA), esprimendo la capacità di un'impresa di generare ricavi che coprano almeno i costi industriali direttamente imputabili alla produzione, sia variabili che fissi.

Se l'EBITDA rappresenta la capacità di un'impresa di coprire i suoi costi operativi diretti, tuttavia, esso non deve solo essere positivo, ma lo deve essere anche in una misura sufficiente a coprire anche i costi industriali di struttura (ammortamenti e accantonamenti), che rappresentano il costo della struttura patrimoniale che sorregge e rende possibile l'attività produttiva.

Costi, come noto, di natura non monetaria, che, quindi, non danno vita ad esborsi ma incidono sulla capacità dell'azienda di produrre reddito e di operare senza intaccare il proprio patrimonio (⁴²).

Il margine che deriva dalla deduzione anche dei "costi industriali di struttura" viene comunemente denominato Reddito Operativo o anche EBIT; esso esprime la capacità di un'azienda di coprire tutti i suoi costi di produzione, e corrisponderebbe all'utile (ante imposte, evidentemente) nell'ipotesi di totale mancanza di indebitamento, vale a dire di piena copertura degli investimenti con mezzi propri dell'impresa.

In presenza di debito, invece, l'EBIT deve essere in grado di coprire almeno gli oneri finanziari da esso derivanti. Se tale condizione si verifica, l'azienda consegue utili.

Uno degli indicatori generalmente prescelti dalla dottrina e dalla prassi professionale per esprimere la profittabilità di un'impresa, e quindi implicitamente il suo equilibrio economico, è proprio l'EBITDA. Tale scelta dipende dal fatto che l'EBITDA - in presenza di una politica di investimento e di una gestione del circolante puramente conservativa - approssima in maniera abbastanza precisa il cosiddetto "flusso di cassa" (*cash flow*), vale a dire la quantità di mezzi finanziari prodotti da un'impresa grazie alla normale dinamica produttiva e commerciale. Mezzi che (quanto più ampio sia il margine) andranno a coprire, tra le altre, le necessità connesse agli investimenti tecnici e soprattutto al rimborso dei debiti finanziari, sia in linea capitale che in conto interessi.

Come si è osservato, infatti, il conseguimento di un EBITDA positivo:

⁴² Si ricorda come ammortamenti e accantonamenti costituiscano elemento rilevante del cosiddetto "flusso di cassa" (*cash flow*) prodotto dall'impresa. Essi infatti determinano l'accumulo di risorse finanziarie all'interno dell'impresa, idealmente destinate a rimpiazzare quelle voci dell'attivo (tra cui impianti, macchinari, magazzino) il cui utilizzo ne determina il progressivo "consumo", misurato proprio da tali voci di costo.

- dimostra la capacità dell'impresa di tornare a creare margini positivi dalla sua attività operativa tipica;
- esprime con buona approssimazione il *cash flow* generabile da parte dell'impresa.

Si aggiunga, per inciso, che l'EBITDA rappresenta uno degli indicatori più adoperati nel settore bancario e finanziario per esprimere sia il valore di un'impresa (si parla infatti di valore come "multiplo" dell'EBITDA) sia la sua capacità sintetica di "reggere" il debito, vale a dire di soddisfare i finanziatori sia in conto interessi che in linea capitale (comunemente, le banche usano valutare l'evoluzione prevista del debito in rapporto a quella dell'EBITDA per verificarne la sostenibilità nel lungo periodo).

Ciò premesso, appare evidente che, ai fini del giudizio di ammissibilità di una impresa insolvente alla amministrazione straordinaria (ex art. 27 del D. Lgs. n. 270 del 1999), l'EBITDA costituisca un indicatore di estrema significatività. Ove, infatti, si possa ragionevolmente prevedere un EBITDA positivo si può fondatamente desumere l'esistenza di *concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali* (tanto maggiori quanto più ampio sia il margine conseguito).

La verifica dell'esistenza di *concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico*, pertanto, sarà effettuata facendo leva sul requisito dell'EBITDA potenzialmente generabile da parte delle aziende dichiarate insolventi, individuando nell'EBITDA la migliore espressione sintetica della loro capacità di tornare ad operare in maniera profittevole.

7.1.4 Individuazione dell'oggetto dell'analisi

Definito il concetto di "equilibrio economico" come sostanziale bilanciamento prospettico dei costi e ricavi di natura industriale, senza considerare la struttura debitoria dell'azienda stessa al momento della dichiarazione di insolvenza, occorre stabilire rispetto a quali attività imprenditoriali debba essere accertata la recuperabilità dell'equilibrio economico.

Come è noto, nel caso di specie, le imprese delle quali il Tribunale di Roma, con due distinte sentenze, ha dichiarato lo stato di insolvenza sono ben quattro (dapprima, CIRIO HOLDING s.p.a., CIRIO FINANZIARIA s.p.a., CIRIO DEL MONTE ITALIA s.p.a.; poi CIRIO DEL MONTE N.V.). Esse rientrano nel medesimo gruppo di società, ma, come si è rilevato, hanno diverso oggetto sociale e rivestono diversa natura: solo una di esse è una società effettivamente operativa, mentre le altre tre sono holding di partecipazione e controllo. Sicchè, da un lato, si pone CIRIO DEL MONTE ITALIA s.p.a., titolare di tre stabilimenti produttivi in Italia che forniscono occupazione ad oltre 530 dipendenti fissi ai quali si aggiungono circa 1.600 stagionali. Dall'altro si pongono le altre tre società dichiarate insolventi, CIRIO HOLDING s.p.a., CIRIO FINANZIARIA s.p.a., CIRIO DEL MONTE N.V., holding di partecipazione e controllo prive di una diretta operatività industriale; la prima controlla la seconda, che controlla la terza, che, a sua volta, controlla (tra le tante altre, anche) CIRIO DEL MONTE ITALIA s.p.a., unica, tra le quattro società insolventi, a svolgere *attività produttiva*.

La differente natura delle quattro società si riflette, ovviamente, anche sui requisiti di ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria: delle quattro società insolventi, l'unica a presentare tutti i requisiti previsti dal d. lgs. n. 270 del 1999 è Cirio Del Monte Italia s.p.a.

Questi profili sono già stati tutti puntualmente evidenziati e vagliati dal Tribunale di Roma nelle due sentenze dichiarative dello stato di insolvenza.

Fin dalla sua prima sentenza (del 7.8.2003), il Tribunale di Roma ha ragionato in un'ottica di gruppo e, pur rilevando l'assenza in capo alla Cirio Holding s.p.a. ed alla Cirio Finanziaria s.p.a., del requisito previsto dall'art. 2 d.lgs 270/99, ha dichiarato tali società ugualmente assoggettabili alla procedura di amministrazione straordinaria, facendo leva sul rilievo che quel requisito fosse comunque sussistente "per la società operativa del gruppo, la Cirio Del Monte s.p.a.". A questo proposito, il Tribunale ha posto in luce "*la ratio palese della intera disciplina sulla amministrazione straordinaria e le*

finalità evidenti al raggiungimento di una operazione di risanamento che riguardi, laddove il gruppo esista, l'intera compagine delle società in esso comprese". Sulla base di questa premessa, il Tribunale, con decisione lungimirante, ha reputato che *"la valutazione di una procedura unitaria debba essere anticipata sin dal momento della cosiddetta fase giudiziaria"*; e, conseguentemente, (nella prima delle due sentenze) ha dichiarato lo stato di insolvenza non soltanto della società operativa Cirio Del Monte Italia s.p.a., dotata di tutti i requisiti prescritti ai fini della ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria, ma anche delle due holding di controllo, Cirio Holding s.p.a. e Cirio Finanziaria s.p.a.

Sulla stessa linea argomentativa si pone la sentenza del 14.8.2003, pubblicata una settimana dopo la precedente, che ha dichiarato lo stato di insolvenza della sub holding Cirio Del Monte N.V., anticipando la configurazione di una procedura unitaria.

7.1.5 Segue. Società operativa e holding di controllo.

La diversa natura delle quattro società insolventi è rilevante anche ai fini della *valutazione motivata*, prescritta dall'art. 28 del D. Lgs. 270/1999 cit., "circa l'esistenza delle condizioni previste dall'art. 27 ai fini dell'ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria".

L'interpretazione testuale dell'art. 27 cit. e l'analisi logico sistematica dell'intera disciplina normativa dettata dal D. Lgs. 270/99 inducono a ritenere che, ove la dichiarazione di insolvenza riguardi una società operativa ed una (o più) società che abbia natura di mera holding di controllo, la valutazione motivata sull'esistenza delle condizioni di ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria debba privilegiare la prima di tali società.

