

Pubblicazione trimestrale
Poste Italiane s.p.a. - Spedizione in a.p. - D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n° 46) art. 1, comma 1, DCB (VARESE)
ISSN 0485-2281
Anno LXXXVI

N. 2 - Aprile-Giugno 2025



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

*Rivista pubblicata con il patrocinio del
Consiglio Nazionale dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili
Accreditata presso l'Accademia Italiana di Economia Aziendale*



Lefebvre Giuffrè

COMITATO DIRETTIVO

GIUSEPPE BERNONI - ANTONIO CANU - MARCELLA CARADONNA - SERGIO CAMELLA - ERNESTO FRANCO CARELLA - VITTORIO CODA - ELBANO DE NUCCIO LINO DE VECCHI - SERGIO GALIMBERTI - ALBERTO GIUSSANI - MICHAELA MARCARINI - ANTONIO ORTOLANI - UGO POLLICE - ANGELO PROVASOLI - ALESSANDRO SAHORANA - GIOVANNI SIANO - ALESSANDRO SOLIDORO - AMIR SONGHORIAN GIANBATTISTA STOPPANI - ROBERTA ZORLONI

COMITATO SCIENTIFICO

PAOLO ANDREI - LUIGI BORRÈ - GIORGIO BRUNETTI - FABIO BUTTIGNON SILVANO CORBELLA - FRANCO DALLA SEGA - MARA FACCIO - GIOVANNI MARIA GAREGNANI - GIORGIO GOTTI - PIETRO MAZZOLA - FRANCESCO PODDIGHE LUCIO POTITO - LORENZO POZZA - MARCO REBOA - UGO SOSTERO - MARCO TROMBETTA - GABRIELE VILLA

REDAZIONE

DOTTRINA: GIOVANNI MARIA GAREGNANI (COORDINATORE)

ATTUALITÀ E PRATICA PROFESSIONALE: MASSIMILIANO NOVA (COORDINATORE):

- PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI: MICHELE CASÒ - MASSIMILIANO SEMPRINI
- PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE: ANDREA AMADUZZI - GIOVANNI LIBERATORE
- CORPORATE GOVERNANCE: ROSALBA CASIRAGHI - NICOLÒ ZANGHI
- ALTRI TEMI IN MATERIA ECONOMICO-AZIENDALE: MASSIMILIANO NOVA
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE: MARIO NOTARI - MARCO VENTORUZZO
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSUALE: ALESSANDRO SOLIDORO
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA: ENRICO BASILE - LUCA TROYER
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA: FRANCESCO TUNDO - GIUSEPPE ZIZZO
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE: GIUSEPPE MARINO

ALTRI TEMI D'INTERESSE PER LA PROFESSIONE:

- ANDAMENTO CONGIUNTURALE: ALBERTO A. BIANCHI
- SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE: ELENA FORNARA

SEGRETERIA DI REDAZIONE

VALENTINA CORTELLAZZI - STEFANO PASETTO

DIREZIONE

MARCO REBOA (direttore responsabile) - GIOVANNI MARIA GAREGNANI (direttore scientifico)

MASSIMILIANO NOVA (co-editor responsabile di Attualità e Pratica Professionale)

MICHELE CASÒ (co-editor) - SILVANO CORBELLA (co-editor)

GIULIANO IANNOTTA (co-editor) - ANGELO RUSSO (co-editor)

OBIETTIVI EDITORIALI

La sezione "dottrina" della Rivista ospita contributi originali, afferenti all'attività professionale del commercialista, in tema di economia aziendale, *corporate governance*, *financial e managerial accounting*, *auditing* e controllo interno, concernenti sia il settore privato che il settore pubblico.

I contributi, selezionati in base ad una procedura di doppio referaggio anonimo, devono prevedere dapprima un chiaro inquadramento del tema ed il conseguente obiettivo del lavoro, per poi esplicitare la metodologia di indagine, le ipotesi di lavoro, le conclusioni raggiunte sul punto da precedenti lavori di dottrina; a chiudere, l'esposizione dei risultati ottenuti e le conclusioni.

I contributi possono essere basati sia su ricerche empiriche, sia su indagini condotte con taglio prevalentemente deduttivo; in entrambi i casi, devono essere chiaramente esplicitati gli elementi di novità o di avanzamento delle conoscenze cui il lavoro consente di pervenire.

La sezione "attualità e pratica professionale" ospita invece contributi dal taglio operativo relativi a temi comunque di interesse professionale, riguardanti sia le aree tematiche che afferiscono alla sezione "dottrina" sia alle aree dell'attualità e della giurisprudenza in tema di diritto civile, commerciale, fallimentare, penale commerciale, tributario, comunitario e internazionale. I contributi sono selezionati dai redattori.