Se la disciplina normativa è ispirata da "finalità conservative del patrimonio produttivo" (art. 1, D. Lgs. 270/99 cit.); se il Commissario Giudiziale è chiamato a valutare ed il Giudice è chiamato ad accertare la recuperabilità "dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali"; se uno dei mezzi per

perseguire questo risultato è la “cessione dei complessi aziendali”, allora sembra evidente che la verifica delle condizioni per l’ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria debba avere ad oggetto la società che è effettivamente titolare del *patrimonio produttivo*, è titolare dei *complessi aziendali* ed effettivamente svolge l'*attività imprenditoriale*. L’indagine si incentra sulla società operativa, immediatamente titolare del patrimonio produttivo, perché essa è l’unica potenzialmente in grado di generare reddito in maniera autonoma per un rilevante numero di soggetti, a vantaggio dell’imprenditore e dei terzi, primi tra questi i lavoratori impegnati nell’attività produttiva.

Come il Tribunale di Roma ha già rilevato, delle quattro società dichiarate insolventi l’unica che presenti i requisiti e superi le soglie dimensionali previsti dall’art. 2 del D. Lgs. n. 270/1999 è la Cirio Del Monte Italia s.p.a., appunto la società immediatamente operativa, direttamente titolare del patrimonio produttivo. Pertanto, secondo le indicazioni del Tribunale, a questa dichiarazione di insolvenza e - in prospettiva futura ed eventuale - a questa procedura deve attribuirsi il ruolo di *‘procedura madre’*.

7.1.6 Segue. Criteri di estensione dell’amministrazione straordinaria alle imprese del gruppo.

In verità, il D. Lgs. 270/1999, nel disciplinare l’estensione dell’amministrazione straordinaria (stabilendo il principio secondo il quale l’ammissione delle imprese del gruppo alla amministrazione straordinaria è indipendente dal possesso in capo a ciascuna dei requisiti previsti dall’art. 2), non si disinteressa dell’equilibrio economico delle imprese (insolventi) del gruppo. E tuttavia, per l’art. 81 del D. Lgs. n. 270/1999, la recuperabilità dell’equilibrio economico delle attività imprenditoriali delle imprese (insolventi) del gruppo non costituisce requisito essenziale ed indefettibile ai fini della sottoposizione di esse alla amministrazione straordinaria.

Come è noto, già il precedente D.L. n. 26 del 1979, nel caso di gruppi di società, disciplinava il fenomeno dell'insolvenza secondo una logica unitaria e prevedeva l'assoggettamento ad amministrazione straordinaria delle imprese appartenenti ad un gruppo anche ove talune di esse non presentassero i prescritti requisiti dimensionali.

Ora, per l'art. 81 del nuovo D. Lgs. n. 270 del 1999, una volta che sia stata aperta la c.d. procedura madre, le imprese del gruppo, che versino in condizioni di insolvenza, possono essere ammesse alla amministrazione straordinaria indipendentemente dal possesso dei requisiti dettati dall'art. 2 del D. Lgs. cit.

Per l'estensione dell'amministrazione straordinaria ad altre imprese del gruppo l'art. 81 - prescindendo, dunque, dai connotati dimensionali previsti dall'art. 2 - richiede che esse siano in stato di insolvenza e che posseggano, alternativamente, uno dei seguenti requisiti:

- che *“presentino concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali, nei modi indicati dall'art. 27”*;
- ovvero, che *“risulti comunque opportuna la gestione unitaria dell'insolvenza nell'ambito del gruppo, in quanto idonea ad agevolare, per i collegamenti di natura economica o produttiva esistenti tra le singole imprese, il raggiungimento degli obiettivi della procedura”*.

Mentre per l'apertura della c.d. procedura madre si esige che l'impresa insolvente superi le soglie dimensionali stabilite dall'art. 2 cit. e si esige una verifica (positiva) dell'esistenza di concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico dell'attività imprenditoriale, tali due requisiti non sono necessariamente prescritti per l'estensione dell'amministrazione straordinaria ad altre imprese insolventi appartenenti al medesimo gruppo. Il primo è totalmente irrilevante. Il secondo (ossia, l'esistenza di concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico) costituisce un requisito eventuale ed alternativo rispetto ad altro requisito che prescinde da

qualunque analisi sulle prospettive economiche o finanziarie dell'impresa del gruppo.

Ne consegue che - per le imprese appartenenti al gruppo nel quale rientri la c.d. procedura madre - qualunque indagine sull'equilibrio economico dell'attività imprenditoriale dell'impresa (insolvente) del gruppo sarà superflua, ove risulti accertata l'opportunità della "gestione unitaria dell'insolvenza nell'ambito del gruppo".

Nel caso in esame, la opportunità di una gestione unitaria dell'insolvenza nell'ambito del gruppo, per le quattro società CIRIO HOLDING s.p.a., CIRIO FINANZIARIA s.p.a., CIRIO DEL MONTE N.V. e CIRIO DEL MONTE ITALIA s.p.a. è già stata affermata dal Tribunale di Roma nelle due sentenze del 7 e del 14 agosto 2003. Nel rinviare alla motivazione di tali sentenze - che espressamente si condivide - sembra opportuno aggiungere che la necessità di una gestione unitaria dell'insolvenza è confermata dalla forte integrazione economica e produttiva tra le attività imprenditoriali esercitate da Cirio Del Monte Italia s.p.a. e l'attività di altre società operative pure facenti capo alla medesima catena di controllo: a Cirio Finanziaria s.p.a. ed alla sua controllante Cirio Holding; e , soprattutto, a Cirio Del Monte N.V. nel comparto agroalimentare. Tale integrazione economica e produttiva è già stata largamente illustrata nelle pagine che precedono, alle quali si rinvia.

Nelle pagine che seguono, pertanto, la verifica della recuperabilità dell'equilibrio economico dell'attività imprenditoriale sarà condotta con esclusivo riferimento alla società Cirio Del Monte Italia s.p.a. (nell'ambito del comparto nel quale essa opera), senza estendere l'analisi alle tre holding che, direttamente o indirettamente, la controllano. Per queste ultime tre società l'ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria deve reputarsi già congruamente motivata sulla scorta del criterio di opportunità della gestione unitaria dell'insolvenza nell'ambito del gruppo.

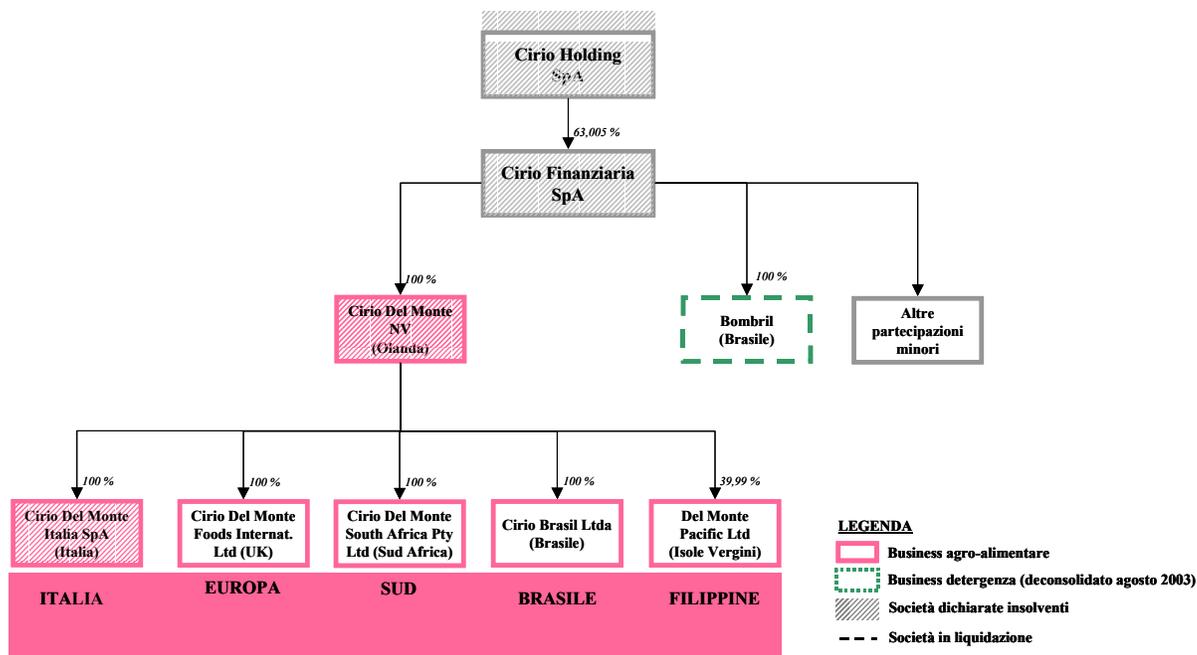
Peraltro, sembra utile osservare che gli asset patrimoniali delle holdings sono costituiti prevalentemente dalle partecipazioni di cui esse sono titolari, sicchè

l'equilibrio economico della holding dipende in larga misura dall'equilibrio economico e dalla profittabilità delle sue partecipate. Se le società partecipate non sono insolventi, rispetto ad esse non si pone il problema di verificare la possibilità di recupero dell'equilibrio economico, che invece si porrà esclusivamente per quelle partecipate in stato di insolvenza. Con la conseguenza che, anche nella prospettiva della holding in stato di insolvenza, il giudizio sulla recuperabilità del suo equilibrio economico deve essere condotto muovendo dalle società partecipate in stato di insolvenza.