DIREZIONE E REDAZIONE: Corso Europa, 11 - 20122 Milano - e-mail: redazione-rdc@odcec.mi.it.

AMMINISTRAZIONE: casa editrice Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A.,

via Monte Rosa, 91 - 20149 Milano - tel. 02/38.0891 - fax 02/38089432

Internet: www.lefebvrejuffre.it - e-mail: vendite@giuffre.it

PUBBLICITÀ: casa editrice Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A.,

Servizio Pubblicità - **via Monte Rosa, 91 - 20149 Milano - tel. 02/38.089.335 - fax 02/38089426**

e-mail: periodici@giuffre.it

RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

PUBBLICATA A CURA DELL'ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI MILANO

SOMMARIO

Pag.

Dottrina

IDENTIFICAZIONE E CONTABILIZZAZIONE DELLA RELAZIONE DI CLIENTELA: L'APPLICAZIONE DEL MULTI-PERIOD EXCESS EARNINGS METHOD PER LA STIMA DEL FAIR VALUE

di Marisa Agostini e Alessandro Lerz 177

L'articolo approfondisce la valutazione degli intangibili specifici, ponendo particolare attenzione alla stima del fair value della relazione di clientela - una delle attività immateriali più rilevanti e comunemente identificata nelle operazioni di business combination secondo l'IFRS 3. In tale contesto, lo studio analizza la letteratura di riferimento, esamina il dettato dei principi contabili e analizza un caso aziendale reale che riguarda una business combination tra piccole-medie imprese (PMI) che adottano gli IFRS. L'analisi evidenzia l'applicazione del Multi-Period Excess Earnings Method (MPEEM) e altri modelli di misurazione del fair value delle attività immateriali, con specifico riguardo alla relazione di clientela.

Attualità e pratica professionale

PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

« La rilevazione delle passività potenziali: confronto tra i principi IAS/IFRS e la disciplina contabile nazionale » (di MONICA MILITELLO) 207

« La fusione inversa » (di ALESSANDRO SAVOIA) 223

PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

« La conservazione e il realizzo del valore d'azienda nella liquidazione giudiziale » (di DANIELA RUPO e ALESSANDRA BUONASERA) 249

CORPORATE GOVERNANCE

« Corporate sustainability due diligence directive (CS3D): perché rappresenta un cambio di passo nelle direttive EU sulla sostenibilità e quali gli effetti attesi » (di MASSIMO MONDAZZI) 275

<i>Attualità in tema di: Quaderno Consob sulla tutela dei consumatori contro il greenwashing – Richiamo Consob sui fondi d'investimento sulla finanza sostenibile – Modifiche Consob al Regolamento Emittenti per la rendicontazione di sostenibilità – Studio Consob su Finanza Sostenibile, integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale – Rapporto per semplificare la rendicontazione della tassonomia nella piattaforma sulla finanza sostenibile – Pacchetto Omnibus della Commissione Europea – Conferenza Assonime sulla Corporate Governance and capital market for competitive and sustainable Europe – Modifiche alla disciplina delle responsabilità del collegio sindacale – Consultazione pubblica EFRAG per la revisione del Set 1 degli ESRS – Attuazione da parte di Banca d'Italia degli orientamenti EBA in materia di politiche, procedure e controlli interni – Pubblicazione in Gazzetta Ufficiale UE della direttiva “Stop the clock” che posticipa alcuni adempimenti in ambito ESG</i>	295
---	-----

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

<i>Massime in tema di: Illecito commesso dal terzo e danno alla società – Spedizione dell'avviso di convocazione dell'assemblea nel termine statutario o in mancanza legale: limiti – Rapporto fra postergazione dei crediti da rimborso dei finanziamenti soci ex art. 2467 c.c. e quello della compensazione ex art. 56 l. fall. – Azione revocatoria ordinaria ex art. 2901 c.c. dell'atto di scissione – Non costituisce ingerenza nell'amministrazione il riconoscimento del debito e l'impegno a ripianarlo da parte dell'accomandante – Arbitrato estero – Atto stipulato dall'amministrazione di società eccedendo dai poteri di rappresentanza – Supersocietà di fatto – Presunzione di continuazione della società in caso di sopravvento decreto di cancellazione della cancellazione ex art. 2191 c.c. – Fondi comuni di investimento: esclusione di soggettività giuridica autonoma</i>	303
--	-----

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSALE

<i>« Delegation di pagamento e possibile anomalia dello strumento: incidenza sull'onere della prova ». Nota alla sentenza della Corte di Cassazione, Sezione I Civile, 16 ottobre 2024 (dep. 25 novembre 2024), n. 30252 (di FEDERICA CASSESE)</i>	312
--	-----