7.2 Le prospettive di Cirio Del Monte Italia s.p.a.

Prima di analizzare specificamente le “prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali” della s.p.a. Cirio Del Monte Italia, conviene allargare l'attenzione al comparto agro-alimentare del Gruppo nel quale essa opera.

Cirio Del Monte Italia s.p.a. appartiene ad un gruppo industriale fortemente integrato, non solo in virtù di rapporti di controllo diretto (come esemplificato nella figura successiva); ma anche e soprattutto perché varie società del gruppo risultano tra loro estremamente interdipendenti sotto il profilo produttivo, organizzativo, strategico e finanziario: basti pensare ai rapporti di fornitura di materia prima e semilavorata esistenti tra CDM Italia e altre società del Gruppo, titolari di piantagioni; ovvero al fatto che la stessa CDM Italia ha concesso garanzie per 500 milioni di Euro, più del doppio del proprio fatturato, sull'indebitamento di altre società del Gruppo.

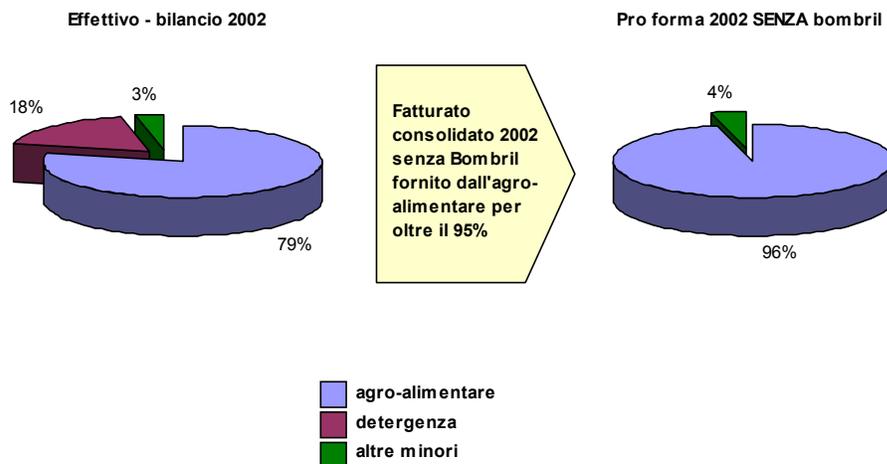


Il comparto agro-alimentare del Gruppo Cirio si presenta come un *unicum* integrato nei segmenti delle conserve alimentari e della frutta, sia in scatola che in succo. L'integrazione è massima, dalla piantagione alla distribuzione al mercato al dettaglio, ed è stata raggiunta con una forte specializzazione delle società a livello mondiale, alcune delle quali producono la materia prima o la acquistano per tutto il Gruppo; altre la lavorano, mentre altre ancora distribuiscono in tutto il mondo i prodotti finiti. Altre assicurano servizi comuni. Nel caso concreto, l'organigramma societario e organizzativo del Gruppo Cirio Del Monte ha condotto ad enucleare un comparto dotato di sostanziale autonomia gestionale e produttiva. Si fa riferimento naturalmente al comparto agro-alimentare, costituito da società operative (tra cui la CDM Italia) che fanno capo alla sub-holding Cirio Del Monte NV (di seguito sinteticamente "Comparto"), anch'essa insolvente. In ordine a questo Comparto è rilevante sottolineare:

1. che esso rappresenta il *business* tradizionale del Gruppo, cresciuto nel tempo e allargatosi con l'acquisizione della Del Monte;

2. che esso da sempre apporta la maggioranza del fatturato consolidato dell'intero Gruppo Cirio, in una misura che al momento supera il 95% in seguito alle recenti vicende che hanno portato alla perdita del controllo e al conseguente deconsolidamento della Lazio nel 2002 e, più recentemente, della Bombril;

Ripartizione fatturato consolidato 2002 Gruppo Cirio per business

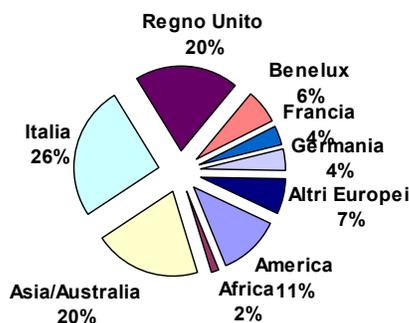


3. che all'interno di esso è allocata gran parte del "patrimonio produttivo" del Gruppo (tenuto anche conto degli impianti produttivi, dei marchi, della posizione di mercato, dei rapporti commerciali, dei rapporti con i dipendenti ecc.)

* * *

Cirio Del Monte Italia SpA rappresenta la società dimensionalmente più rilevante del comparto agro-alimentare. Essa, con un valore della produzione di oltre 220 milioni di Euro nel 2002, ha apportato poco meno del 30% del fatturato totale del sotto-gruppo Cirio Del Monte. Produzione in gran parte indirizzata al mercato italiano, che nel 2002 ha assorbito prodotti Cirio Del Monte per più di 200 milioni di Euro in valore, confermandosi di gran lunga il mercato nazionale più rilevante del Gruppo, come riassunto nel grafico seguente.

Vendite 2002 comparto agro-alimentare Gruppo



Fonte: elaborazioni su dati Gruppo Cirio Del Monte

L'insieme delle considerazioni appena riassunte, unitamente alla constatazione delle strette relazioni produttive e commerciali esistenti tra le varie società appartenenti al comparto agro-alimentare del gruppo Cirio Del Monte (descritte in dettaglio nel precedente capitolo 2), ha indotto a ritenere necessario verificare le concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico di CDM Italia sia singolarmente sia nell'ambito del più ampio sotto-gruppo di cui fa parte, costituito dalle società controllate dalla sub-holding Cirio Del Monte NV.

7.2.1 Le prospettive del comparto agro-alimentare del Gruppo

Per esaminare le prospettive economico-finanziarie del Comparto agro-alimentare conviene muovere dalle previsioni interne del Gruppo stesso e dai piani nel frattempo predisposti dal *top management*.

La dimensione economica del Comparto (che nel 2002 ha fatturato circa 780 mln. di Euro, con impianti produttivi e presenza di mercato e societaria in quattro continenti) e la sua complessità industriale, organizzativa e finanziaria

non hanno consentito – nel breve termine previsto dall’art. 28 del D. Lgs. 270/99 – di avviare e concludere nuove e autonome indagini sulle prospettive economiche del Comparto stesso.

Alla già rilevata complessità strutturale e organizzativa del Gruppo, inoltre, si devono aggiungere ulteriori aspetti di estrema delicatezza: contenzioso in essere, entità ed impatto del calo di immagine, crisi di liquidità, difficoltà di management.

Sulla base di tali considerazioni, pertanto, per agevolare una verifica puntuale e dettagliata delle “*concrete prospettive di recupero dell’equilibrio economico*” del Comparto, si è ritenuto di fare prioritario riferimento alle previsioni di sviluppo economico predisposte dal Gruppo stesso, circa le quali sono state poi effettuate analisi critiche e considerazioni di ragionevolezza basate su una molteplicità di elementi valutativi esterni.

È stata quindi attentamente analizzata tutta la documentazione interna relativa ai piani predisposti dal nuovo management (insediatosi dopo la dichiarazione di *default*) e finalizzati a riconquistare proprio quell’equilibrio economico e finanziario che il Gruppo aveva perduto. Piani redatti, con riferimento in particolare agli aspetti industriali e di mercato del comparto agro-alimentare (“Piano Industriale”), con l’ausilio della società Bain & Company Italy (“Bain”), nome di rilevanza internazionale nel settore della consulenza strategica. È sembrato, pertanto, opportuno prendere le mosse proprio da questo piano industriale.

Il lavoro svolto da Bain ha condotto alla stesura del Piano Industriale 2003-2010, analizzato in dettaglio nel paragrafo 3.2.1, al quale si rinvia.

Il Piano Industriale si propone di esaltare i punti di forza del Gruppo nel comparto agro-alimentare, così da massimizzare le opportunità di sviluppo e recupero di redditività finora inesprese, adattando anche la strategia di mercato, l’organizzazione produttiva e l’immagine alle nuove tendenze dei consumatori (prodotti di alta qualità con immagine di “genuinità e freschezza”,

realizzati rispettando alti standard ma in maniera industrialmente efficiente e distribuiti attraverso molteplici forme e canali).

Obiettivo del Piano Industriale è una progressiva crescita della redditività operativa (EBITDA) del Comparto Ridotto, fino ad allinearla nel lungo periodo al livello medio dei concorrenti (8-12% dei ricavi, come già brevemente evidenziato *infra*, § 3.2.1). La tavola seguente riassume le principali stime

Gruppo CDM NV - sviluppo conto economico Piano Industriale 2003-2010 (al netto di Del Monte Pacific Limited e Cirio Brasil)

Dati in € mln	2002		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	BAIN (prec.) gestionale									
Ricavi netti	590,6	530,2	578,3	640,6	687,3	731,5	777,7	820,5	859,9	890,9
Variazione annua			(2,1%)	10,8%	7,3%	6,4%	6,3%	5,5%	4,8%	3,6%
Margine di contribuzione	107,1	106,2	113,1	127,4	139,6	149,2	160,2	171,5	181,4	189,7
% su ricavi netti	18,1%	20,0%	19,6%	19,9%	20,3%	20,4%	20,6%	20,9%	21,1%	21,3%
EBITDA	13,3	11,6	29,8	52,4	64,4	73,1	82,6	91,6	100,0	106,7
% su ricavi netti	2,3%	2,2%	5,2%	8,2%	9,4%	10,0%	10,6%	11,2%	11,6%	12,0%

economiche del Piano Industriale nell'orizzonte 2003-2010.

Come si può notare, il Piano parte da un risultato 2002 del tutto insoddisfacente, con un EBITDA di poco superiore al 2% dei ricavi netti (si noti che il dato nel Piano faceva riferimento ad un preconsuntivo, mentre i dati effettivi, ottenuti disaggregando in maniera sintetica i numeri di Pacific e Cirio Brasil dal consolidato Cirio Del Monte NV, evidenziano ricavi più contenuti ma confermano sostanzialmente la marginalità percentuale).

Gli interventi previsti dal Piano sono incentrati prevalentemente sull'efficienza produttiva e distributiva e sui costi generali e prevedono il conseguimento di un EBITDA dell'8% circa sui ricavi già a fine 2004, pur con un incremento dei ricavi inferiore al 10% nel biennio 2003-2004, e un progressivo allineamento nel lungo periodo all'obiettivo di EBITDA del 12%.

Il Piano prevede di raggiungere tale risultato attraverso una serie di azioni sia sul fronte dei ricavi che su quello dei costi.

Dal lato dei **ricavi**, le previsioni di crescita sono meno aggressive ma pur sempre superiori a quelle registrate dal settore delle conserve nel corso degli ultimi anni (intorno al 2%, ma con forti differenze tra i segmenti tradizionali e

quelli più innovativi). Tali obiettivi, tuttavia, sono previsti raggiungibili non tanto con una crescita dei ricavi nei mercati già presidiati, quanto piuttosto con:

- una maggiore uniformità di vendite di tutti i prodotti del Gruppo nei suoi mercati principali, che attualmente sono molto focalizzati solo su alcuni prodotti (principalmente conserve a marchio Cirio-De Rica in Italia e Francia, principalmente frutta e succhi a marchio Del Monte in Nord Europa);
- un maggior sfruttamento di canali distributivi finora poco coperti (bar, *catering*, ecc.);
- una progressiva focalizzazione sui prodotti a maggior valore per il Gruppo Cirio, riducendo ovvero interrompendo del tutto la produzione e vendita di prodotti rivelatisi a ridotta se non addirittura nulla profittabilità;
- una rimodulazione delle politiche di sconti, soprattutto in Italia, avendo riguardo a subordinare le agevolazioni di prezzo agli obiettivi di fatturato del Gruppo;
- un forte presidio commerciale degli obiettivi di fatturato mediante il ricorso a politiche di marketing mirate, con le quali consolidare l'immagine del marchio e il valore percepito dalla clientela.

È prevista anche un'azione molto incisiva dal lato dei **costi** di produzione e vendita, sia diretti che indiretti, vale a dire connessi alla struttura direzionale e di controllo del Gruppo. In tale ambito i principali interventi previsti dal Piano Industriale sono:

- una generale rivisitazione della produzione di conserve, con la chiusura / cessione degli stabilimenti di Mora (Portogallo, ex Sopragol) e Larissa (Grecia), con la conseguente redistribuzione della produzione attualmente effettuata in tali impianti tra gli altri stabilimenti del Gruppo (Italia⁴³ e Sud

⁴³ Ne consegue che la Cirio Del Monte Italia beneficerebbe direttamente dell'aumento della produzione, con un conseguente incremento della capacità di assorbire i costi fissi.

Africa, al momento non saturi) e parzialmente, ove e quando opportuno, su fornitori esterni;

- la chiusura / cessione dello stabilimento di S. Felice (Modena), ritenuto non profittevole, e la conseguente riallocazione della produzione di succhi per il mercato italiano nello stabilimento di *King's Lynn* ovvero presso fornitori terzi nazionali;
- una nuova struttura distributiva, finalizzata a ridurre i costi per il Gruppo e ad ottimizzare tempi e modalità di consegna, anche in rapporto alla nuova struttura produttiva;
- la centralizzazione degli acquisti, ove possibile, con l'obiettivo di realizzare importanti sinergie di scala;
- la progressiva semplificazione della struttura societaria, riducendo quindi i costi generali da essa derivanti.

L'evoluzione stimata per l'EBITDA del Comparto Ridotto evidenzia, quindi, una chiara capacità del Comparto nel suo insieme di tornare in tempi rapidi ad una significativa redditività operativa, principale indicatore (come già analizzato) del recupero dell'equilibrio economico.

Ad ulteriore conferma di tali considerazioni, le stime di EBITDA del Piano Industriale sono state qui analizzate alla luce dell'andamento del Comparto Ridotto nel corso del 2002, primo anno nel quale il perimetro del Comparto stesso appariva analogo a quello attuale, con l'obiettivo di verificare l'ordine di grandezza dell'EBIT di conseguenza ragionevolmente prevedibile. La tabella seguente riassume i risultati dell'analisi.

Gruppo CDM NV - stime EBIT su Piano Industriale Bain 2003-2010 (al netto di Del Monte Pacific Limited e Cirio Brasil)

Dati in € mlni		2002		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
		BAIN (prec.)	gestionale								
EBITDA		13,3	11,6	29,8	52,4	64,4	73,1	82,6	91,6	100,0	106,7
Ammortamenti Gruppo CDM NV "ristretto"	B		15,4	15,1	16,8	18,0	19,1	20,3	21,5	22,5	23,3
% su ricavi			2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Consolidato CDM NV (Del Monte Pacific) (Cirio Brasil)			21,4								
			(4,7)								
			(1,2)								
Ammortamento Brand	C		20,7	20,7	20,7	20,7	20,7	20,7	20,7	20,7	20,7
EBIT	A-B-C		(24,6)	(6,1)	14,9	25,7	33,2	41,5	49,4	56,8	83,4

Lo sviluppo parte dall'analisi delle voci di costo non monetario del Comparto Ridotto nel 2002, rappresentate principalmente dall'ammortamento delle immobilizzazioni tecniche e dei marchi, cercando di proiettarle mediante opportuni criteri sull'orizzonte temporale del Piano. Voci tipicamente abbastanza stabili, nell'ipotesi di sostanziale invarianza della struttura patrimoniale e produttiva di un gruppo⁴⁴.

Più in dettaglio, si è quindi ipotizzato:

- i) una stabilità degli ammortamenti tecnici in rapporto al fatturato (ipotesi di per sé penalizzante poiché suppone una crescita degli investimenti tecnici, e quindi degli ammortamenti, perfettamente proporzionale al fatturato, cosa in genere non verificata in circostanza analoghe);
- ii) una stabilità in valore assoluto dell'ammortamento dei marchi, la cui valorizzazione contabile rimane ovviamente inalterata e genera quindi ammortamenti costanti nel medio-lungo periodo.

Considerato tuttavia che il Piano Industriale fa riferimento al Comparto Ridotto mentre i dati gestionali 2002 fanno riferimento ad un perimetro che comprende anche la Pacific e Cirio Brasil, gli ammortamenti degli immobilizzi tecnici sono stati depurati della quota attribuibile a queste due entità.

Sulla base di tali ipotesi, ritenute ragionevoli e prudenziali, si nota come il raggiungimento dell'obiettivo di EBITDA previsto dal Piano Industriale possa lasciar prevedere un EBIT positivo fin dal secondo anno di piano, con la possibilità conseguentemente di intravedere fin da questo momento un ritorno del Comparto Ridotto all'utile.

⁴⁴ Pur nella consapevolezza che il Piano prevede una riduzione degli impianti in esercizio nel 2002, e quindi della futura quota ammortamento ad essi legata, tale impatto è stato considerato trascurabile, sia perché relativo agli impianti di minore dimensione sia perché di segno contrario agli eventuali ammortamenti aggiuntivi legati agli investimenti necessari alla realizzazione del Piano Industriale stesso, non esplicitati nel lavoro di Bain.

A completamento dell'analisi è stata effettuata una simulazione relativa al livello di debito sostenibile dal comparto sulla base delle nuove stime di EBIT, che come già visto rappresenta il margine disponibile per il pagamento di oneri finanziari. Tale analisi è stata effettuata su due direttrici:

- 1) la verifica del livello massimo di oneri finanziari sostenibili di anno in anno, dato l'EBIT stimato, e conseguentemente il livello di debito massimo (ipotizzato un tasso medio di indebitamento del Comparto Ridotto pari al 7%);
- 2) la stima del risultato netto del Comparto Ridotto nell'ipotesi di un livello considerato "normale" di debito, fissato in 5 volte l'EBITDA atteso⁴⁵, ad un tasso analogo al precedente.