Massime in tema di: Composizione negoziata della crisi – Misure cautelari – Funzionalità – Liquidazione controllata – Incapienza del debitore persona fisica – Istanza del creditore – Omessa o non tempestiva eccezione di incapacienza – Ammissibilità della procedura – Sovraindebitamento – Ristrutturazione dei debiti del consumatore – Art. 69 CCII – Abbandono della tesi del c.d. “shock esogeno” – Eliminazione del requisito della valutazione della colpa genericamente intesa – Esdebitazione dell'incapiente – Art. 283 II comma CCII e modifica normativa apportata dal ‘correttivo-ter’ – Interpretazione letterale e problema del c.d. “falso incapiente” – Valutazione sistematica del giudice del caso concreto – Liquidazione controllata ed esdebitazione dell'incapiente – Procedure alternative e speculari – Composizione negoziata della crisi – Compatibilità tra liquidazione e CNC – Liquidazione volontaria

e possibilità di accedere alle misure protettive ex art. 18 – Nuove opportunità di risanamento alla luce del “correttivo ter” – La liquidazione come modalità di risanamento aziendale se vi è il soddisfacimento del ceto creditorio 315

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

«Sequestro preventivo e principio di proporzionalità in ambito penale». Nota alla sentenza della Corte di Cassazione, Sezione VI Penale, 1° ottobre 2024 (dep. 23 gennaio 2025), n. 2836 (di ROSSANA LUGLI) 322

Massime in tema di: Misure di sicurezza – Patrimoniali – Confisca di denaro – Natura – Confisca diretta – Nesso di derivazione causale del bene rispetto al reato – Necessità – Sussistenza – Ragioni – Misure di sicurezza – In genere – Confisca – Illecito plurisoggettivo – Principio solidaristico – Applicabilità – Esclusione – Accertamento del quantum conseguito da ciascun concorrente – Necessità – Sussistenza – Mancata individuazione della quota di arricchimento del singolo concorrente – Ripartizione in parti uguali – Legittimità – Reati fallimentari – Bancarotta fraudolenta – In genere – Bancarotta fraudolenta per distrazione – Bancarotta preferenziale – Finanziamenti effettuati in un momento di grave squilibrio finanziario – Condizioni – Reati fallimentari – Bancarotta fraudolenta – In genere – Bancarotta fraudolenta impropria – Fallimento causato da operazioni dolose – Elemento psicologico – Previsione del dissesto come effetto della condotta antidoverosa – Necessità – Reati tributari – In genere – Sottrazione fraudolenta al pagamento delle imposte – Cessione di ramo d'azienda – Condotta fraudolenta – Condizioni – Sussistenza – Finanze e tributi – In genere – Delitti di cui agli artt. 8 e 2 d.lgs. n. 74 del 2000 – Autofatturazione – Cumulo delle qualità di soggetto emittente e di amministratore della società utilizzatrice delle fatture – Responsabilità per la commissione di entrambi i delitti – Configurabilità 337

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

«Cross-currency interest rate swap e beneficial ownership: il Tribunale federale svizzero sui limiti al rimborso dell'imposta preventiva sugli interessi». Nota alla sentenza del Tribunale federale elvetico del 3 ottobre 2024, n. 9C_635/2023 (di ANDREA MONACI) 341

Massime della Corte di Giustizia dell'Unione Europea in tema di:

IVA: Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CEE – Articolo 273 – Misure dirette ad assicurare l'esatta riscossione dell'IVA – Debito IVA di un soggetto passivo – Normativa nazionale che prevede la responsabilità solidale dell'ex presidente del consiglio di amministrazione del soggetto passivo – Esonero dalla responsabilità solidale – Assenza di colpa – Istanza di fallimento – Esistenza di un solo creditore – Proporzionalità – Parità di trattamento – Diritto di proprietà – Certezza del diritto. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 9, paragrafo 1 – Nozioni di “soggetto passivo” e di “attività economica” – Vendita di un terreno agricolo per lo sviluppo residenziale – Preparazione alla vendita da

parte di un mandatario che agisce in qualità di operatore professionale – Comunione legale di beni tra coniugi proprietari – Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto – Direttiva 2006/112/CE – Inadempimento sistematico degli obblighi fiscali – Cancellazione del soggetto passivo dal registro di identificazione ai fini dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Principio di proporzionalità. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto – Direttiva 2006/112/CE – Diritto alla detrazione dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Operazione di vendita riqualificata, da parte delle autorità tributarie, come trasferimento d'impresa non rientrante nell'ambito di applicazione dell'IVA – Assenza di correzione della fattura entro il termine di prescrizione – Impossibilità di recuperare l'IVA pagata a titolo di detta operazione – Principi di effettività e di neutralità fiscale – Rimborso dell'imposta. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 273 – Misure dirette ad assicurare l'esatta riscossione dell'IVA – Debito IVA di un soggetto passivo – Normativa nazionale che prevede la responsabilità solidale dell'ex presidente del consiglio di amministrazione del soggetto passivo – Partecipazione dell'ex presidente del consiglio di amministrazione al procedimento che constata l'esistenza di un debito IVA – Procedimento di accertamento della responsabilità solidale – Contestazione del debito IVA – Diritti della difesa – Proporzionalità. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 273 – Misure dirette ad assicurare l'esatta riscossione dell'IVA – Debito IVA di un soggetto passivo – Normativa nazionale che prevede la responsabilità solidale dell'ex presidente del consiglio di amministrazione del soggetto passivo – Partecipazione dell'ex presidente del consiglio di amministrazione al procedimento che constata l'esistenza di un debito IVA – Procedimento di accertamento della responsabilità solidale – Contestazione del debito IVA – Diritti della difesa – Proporzionalità