La tavola seguente riassume i risultati della simulazione.

Dati in € mlni		2002		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
		BAIN (prec.)	gestionale								
EBITDA		13,3	11,6	29,8	52,4	64,4	73,1	82,6	91,6	100,0	106,7
EBIT	A		(24,6)	(6,1)	14,9	25,7	33,2	41,5	49,4	56,8	83,4
Simulazione Debito											
Massimo (EBIT = interessi)	@ 7%		n. a.	n. a.	213,0	366,9	474,7	593,2	705,7	811,0	1.191,4
Debito su EBITDA			n. a.	n. a.	4,1x	5,7x	6,5x	7,2x	7,7x	8,1x	11,2x
Normale (4x EBITDA)	5,0x		587,0	149,0	262,0	322,0	365,5	413,0	458,0	500,0	533,5
% su ricavi netti da Piano				25,8%	40,9%	46,8%	50,0%	53,1%	55,8%	58,1%	59,9%
Oneri finanziaria (STIME)	B			10,4	18,3	22,5	25,6	28,9	32,1	35,0	37,3
Tasso medio su debito	7%										
Reddito ante-imposte	A-B			(16,5)	(3,4)	3,1	7,6	12,6	17,3	21,8	46,0

Come si evince dalla tavola, il conseguimento dell'EBIT stimato, che deriva ovviamente dalle aspettative di EBITDA positivo fin dal primo anno del Piano Industriale, comporterebbe un sostanziale pareggio ante imposte nel secondo

⁴⁵ Stime del genere, per quanto necessariamente orientative in quanto basate su osservazioni empiriche, fanno tuttavia riferimento ad una prassi consolidata nel settore bancario, per il quale livelli di debito superiori a quattro volte l'EBITDA vengono considerati a rischio per la stabilità dell'impresa.

anno di piano ed un utile dal terzo anno in poi. Tale risultati sarebbero raggiunti dopo aver regolarmente pagato interessi su un livello di debito “normale”, pari a 5 volte l’EBITDA, di oltre 260 mln. di Euro nel 2004 e via via crescente fino agli oltre 530 mln. di Euro del 2006, pari a circa la metà del fatturato previsto in quell’anno (potenzialità di crescita del debito che dovrebbe assicurare al Comparto Ridotto la disponibilità delle risorse finanziarie prevedibilmente connesse alla crescita prevista)⁴⁶.

Il Piano Industriale 2003-2010 del Comparto Ridotto, come approvato dal CdA della capogruppo Cirio Finanziaria s.p.a. con il supporto di Bain, evidenzia quindi che il Comparto stesso può recuperare in tempi relativamente brevi un’apprezzabile redditività, subordinata naturalmente all’effettivo conseguimento degli obiettivi di incremento dei ricavi e taglio dei costi che sono connessi agli interventi strutturali e di mercato previsti.

Tali interventi appaiono fattibili, ancorché impegnativi. Gran parte di essi sono, infatti, legati ad un diverso approccio strategico al *business*, in modo da privilegiare non più la crescita dimensionale come valore in sé ma la focalizzazione su quei mercati e su quei prodotti per i quali più solido appare il vantaggio competitivo di Cirio Del Monte e quindi maggiori sono le aspettative di ritorni economici adeguati.

Più incerti si presentano gli interventi di maggior impatto, in particolare la chiusura / cessione degli stabilimenti in Portogallo, Grecia e di S. Felice. A tali opifici sembrano tuttavia interessati alcuni soggetti, in base alla

⁴⁶ Si noti, di passata, che il debito netto a fine 2002 del Comparto Ridotto si attestava ad oltre 580 mln. di Euro, superiore a quello “normalmente” sostenibile addirittura nel 2010. Considerazione che conferma *ictu oculi* come una delle principali cause dell’insolvenza sia l’abnorme livello di debito finanziario raggiunto dal Gruppo. Debito che contabilmente “regge” un attivo composto da marchi e avviamento per circa 540 mln. nel 2002: poste sorte in seguito alle acquisizioni effettuate nel corso del triennio 1997-1999 e commisurate al livello di prezzo corrisposto ai venditori.

documentazione finora esaminata, e quindi la loro cessione appare potenzialmente realizzabile. Inoltre, l'eventuale ingresso del Gruppo in amministrazione straordinaria e il quadro di maggiore chiarezza che ne deriverebbe potrebbero agevolare tali operazioni, ove analisi più approfondite dovessero confermarne la necessità nell'ottica di contribuire al recupero dell'equilibrio economico del resto del Comparto, di cui costituisce la parte costitutiva e di gran lunga più rilevante.

Rimane infine da valutare la **ragionevolezza** degli interventi previsti e dei conseguenti risultati economici attesi. Quanto al primo punto, non appare possibile dare una valutazione analitica della massa di interventi industriali descritti nel Piano Bain, che vanno dalla cessione di stabilimenti sino all'ipotesi di particolari forme di imballaggio e trasporto per il recupero di redditività. Passando, tra le altre cose, per la quantificazione di sconti commerciali, l'analisi e la ridefinizione del tipo di inscatolamento del prodotto, la destinazione o l'eliminazione di determinati prodotti in certi paesi, la politica di marketing e così via.

Il fatto che tali interventi siano stati ipotizzati con il supporto di un consulente industriale di rilievo quale Bain, tuttavia, unitamente ad una serie di colloqui positivi con il management del Comparto Ridotto, hanno determinato la formazione di un'opinione complessivamente positiva circa la ragionevolezza e la fattibilità degli interventi stessi.

Analoga conclusione è stata raggiunta in merito alla ragionevolezza dei risultati economici attesi dal Piano Industriale, che rappresenta di fatto la realizzazione di un processo di piena integrazione delle varie realtà operative del Gruppo nel comparto agro-alimentare, fino al 2002 accorpate sotto un unico "cappello" ma di fatto mai totalmente integrate. Risultati che nel medio-lungo periodo non farebbero che allineare la redditività delle attività a marchio Cirio e Del Monte a quella media di settore, come già evidenziato in precedenza nella tabella che, per semplicità, si riporta di seguito.

	Ebitda	Ebit
H.J. Heinz	16%	13%
Campbell	21%	16%
Conagra Foods	10%	8%
Hershey Foods Co	21%	17%
Sara Lee	12%	8%
Nestlè	13%	12%
Unilever	16%	12%
Danone	21%	15%
Cadbury	19%	18%
Parmalat (Euro)	11%	7%
Northern Foods	14%	9%
Del Monte Foods	14%	11%
Boundelle	12%	6%
Normel Foods	11%	8%
Hain Celestial	3%	1%
La Doria	4%	2%
Seneca Food Co	8%	5%
CSM NV	9%	8%
Median	13%	10%
Mediana	12%	9%

Fonte: dati al 31/12/2002 pubblicamente disponibili

La tabella, che deriva da analisi indipendenti, evidenzia come tutti i principali concorrenti abbiano avuto, nel 2002, risultati superiori a quelli di Cirio Del Monte. Quest'ultima, tuttavia, ha, senza alcun dubbio, tutti gli elementi per competere ad armi pari nel settore, tra cui:

- marchi di assoluto prestigio, conosciuti in tutto il mondo ed indice di qualità e affidabilità;
- una capacità industriale consolidata e integrata, dalla piantagione al prodotto finito, che rende il Gruppo Cirio Del Monte pienamente in grado di controllare tutta la filiera produttiva;
- un rapporto con i fornitori molto solido, che ha retto anche agli ultimi avvenimenti, consentendo in ogni caso la realizzazione della campagna 2002-2003 (pur con qualche ritardo);
- un'immagine dei prodotti del Gruppo ancora molto positiva seppure da rivitalizzare, sulla quale è possibile fare sicuro affidamento per il rilancio.

L'insieme di tali considerazioni, pertanto, unitamente a quelle derivanti dai ripetuti colloqui avuti con il *management* del Gruppo oltre che con operatori del settore ed esperti indipendenti, ha condotto a formarsi il convincimento

che il *business* del Gruppo nel comparto agro-alimentare abbia tutte le potenzialità per ritrovare rapidamente un solido equilibrio economico. A condizione, naturalmente, che la gestione del *business* stesso si concentri sugli aspetti industriali e di mercato, valorizzando tutte le potenzialità connesse a marchi di rilevanza mondiale, libera da quelle “distrazioni” di natura prettamente finanziaria che appaiono sempre di più come la principale causa della crisi.

7.2.2 L'equilibrio economico di Cirio Del Monte Italia s.p.a.

Concentrando ora l'attenzione sul recupero dell'equilibrio economico della Cirio Del Monte Italia s.p.a., occorre partire dall'analisi storica dei risultati di questa società.

L'analisi, tuttavia, può fare riferimento esclusivamente all'ultimo biennio. Solo nel 2001, infatti, a seguito del completamento dell'acquisizione della Del Monte Royal, viene avviato il progetto strategico di integrazione delle realtà Cirio e Del Monte in tutti i paesi europei, compresa l'Italia. Il 31 dicembre 2001 l'allora Cirio Alimentare, scorporata dalla Cirio Finanziaria e trasferita sotto il controllo di Cirio Del Monte NV, viene fusa con la Del Monte Italia dando vita, con effetti retrodatati al 1° gennaio 2001, alla società Cirio Del Monte Italia s.p.a. (di seguito anche “CDM Italia”), attualmente insolvente.

L'esame delle principali grandezze economiche della CDM Italia nel biennio evidenzia un andamento del tutto insoddisfacente della società, sia in assoluto che relativamente alle altre società del comparto agro-alimentare (vedasi tabella seguente).

Cirio Del Monte Italia SpA - principali dati economici

	2001	2002	30/06/2003
	€ mlni	€ mlni	€ mlni
Ricavi netti	251,6	235,8	79,3
<i>Variazione annua</i>		<i>(6,3%)</i>	
Margine di contribuzione	36,3	26,9	20,0
<i>% su ricavi netti</i>	14,4%	11,4%	25,2%
EBITDA	0,7	(7,5)	(4,3)
<i>% su ricavi netti</i>	0,3%	<i>(3,2%)</i>	<i>(5,4%)</i>
EBIT	(11,6)	(19,2)	(8,5)
<i>% su ricavi netti</i>	<i>(4,6%)</i>	<i>(8,1%)</i>	<i>(10,7%)</i>
Risultato netto	(26,6)	(48,9)	(21,9) *
<i>% su ricavi netti</i>	<i>(73,3%)</i>	<i>(181,8%)</i>	<i>(109,6%)</i>

* al netto delle sopravvivenze passive per circa Euro 300 mln., connesse all'iscrizione prudenziale del debito a fronte di fidejussioni rilasciate a società del Gruppo insolventi.

Fonte: bilancio 2002 Cirio Del Monte Italia SpA e dati gestionali 2003

L'EBITDA, praticamente nullo nel 2001, diventa negativo nel 2002, contribuendo alla formazione di una perdita operativa vicina ai 20 mln. di Euro, che passa a 50 mln. di Euro circa dopo il pagamento di rilevanti oneri finanziari e straordinari.

L'analisi delle cause di tale andamento, come si può evincere anche dalla relazione sulla gestione contenuta nel bilancio 2002 di CDM Italia, sono molteplici.

Dal punto di vista industriale, il biennio è stato caratterizzato da forti diseconomie connesse all'integrazione *in fieri* delle due realtà ante fusione, in termini produttivi, distributivi, organizzativi e gestionali in genere. A ciò si è aggiunta una cattiva stagione in termini di raccolto del pomodoro, che ha penalizzato la produzione e portato a maggiori costi di approvvigionamento.

L'andamento della produzione nel secondo semestre 2002 e nel primo semestre 2003 è stato pesantemente influenzato dalla situazione di crisi che ha interessato l'intero Gruppo, con difficoltà di approvvigionamento e ricostituzione delle scorte, rallentamento della produzione, mancata realizzazione dei progetti volti a completare l'integrazione. Ciononostante, il margine di contribuzione a giugno 2003 è tornato su livelli di fatturato più che

doppi rispetto al 2002, e l'EBITDA, ancora negativo, sembra aver arrestato la tendenza al peggioramento, pur in un momento di massima crisi.

In altri termini emerge che, nonostante la situazione di insolvenza e la conseguente chiusura di tutte le linee di credito, una integrazione produttiva ancora da completare e una stagione agricola difficile, **la società ha continuato a produrre e vendere, dimostrando una palese capacità di mantenere le proprie quote di mercato e la propria clientela.**

Tali potenzialità trovano conferma nel budget 2003 e nelle previsioni economiche 2004 per CDM Italia, basate su ipotesi di sostanziale continuità operativa nell'attuale configurazione, quindi con l'implementazione di alcuni dei progetti di razionalizzazione organizzativa e produttiva previsti nel Piano Industriale ma senza modifiche strutturali, soprattutto in termini di numerosità, collocazione geografica e sfruttamento produttivo degli impianti attualmente attivi.

La tabella che segue riassume gli elementi di maggior rilievo del budget 2003-2004, redatto dal *management* di CDM Italia e basato su un'ipotesi di ritorno alla normalità fin dalla fine del 2003, particolarmente in termini di rapporti con il sistema bancario e con i fornitori, sia esterni (pomodoro, vetro, metallo) che interni al Gruppo (frutta).

Cirio Del Monte Italia SpA - principali dati economici									dati in € mln
	2001	2002	30/06/2003	2003 (proiezioni)			2004 (obiettivo di budget)		
	€ mln	€ mln	€ mln	Ex-Cirio	Ex-DM	CDM Italia	Ex-Cirio	Ex-DM	CDM Italia
Ricavi netti	251,6	235,8	79,3	132,7	45,7	178,4	143,0	57,0	200,0
<i>Variazione annua</i>		(6,3%)				(24,3%)			12,1%
Margine di contribuzione	36,3	26,9	20,0						
<i>% su ricavi netti</i>	14,4%	11,4%	25,2%						
EBITDA	0,7	(7,5)	(4,3)	3,7	(7,3)	(3,6)	11,8	(5,2)	6,6
<i>% su ricavi netti</i>	0,3%	(3,2%)	(5,4%)	2,8%	(16,0%)	(2,0%)	8,3%	(9,1%)	3,3%
EBIT	(11,6)	(19,2)	(11,1)			(17,2)			(7,0)
<i>% su ricavi netti</i>	(4,6%)	(8,1%)	(14,0%)			(9,6%)			(3,5%)
Risultato netto	(26,6)	(48,9)	(21,9) *			(26,3)			(8,1)
<i>% su ricavi netti</i>	(73,3%)	(181,8%)	(109,6%)			(14,7%)			(4,1%)

* al netto delle sopravvivenze passive per circa Euro 300 mln., connesse all'iscrizione prudenziale del debito a fronte di fidejussioni rilasciate a società del Gruppo insolventi.

Fonte: bilancio 2002 e documentazione interna Cirio Del Monte Italia SpA

L'analisi delle stime presentate evidenzia come i segnali di recupero rilevati nel primo semestre del 2003, pur nell'ambito di un quadro interno ed esterno certamente non favorevole, siano previsti consolidarsi nel secondo semestre dell'anno corrente, conducendo ad un EBITDA ancora negativo ma per un importo più che dimezzato rispetto al 2002 (seppur ancora insufficiente a coprire ingenti oneri straordinari e di ristrutturazione) pur in presenza di un calo previsto dei ricavi netti di circa il 25% rispetto all'esercizio precedente.

Il riequilibrio si consolida nel 2004, quando una piena normalizzazione dell'attività dovrebbe verosimilmente porre le basi per un recupero di fatturato e di produttività, con il conseguimento di un deciso riequilibrio economico. L'EBITDA stimato è di nuovo positivo e il risultato netto, ancora negativo ma finalmente liberato degli oneri straordinari finora sostenuti, è atteso come il migliore dalla nascita della Cirio Del Monte Italia s.p.a., nel 2001.

Le stime riassunte potrebbero inoltre presentare anche margini di notevole miglioramento, evidenziati dal *management* della Società, allorché una stabilizzazione dell'operatività aziendale consentisse di perfezionare alcuni progetti di razionalizzazione e sviluppo, previsti anche nel Piano Industriale. Tra questi, gli interventi di riorganizzazione dal lato commerciale (semplificazione portafoglio prodotti, migliore gestione della scontistica) e produttivo (movimentazione magazzino, distribuzione) potrebbero portare un miglioramento sul fronte dell'EBITDA stimato nell'ordine di 1,5 e 4 mln. di Euro circa rispettivamente nel 2003 e 2004⁴⁷.

L'esame delle prospettive industriali di CDM Italia come contenute nella documentazione analitica analizzata, unitamente ai risultati dei colloqui avuti con il *management*, delineano in conclusione un quadro per la Società

⁴⁷ Tale miglioramento potrebbe crescere fino a oltre 7,5 mln. di Euro nel 2004 se venissero attuate azioni di riorganizzazione produttiva, anche con la terziarizzazione dello stabilimento di S. Felice.

italiana non dissimile da quello già descritto per il Comparto Ridotto nel suo insieme.