345

Regime fiscale comune applicabile alle società madri e figlie: Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Direttiva 2011/96/UE – Regime fiscale comune applicabile alle società madri e figlie di Stati membri diversi – Esenzione dall'imposta sulle società a titolo dei dividendi distribuiti da una società figlia non residente a una società madre residente – Articolo 1, paragrafi 2 e 3 – Disposizione antiabuso – Qualificazione della società figlia come costruzione non genuina – Fasi della costruzione – Vantaggio fiscale. Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Direttiva 2011/96/UE – Regime fiscale comune applicabile alle società madri e figlie di Stati membri diversi – Esenzione dall'imposta sulle società a titolo dei dividendi distribuiti da una società figlia non residente a una società madre residente – Articolo 1, paragrafi 2 e 3 – Disposizione antiabuso – Qualificazione della società figlia come costruzione non genuina – Fasi della costruzione – Vantaggio fiscale. Rinvio pregiudiziale – Regime fiscale comune applicabile alle società madri e figlie di Stati membri diversi – Direttiva 2011/96/UE – Articolo 1, paragrafo 4 – Prevenzione dell'evasione fiscale, della frode fiscale e dell'abuso – Articolo 4, paragrafo 1 – Divieto di sottoporre a imposizione utili percepiti – Effetto diretto – Inclusione del dividendo distribuito dalla società figlia nella base imponibile della società madre – Deduzione del dividendo distribuito dalla base imponibile

<i>bile della società madre – Limitazione della deduzione – Regime di trasferimento infragruppo che consente di trasferire gli utili realizzati da talune società ad altre</i>	345
<i>Accise: Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Accise – Direttiva 2003/96/CE – Tassazione dei prodotti energetici e dell'elettricità – Esenzione dei prodotti energetici utilizzati come carburante per motori o come combustibile per riscaldamento – Articolo 14, paragrafo 1, lettera c) – Navigazione nelle acque dell'Unione europea – Articolo 15, paragrafo 1, lettera f) – Navigazione su vie navigabili interne – Direttiva 95/60/CE – Marcatura fiscale dei gasoli e del petrolio lampante – Gasolio destinato a essere utilizzato per la propulsione di una nave e non oggetto di una marcatura fiscale conforme al diritto dell'Unione – Rifiuto di applicare l'esenzione dalle accise – Principio di proporzionalità</i>	349
<i>Attualità in tema di: Consiglio dell'Unione europea – La DAC 9 è in Gazzetta Ufficiale: il nuovo volto della cooperazione fiscale europea</i>	351

Altri temi di interesse per la professione

ANDAMENTO CONGIUNTURALE

<i>L'economia mondiale è chiamata ad affrontare molteplici sfide, in virtù, tra l'altro, dell'incertezza sulle politiche commerciali, i cui impatti economici e finanziari sono tutt'altro che chiari. Si prevede comunque che l'economia americana dovrebbe essere quella più penalizzata dai dazi che si è autoinflitta. Sui mercati finanziari si sta invece delineando uno scenario più bilanciato, con i maggiori indici azionari che hanno registrato un recupero dopo le perdite accumulate dalla dichiarazione di "dazi reciproci" da parte del Presidente degli Stati Uniti d'America a inizio aprile (in ragione, oltre che della sospensione dei suddetti dazi una settimana dopo il loro annuncio, anche per la crescita degli utili del settore tecnologico, settore nei fatti meno esposto ai dazi rispetto all'economia reale</i>	353
--	-----

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

<i>Auditing e risk management</i>	363
<i>Corporate governance</i>	363
<i>Corporate management</i>	364
<i>Diritto amministrativo</i>	365
<i>Finanza aziendale</i>	365
<i>Valutazione aziendale</i>	366

iMieiconTRATTI

La soluzione dedicata ai professionisti per **redigere**
in pochi passi **contratti a regola d'arte**



Per maggiori informazioni
imieicontratti.it



Lefebvre Giuffrè

segui su (in) (f) (X) (@) (v)



CLIENS CUBE

Studio legale al cubo

Il software cloud per rendere
efficiente l'organizzazione
del tuo studio legale.