Le ipotesi sottostanti le stime 2003-2004 del *management* di Cirio Del Monte Italia s.p.a. sono apparse ragionevoli, inserendosi perfettamente nel quadro delineato dal Piano Industriale, sia come contenuti industriali che come risultati economici attesi. Questi ultimi peraltro hanno trovato indiretta conferma nel fatto che gli impianti produttivi principali (S. Polo e Caivano) hanno continuato nel corso degli ultimi mesi a produrre, riuscendo a proseguire la campagna del pomodoro e rifornire la distribuzione, seppure con inevitabili ritardi e difficoltà. Tutto questo in mezzo a notevoli e ovvi problemi organizzativi, senza alcun tipo di supporto creditizio e con la necessità di ricucire un rapporto fiduciario con i fornitori pesantemente compromesso. Il che in ogni caso non ha impedito che gli impianti rimanessero attivi, con una produzione 2003 prevista pari a circa il 50% della capacità produttiva massima ma comunque sufficiente a verificare che i prodotti a marchio Cirio e Del Monte continuano ad essere apprezzati dal mercato italiano.

Il recupero dell'equilibrio economico per l'intero Comparto Ridotto, ampiamente analizzato in precedenza, deve del resto necessariamente passare da un analogo risultato per la CDM Italia, che nel 2002 ha rappresentato circa il 45% dell'intero fatturato del Comparto Ridotto stesso e alla quale sono dedicati i maggiori e più rilevanti interventi industriali, organizzativi, commerciali e di mercato contenuti nel Piano Industriale complessivo.

Interventi, si noti, che in buona parte appaiono vantaggiosi proprio per l'entità giuridica CDM Italia. La prevista chiusura / cessione degli stabilimenti in

Grecia e Portogallo⁴⁸, infatti, con il contestuale spostamento nei due stabilimenti italiani della produzione connessa al pomodoro finora svolta in questi siti, accelererebbe la saturazione della capacità produttiva di Cirio Del Monte Italia s.p.a., agevolando quindi l'assorbimento dei costi fissi e conseguentemente un più solido riequilibrio economico. Analogamente, l'eventuale chiusura / cessione dello stabilimento di S. Felice, con la stipula contestuale di accordi di co-produzione con l'acquirente finalizzati a mantenere la presenza in Italia nel comparto dei succhi, dovrebbe rappresentare una svolta fondamentale nel processo di riequilibrio economico nei prodotti a marchio Del Monte anche in Italia.

7.3 Le prospettive delle holding insolventi

Nel rinviare alle considerazioni già svolte in ordine ai criteri di estensione dell'amministrazione straordinaria alle imprese del gruppo (cfr. par. 7.1.6), appare comunque utile fare un cenno agli effetti ragionevolmente prevedibili in capo alle holding nell'ipotesi in cui dovessero realizzarsi le *concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico* rilevate per Cirio Del Monte Italia s.p.a.

Le prospettive di riequilibrio economico di CDM Italia, come ampiamente argomentato in precedenza, appaiono concrete e fondate su basi ragionevoli; tali prospettive, inoltre, sono state necessariamente inquadrare in un'ottica di gruppo, con particolare riguardo al comparto agro-alimentare di Cirio Del Monte costituito dalle società direttamente o indirettamente controllate dalla sub-holding Cirio Del Monte NV, che costituiscono nei fatti un *unicum* integrato, con strutture produttive e distributive tra loro interdipendenti.

Il suddetto comparto agro-alimentare, tuttavia, esprime oltre il 95% del fatturato consolidato del Gruppo (dopo l'uscita dal perimetro della Lazio e di

⁴⁸ Interventi concretamente realizzabili, nell'ottica di una gestione unitaria dell'insolvenza, tenuto conto che essi appartengono a società integralmente controllate, direttamente o indirettamente, da Cirio Finanziaria s.p.a.

Bombri) e quindi rappresenta l'asset di gran lunga più importante delle tre holding, che lo controllano con una struttura "a cascata". Appare peraltro evidente che un recupero dell'equilibrio economico del comparto agro-alimentare, e della sua componente principale costituita da Cirio Del Monte Italia s.p.a., non può che ribaltarsi immediatamente sulle prospettive delle holding di controllo (le quali peraltro non hanno di fatto possibilità di ripresa diversa da questa).

Appare pertanto evidente, in conclusione, che se una società operativa controllata da una holding è in equilibrio economico e riesce a generare dividendi per la propria controllante, questa può riuscire a pagare i propri costi e il servizio del debito assunto per acquisire la società operativa stessa. Quindi, nel caso in esame, un riequilibrio di Cirio Del Monte Italia s.p.a. rappresenta il solo e necessario presupposto per un riequilibrio del conto economico anche delle tre holding in procedura⁴⁹.

7.4 Recuperabilità dell'equilibrio economico e scelta del programma

Come si è già osservato, l'art. 27 del D. Lgs. n. 270 del 1999 condiziona l'ammissione dell'impresa insolvente alla procedura di amministrazione straordinaria ad un presupposto essenziale: che esistano "concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali". Le analisi e le considerazioni svolte in questa Relazione consentono di affermare che le attività imprenditoriali esercitate dalle società insolventi (ed in specie dalla società operativa Cirio del Monte Italia s.p.a.) possono rapidamente recuperare un soddisfacente equilibrio economico, ripristinando

⁴⁹ Rimangono comunque ferme le considerazioni già svolte: l'ammissione delle tre holding alla amministrazione straordinaria trova la sua *ratio* nella opportunità di una gestione unitaria dell'insolvenza nell'ambito del Gruppo e prescinde dall'accertamento della loro capacità di recuperare l'equilibrio economico.

un rapporto fisiologico tra costi e ricavi e mantenendo una posizione di grande rilievo nel mercato agro-alimentare. E consentono di prevedere, ragionevolmente, che il recuperato equilibrio costi/ricavi sia suscettibile di ulteriore miglioramento attraverso gli interventi descritti nelle pagine precedenti, con la prospettiva di conseguire sempre più ampi margini di redditività.

Pertanto, i Commissari esprimono una valutazione sicuramente favorevole all'ammissione delle Società Insolventi alla procedura di amministrazione straordinaria.

Secondo una interpretazione⁵⁰ dell'art. 28 del D. Lgs. n. 270 del 1999, il compito dei Commissari Giudiziali potrebbe esaurirsi nell'esprimere questa "valutazione motivata", senza fornire alcuna indicazione e senza compiere alcuna scelta in ordine ai due programmi alternativi previsti dal secondo comma dell'art. 27 cit.: se condizione necessaria e sufficiente per l'ammissione di una impresa alla amministrazione straordinaria è la recuperabilità dell'equilibrio economico delle sue attività imprenditoriali, allora la "*valutazione motivata*" prescritta dall'art. 28 può risolversi nell'accertamento di quella recuperabilità.

Del resto, le indicazioni e le scelte compiute dal Commissario Giudiziale non sarebbero certamente vincolanti per l'eventuale futuro Commissario Straordinario⁵¹. E neppure la scelta di indirizzo compiuta dal Commissario Straordinario nel programma autorizzato dal Ministero risulta poi assolutamente vincolante, poichè lo stesso programma è suscettibile di modifiche e perfino di integrale sostituzione (cfr. art. 60).

⁵⁰) Cfr. ALESSI, L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi, cit., pag. 50, secondo il quale "E' da ritenere che il commissario giudiziale non abbia né il potere, né il dovere di indicare quale dei due indirizzi alternativi indicati dall'art. 27, comma 2 consente di realizzare il risanamento, poichè tale indicazione compete al commissario straordinario che deve offrirla mediante il programma in base all'art. 54".

⁵¹) In questo senso cfr. Trib. Torre Annunziata 14.11.2001, cit., pag. 488.

Pur consapevoli della non vincolatività delle indicazioni offerte in questa Relazione in ordine al futuro programma del Commissario Straordinario (sempre che il Tribunale ritenga di ammettere le società insolventi alla procedura di amministrazione straordinaria), i Commissari Giudiziali reputano opportuno esprimere, anche a questo riguardo, le loro motivate valutazioni.

7.4.1 Profili distintivi e criteri di scelta del programma

Ai fini della ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria, la valutazione si incentra preliminarmente sull'equilibrio economico delle attività imprenditoriali, trascurando il profilo del debito. Si guarda all'attività produttiva, che ha costi e ricavi, non debiti. Il debito grava sull'imprenditore insolvente e, nella fase preliminare di valutazione della ammissibilità all'amministrazione straordinaria, è, per così dire, *sterilizzato*.

Ma il profilo del debito torna a farsi rilevante nella fase di individuazione del *programma*, quando occorre scegliere tra programma di cessione e programma di ristrutturazione.

Ci si avvede allora che - nello spirito della legge - non basta conseguire l'equilibrio economico delle attività imprenditoriali, occorre che questo risultato sia assicurato stabilmente nel tempo ed occorre altresì tenere conto dell'interesse dei creditori. In questa prospettiva l'art. 27 cit. offre due strade:

- a) la cessione dei complessi aziendali sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno (*'programma di cessione dei complessi aziendali'*);
- b) la ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa, sulla base di un programma di risanamento di durata non superiore a due anni (*'programma di ristrutturazione'*).

Come viene esattamente rilevato nella Relazione illustrativa al D. Lgs. n. 270 del 1999, questa alternativa tra programma di cessione e programma di ristrutturazione "corrisponde, sotto il profilo sostanziale, alle due diverse *'gradazioni'* con le quali le potenzialità di recupero sono suscettibili di

manifestarsi. Nel primo caso, è possibile ripristinare *de futuro* l'equilibrio tra costi e ricavi, senza tuttavia che ciò consenta anche di sanare *per integrum* le passività precedentemente accumulate: la conservazione del patrimonio produttivo si attua perciò, tramite un mutamento della titolarità dell'impresa, della quale viene evitata, nelle more, la dissoluzione. Nel secondo caso, invece, l'amministrazione straordinaria prelude al recupero, da parte dell'impresa, della capacità di soddisfare regolarmente anche le obbligazioni pregresse e, dunque, al suo ritorno *in bonis*".

Nel caso del *programma di ristrutturazione*, le attività imprenditoriali - recuperato l'equilibrio economico, soddisfatti i creditori (seppure non necessariamente in misura integrale) - rimarranno al medesimo imprenditore. Nel caso del *programma di cessione*, invece, per assicurare stabilmente l'equilibrio economico delle attività imprenditoriali occorre cederle; separarle dall'imprenditore insolvente ed affidarle ad altro imprenditore che prosegua l'esercizio dell'impresa, salvaguardando il patrimonio produttivo ed i livelli occupazionali.

La gravità dell'insolvenza si riflette nella scelta dei programmi. Nel primo caso (programma di cessione) l'insolvenza è più grave: i complessi aziendali sono ceduti ad altro imprenditore ed i creditori sono soddisfatti attraverso i meccanismi previsti dagli artt. 67 e segg. del D. Lgs. n. 270 del 1999. Nel secondo (programma di ristrutturazione) l'insolvenza è meno grave e risulta essere uno stato reversibile: l'imprenditore rimane titolare dei complessi aziendali.

7.4.2 L'ipotesi del programma di ristrutturazione. Rilievi critici

Le considerazioni ora svolte, unite alle analisi compiute in precedenza in ordine alla misura del debito gravante sulle società insolventi, lasciano chiaramente intendere quale orientamento assumere, nel caso di specie, nella scelta del programma.

La misura e le caratteristiche del debito gravante sulle società insolventi fanno apparire, allo stato, molto difficoltoso prefigurare un piano di ristrutturazione che consenta il ritorno in bonis delle imprese.

Un piano di ristrutturazione dovrebbe, tra l'altro, necessariamente prevedere:

- una forte ricapitalizzazione delle imprese;
- i tempi e le modalità di soddisfazione dei creditori;
- una parziale rinuncia dei creditori o, quantomeno, una lunga dilazione delle scadenze dei debiti (ovvero, più verosimilmente, entrambe le cose).

Tali requisiti sembrano, allo stato, tutti altamente improbabili. Quanto al primo, è sufficiente osservare che, sino ad oggi, non è stata manifestata alcuna concreta disponibilità dell'imprenditore, o di terzi, di provvedere ad una adeguata ricapitalizzazione (che richiederebbe comunque l'impiego di ingentissime risorse).

Quanto agli altri due requisiti, è opportuno ricordare l'altissimo numero e la diversa natura dei creditori delle società insolventi: oltre a dipendenti, banche e fornitori, vi sono migliaia di soggetti, italiani e stranieri, portatori delle notes. Con la conseguenza di rendere ancora più complicata (ed improbabile) una modifica convenzionale della misura e delle modalità del debito.

Peraltro, un ipotetico piano di ristrutturazione, tanto complesso per la misura e le caratteristiche del debito, assai difficilmente potrebbe essere portato a compimento nel breve arco temporale biennale stabilito dall'art. 27, 2° comma, lett. b).

Occorre, infine, dare atto che, pochi giorni prima del completamento di questa Relazione, è stato presentato⁵² un documento denominato "*Ipotesi di risanamento*". Esso – come testualmente si legge nel documento – fornisce le "linee generali di un piano di ristrutturazione economico-finanziaria" delle Società Insolventi.

⁵² Il documento è stato presentato il 23 settembre 2003 dagli Avvocati Prof. Agostino Gambino, Bernardo Benincasa e Mario Santaroni, nonché dal Dott. Carlo Maria Colombo.

Tale piano è fondato su una serie di assunzioni ed ipotesi ancora non verificate (o, comunque, non dichiarate). Così, ad esempio, non è chiarito quali soggetti fornirebbero i capitali reputati necessari (per 100 mln. di Euro), né quali banche o finanziatori fornirebbero credito (per 150 mln. di Euro). Peraltro, tale “Ipotesi” passa attraverso una modifica convenzionale dei rapporti con i portatori di *notes* e con gli altri creditori (e prevede la conversione in capitale del credito vantato dalle banche), evento in ordine alla cui realizzabilità non sussiste alcuna certezza.

Pertanto, allo stato, questa “Ipotesi di risanamento”, non offrendo elementi di valutazione concreti e certi, non consente di esprimere un diverso avviso in ordine all’attuale impercorribilità di un programma di ristrutturazione.

7.4.3 L’ipotesi del programma di cessione dei complessi aziendali

Pienamente percorribile sembra, invece, l’ipotesi del “programma di cessione dei complessi aziendali”.

Programma di cessione non significa frantumazione atomistica del Gruppo o dei complessi aziendali.

Al contrario, nel caso di specie, il programma dovrebbe essere ispirato dall’obiettivo prioritario di conservare l’integrità e l’unità del Gruppo. Ma, ove tale intento prioritario non risultasse perseguibile (anche per difficoltà di mercato), il Commissario Straordinario potrebbe opportunamente elaborare, come ipotesi subordinata, un programma di cessione concepito secondo un piano di riorganizzazione e razionalizzazione delle attività imprenditoriali.

A tal fine, si potrebbe:

- individuare gli *asset* e le partecipazioni non strettamente funzionali all’esercizio del *core business*, da dismettere separatamente;
- distinguere le principali aree di attività industriale ed individuare i complessi aziendali funzionali a ciascuna di esse, sulla base di criteri di

organicità, di coerenza industriale e di mercato, da dismettere unitariamente.

Ovviamente, secondo lo spirito della legge, la cessione dei complessi aziendali o delle partecipazioni dovrà essere eseguita avendo riguardo, nella scelta dell'acquirente, non solo al profilo del prezzo ma anche al profilo della competenza industriale e delle garanzie di salvaguardia del patrimonio produttivo e di mantenimento dei livelli occupazionali.

Peraltro, il programma di cessione appare in grado di assicurare il conseguimento di ingenti risorse finanziarie, anche in considerazione dei seguenti aspetti:

- a) prezzi elevati, ragionevolmente ipotizzabili per la cessione di complessi aziendali in funzionamento (prezzi che certamente potranno beneficiare della valorizzazione di un indubitabile avviamento industriale e di mercato);
- b) risultati economici ragionevolmente conseguibili attraverso l'esercizio di eventuali azioni revocatorie.

Rileva infine sottolineare come l'effettiva realizzabilità del programma di cessione dei cespiti aziendali, in modo da salvaguardare il patrimonio produttivo del Gruppo Cirio, appaia confortata dalle numerose e qualificate manifestazioni di interesse, alcune delle quali informali, ricevute sia direttamente dai Commissari giudiziali che dal Gruppo stesso e dai suoi consulenti, anche nei mesi precedenti la dichiarazione dello stato di insolvenza. Manifestazioni che, pur non rappresentando un impegno vincolante, indubbiamente testimoniano del grande *appeal* ancora posseduto dal Gruppo Cirio e conseguentemente della presenza di molte realtà imprenditoriali interessate a svilupparne le prospettive economiche e di mercato.

La trasformazione di tale interesse in impegni concreti, peraltro, sarà certamente facilitata dall'ammissione alla procedura di amministrazione

straordinaria, che permetterà di proporre al mercato un'impresa e/o rami e/o aree di *business* pienamente operative.

La continuità dell'attività produttiva aumenterà le possibilità di successo delle operazioni di dismissione, incrementando i valori realizzabili anche in funzione di quegli elementi immateriali che sono propri delle sole imprese in funzionamento (avviamento, posizione di mercato, *know-how* tecnologico, patrimonio umano, ecc.). Per questa via, una più intensa valorizzazione degli *asset* produttivi offrirà una migliore soddisfazione dell'interesse dei creditori delle Società Insolventi.

Il programma di cessione appare, inoltre, pienamente compatibile con l'arco temporale di un anno stabilito a tal fine dalla legge.

La redditività dell'impresa potrà, nel frattempo, fornire sufficienti risorse per la copertura del fabbisogno finanziario della procedura.

* * * * *

Roma, 26 settembre 2003

prof. avv. Luigi Farenga

dott. Mario Resca

prof. avv. Attilio Zimatore

ALLEGATI

- A Elenco nominativo dei creditori con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione**
- B Stato analitico ed estimativo delle attività delle società insolventi**
- C Elenco Consiglieri di Amministrazione e Sindaci delle Società insolventi dal 1994 al 2003 (ove esistenti)**
- D Memorandum Informativo dei Coadiutori (1-6)**
- E Elenco del contenzioso in corso**