Per maggiori informazioni:



Lefebvre Giuffrè

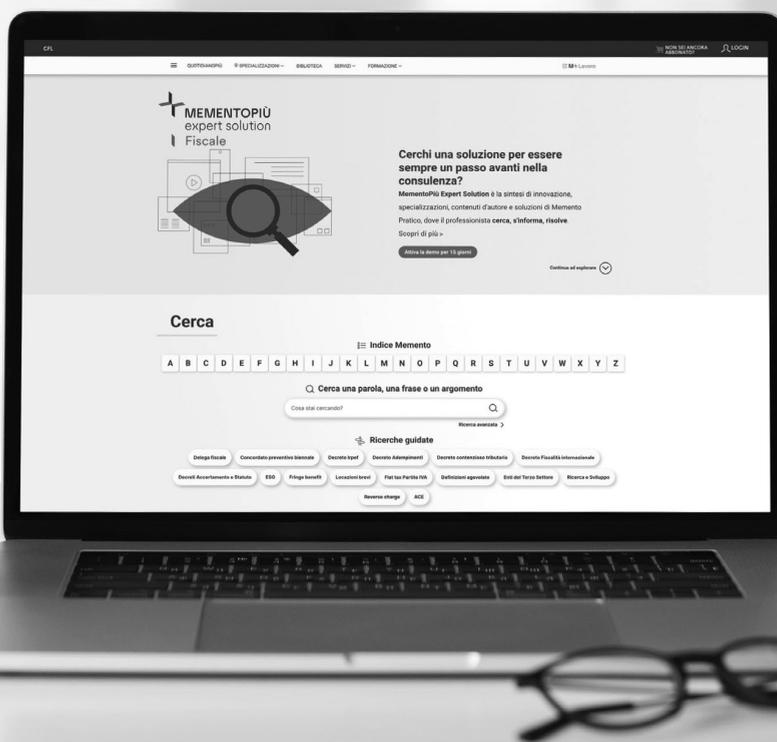
seguici su (in) (f) (@) (v)



MEMENTOPIÙ
expert solution

MementoPiù Expert Solution Intelligenza Professionale

Innovazione e specializzazione
per la tua consulenza



Per maggiori informazioni
mementopiu.it/fisco



Lefebvre Giuffrè

segui su (in) (f) (@) (v)

IDENTIFICAZIONE E CONTABILIZZAZIONE DELLA RELAZIONE DI CLIENTELA: L'APPLICAZIONE DEL *MULTI-PERIOD EXCESS EARNINGS METHOD* PER LA STIMA DEL *FAIR VALUE*

di MARISA AGOSTINI e ALESSANDRO LERZ

Abstract: *This paper explores the valuation of intangible assets, with a particular focus on estimating the fair value of customer relationships-one of the most significant and commonly recognized intangible assets in business combinations under IFRS 3. In this context, the study reviews the relevant literature, examines the stance of accounting standards, and analyzes a corporate case involving a business combination between small and medium-sized enterprises (SMEs) applying IFRS. This analysis highlights the application of the Multi-Period Excess Earnings Method (MPEEM) and other relevant models for measuring the fair value of intangible assets, particularly customer relationships.*

1. Introduzione.

La relazione di clientela può essere intesa come l'insieme dei benefici economici futuri che deriveranno ad una società dall'attività svolta a favore dei propri clienti. Nel corso degli ultimi decenni questa attività immateriale si è affermata come un elemento fortemente strategico per moltissime imprese appartenenti ai settori produttivi più diversi, con particolare focus su quello dei servizi (Dallochio et al., 2021).

Banche, assicurazioni, società di telecomunicazioni e imprese specializzate in consulenza sono continuamente interessate ad espandere la loro area di azione e ad acquisire un numero sempre maggiore di clienti a cui offrire i propri prodotti e servizi. In questo senso, esse rappresentano le realtà che maggiormente intraprendono operazioni di aggregazione aziendale e di *business combination* per impossessarsi di nuovi segmenti di mercato.

Negli ultimi anni il portafoglio clienti è divenuto rilevante anche in sede di trasferimento a titolo oneroso degli studi professionali: la clientela può rappresentare un obiettivo e l'oggetto dell'operazione di cessione (si veda, per esempio, Cassazione, n. 2860/2010). Per evidenziare la rilevanza economica dell'oggetto di questo scritto si desidera fornire un recente esempio reale. Il 15 marzo 2024, *Swisscom* ha annunciato di voler acquisire *Vodafone Italia* dietro il pagamento di un prezzo pari a 8 miliardi di euro. La successiva fusione con *Fastweb*, società controllata dall'acquirente fin dal 2007, permette all'operatore svizzero di diventare un punto di riferimento nel nostro Paese per quanto

riguarda la telefonia fissa, mobile e su banda larga. In seguito all'operazione, il nuovo *player* può controllare ampie fette del mercato, assicurandosi il 26% del settore mobile e il 31% della banda larga fissa. Uno dei motivi che hanno spinto la società acquirente a intraprendere l'operazione straordinaria è l'acquisizione della clientela di *Vodafone Italia* che rappresenta un punto di riferimento per i servizi telefonici in Italia, godendo da decenni di un'ottima reputazione. Infatti, volendo sintetizzare quanto sopra in pochi numeri, nel 2020 i clienti di rete fissa erano superiori a 3 milioni e di questi 2,9 erano relativi alla banda larga; la fibra *Vodafone* era scelta nel medesimo periodo da più di 2 milioni di italiani. Nel 2023 i servizi di banda larga venivano offerti a oltre 23,8 milioni di famiglie e imprese mentre la controllata *ho.mobile* aveva raggiunto 3,1 milioni di clienti.

Questo è solo uno dei tanti esempi di operazioni straordinarie realizzate con l'importante obiettivo di acquisire la relazione di clientela, un elemento intangibile che negli ultimi anni è diventato un fattore strategico particolarmente rilevante per la crescita delle imprese. Identificazione, definizione e interpretazione del concetto di relazione di clientela e delle metodologie di stima del *fair value* sono oggetto di ampio dibattito e importante evoluzione, per opera sia degli standard setter contabili (OIC, IASB e FASB in *primis*) e delle amministrazioni fiscali dei vari paesi sia di letteratura specialistica pubblicata in materia. Al riguardo, risulta importante soffermarsi sull'evoluzione del dibattito in letteratura (paragrafo 2), analizzare il dettato dei principi contabili (paragrafo 3), comprendere e valutare quali siano le tecniche più appropriate per determinare il valore di questi immateriali e quali siano le modalità per pervenire ad un'adeguata stima del loro *fair value* (paragrafi 4 e 5). Nell'ultimo paragrafo di questo scritto vengono riportate le considerazioni finali che speriamo possano rappresentare l'avvio di ulteriori approfondimenti sull'argomento.

2. Il dibattito nella letteratura nazionale e internazionale.

Se per anni l'attenzione degli esperti è stata rivolta allo studio degli intangibili come classe di attività, negli ultimi decenni si è assistito a un incremento degli articoli pubblicati a livello internazionale sugli immateriali legati alla tecnologia e al marketing.

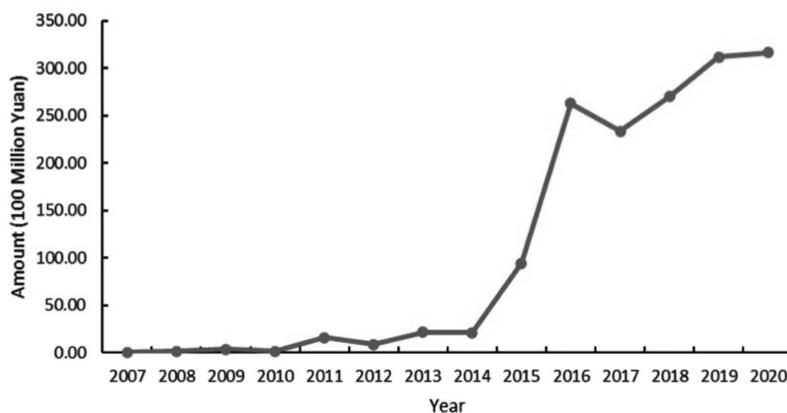
Gli studi hanno in più occasioni evidenziato la necessità di inquadrare in maniera quanto più puntuale e condivisa possibile la definizione stessa di portafoglio clienti e le modalità operative da seguire per stimarne opportunamente il valore. Questo alla luce del fatto che l'acquisizione di liste clienti strategiche rappresenta sempre più spesso il motivo trainante per concludere operazioni di *business combination*. Il numero di clienti, la loro soddisfazione per i prodotti offerti dall'impresa e la loro fedeltà sono infatti importanti indicatori del valore economico aziendale. Essi permettono di capire fenomeni

quali la *retention*, la riduzione nell'elasticità dei prezzi e la reputazione della società (Anderson et al., 1994; Gupta, 2004; Nayyar, 1995; Pucci et al., 2013).

Alcuni recenti articoli affermano e provano empiricamente che la relazione di clientela è una delle attività immateriali maggiormente riconosciute in maniera autonoma in sede di allocazione del prezzo di acquisizione. Tale evidenza è stata verificata (Carvalho et al., 2016; Huang et al., 2022) sia nelle economie occidentali sia in alcuni paesi orientali come la Cina (**Fig. 1**).

Il riconoscimento in bilancio del valore del portafoglio clienti garantisce un set informativo di maggiore dettaglio per gli investitori e permette di mostrare in maniera più chiara che cosa effettivamente le società abbiano acquisito attraverso un'operazione di acquisizione aziendale. In questo modo si facilita anche la comprensione per gli stakeholders in merito alla futura propensione della società a generare flussi di cassa e, più in generale, valore.

FIGURA 1 - Andamento del valore di libro della relazione di clientela nei bilanci delle società quotate nei principali mercati regolamentati cinesi tra il 2007 e il 2020



Huang, Zhang e Huo, 2022

Le richiamate analisi, effettuate nella letteratura internazionale, evidenziano una relazione positiva tra il riconoscimento in stato patrimoniale del portafoglio clienti e l'incremento del prezzo azionario della società. La relazione tra il riconoscimento dell'immateriale specifico e l'incremento di valore è influenzata dal fatto che riconoscere questo tipo di risorsa contribuisce a ridurre il problema di asimmetria informativa tra management e investitori (Godfrey e Koh, 2001), abbattendo i relativi costi di transazione. Questo aspetto risulta molto delicato dal momento che il riconoscimento degli intangibili specifici è caratterizzato da un elevato grado di opportunismo manageriale e dall'utilizzo spesso improprio della discrezionalità concessa dai principi contabili, col risultato che gli immateriali acquisiti vengono spesso ricondotti impropriamente all'interno del *goodwill* (Chalmers et al., 2012; Crane e Dyson, 2009; Detzen e Zulch, 2012; Giuliani e Brannstrom, 2011;

Hamberg et al., 2011; Huang et al., 2022; Pacheco e Rover, 2021; PricewaterhouseCoopers, 2007; Ramanna and Watts, 2012; Shalev et al. 2013).

Si è inoltre avanzata un'ulteriore considerazione legata al fatto che le entità che riconoscono maggiormente questo tipo di immateriali sono quelle che investono ingenti somme nelle attività di ricerca e sviluppo (Han e Manry, 2004; Lev e Sougiannis, 1996; Wyatt, 2008). Tale conclusione può considerarsi ragionevole dal momento che i soggetti che attribuiscono una certa importanza all'innovazione cercano di incrementare il valore aziendale acquisendo liste clienti di una certa qualità. Queste imprese, soprattutto in uno scenario economico dominato da incertezza e continui cambiamenti, tendono ad acquisire la clientela di altre entità al fine di ampliare i canali di vendita e incrementare il proprio vantaggio rispetto ai concorrenti (Huang et al., 2022). Inoltre, le analisi compiute evidenziano che maggiori sono le dimensioni e la capacità di crescita delle imprese, maggiore è il peso in bilancio degli intangibili legati alla relazione di clientela.

Un'ultima considerazione che può essere avanzata riguarda la relazione tra il riconoscimento del portafoglio clienti in bilancio e la costruzione della struttura finanziaria dell'impresa. È stato infatti in diverse occasioni rilevato come gli immateriali riconosciuti in maniera autonoma in stato patrimoniale possano rappresentare, al pari dell'attivo tangibile, un supporto al finanziamento tramite debito (Hochberg, 2018; Healy, 2016; Kallapur e Kwan, 2004; Lim et al., 2020; Mann, 2018; Nakamura, 2001 e 2003). Infatti, soprattutto in contesti societari caratterizzati da un elevato grado di immaterialità, questa categoria di risorse può rivelarsi una sorta di garanzia per i creditori, rappresentando uno strumento correlato alla produzione di flussi di cassa perché comporta una riduzione dei costi legati all'erogazione del prestito, un incremento nell'appetibilità del debito finanziario e una riduzione dell'asimmetria informativa (Hochberg, 2018; Myers e Majluf, 1984).

Sebbene queste considerazioni siano state dimostrate per la classe degli immateriali specifici nel loro complesso, i risultati delle analisi condotte non danno evidenza di un'elevata correlazione tra riconoscimento della relazione di clientela e struttura finanziaria d'impresa. Se gli intangibili tecnologici sembrano sempre supportare positivamente l'accensione di finanziamenti tramite debito, le liste clienti riconosciute (sebbene caratterizzate da una minore rischiosità intrinseca rispetto al *goodwill*) supportano il debito in alcuni casi in maniera debole, in altri in maniera forte (Lim et al., 2020). Una spiegazione al fenomeno si può trovare nel fatto che, sebbene gli intangibili legati alla clientela possono trovare collocazione autonoma in bilancio, spesso non esiste un mercato attivo dove poterli far circolare, col risultato che il loro impatto sulla costruzione della struttura finanziaria d'impresa è trascurabile. Sicuramente andrebbero sviluppati studi approfonditi sul tema per raccogliere maggiori informazioni, dati ed evidenze empiriche.

In chiusura di questa sezione, un aspetto particolarmente critico che la letteratura specialistica mette costantemente in evidenza è la complessità che

circonda la determinazione del *fair value* del portafoglio clienti (Huang et al., 2022; Lynch et al., 2019; Zhang e Zhang, 2017). Oltre alle generali complessità che caratterizzano tutti gli immateriali, nel caso specifico qui analizzato si aggiungono fattori peculiari come la fedeltà dei clienti all'azienda, i loro comportamenti e le loro abitudini, elementi particolarmente difficili da stimare con precisione ed accuratezza.

Le difficoltà che incorrono nella stima di questi elementi hanno perciò indotto il management di molte imprese a chiedersi spesso se sia realmente utile ed efficace identificare separatamente tale attività, ricorrendo in molti casi, per semplicità e opportunismo, a ricomprenderla all'interno dell'avviamento.

Il caso aziendale riportato nell'articolo proverà ad avanzare alcune possibili soluzioni a tali criticità, mostrando come si possa tener conto nei modelli di stima "tradizionali" delle componenti più difficili da valutare ed evidenziando che l'identificazione autonoma degli intangibili acquisiti, laddove possibile, garantisce una migliore informazione ai portatori di interesse della società acquirente.

3. Il dettato dei principi contabili.

I principi contabili, sia internazionali ⁽¹⁾ sia nazionali, distinguono la relazione di clientela tra "semplice" e "complessa", con una conseguente differenziazione nel valore attribuito alle liste clienti e alle strategie da mettere in atto per garantirne la segretezza. La prima costituisce un mero aggregato di dati anagrafici; la seconda assicura un set informativo più ampio e dettagliato, includendo ad esempio indicazioni sulle abitudini di consumo dei soggetti, sulle preferenze nelle modalità di pagamento e nelle relative tempistiche, sul tempo medio di permanenza del cliente sul sito Internet della società.

Gli stessi principi contabili divergono invece per quanto riguarda gli aspetti di riconoscimento e contabilizzazione di questo particolare immateriale.

In ambito nazionale, l'OIC 24 (Principi contabili - *Immobilizzazioni immateriali*) non prevede una classificazione dettagliata delle immobilizzazioni immateriali all'interno dello stato patrimoniale. Non è pertanto richiesta la rilevazione in maniera distinta di tutte le attività immateriali che una società detiene; pertanto, la relazione di clientela viene inclusa in una voce aggregata del prospetto civilistico. Si delineano così diversi scenari che denotano spesso posizioni diverse espresse a livello contabile e fiscale.

Se l'attività qui analizzata viene acquisita a seguito di un'operazione straordinaria il suo valore deve essere ricompreso all'interno dell'avviamento ⁽²⁾; in questo caso non sarebbe quindi possibile procedere con un'auto-

⁽¹⁾ Nel presente articolo con l'acronimo IFRS si fa riferimento sia ai più recenti *International Financial Reporting Standards* (IFRS) sia ai precedenti *International Accounting Standards* (IAS).

⁽²⁾ Stando al principio contabile (OIC 24, par. 10), l'avviamento è "l'attitudine di

noma cessione dell'immateriale in quanto il *goodwill* può essere trasferito esclusivamente con l'intera azienda.

In alcuni casi, pur consigliando una certa cautela, l'amministrazione finanziaria e gli esperti si sono dimostrati favorevoli a considerare ammissibile la cessione di un ramo aziendale comprensivo di una relazione di clientela. Tali operazioni devono però essere vagliate caso per caso e deve essere verificata l'omogeneità degli elementi che compongono il ramo trasferito e le conseguenze della cessione sia sull'entità cedente che sulla cessionaria.

In alternativa, si può pensare di includere la relazione di clientela all'interno della voce riferita ai diritti di brevetto industriale e di utilizzazione delle opere dell'ingegno, applicando quindi i presupposti del principio di prevalenza della sostanza sulla forma⁽³⁾.

Seguendo le stesse regole previste per l'avviamento, in caso di generazione interna non è possibile procedere con la capitalizzazione a stato patrimoniale della relazione di clientela dal momento che non vengono rispettate le condizioni dettate dal codice civile e approfondite dal paragrafo 55 dell'OIC 24 per l'iscrizione della risorsa immateriale nell'attivo aziendale⁽⁴⁾.

Sullo stesso tema, sempre a livello nazionale, si è espressa anche l'Agenzia delle Entrate (AdE). Le riflessioni avanzate nel tempo sono risultate spesso contraddittorie e solo con la recente disciplina della rivalutazione dei beni immateriali sembra essersi formata un'interpretazione condivisa del concetto di lista clienti e del relativo trattamento fiscale.

Innanzitutto, le risposte a interpello n. 108 e n. 112 del 2022 qualificano la relazione di clientela come un'attività intangibile caratterizzata da tutela giuridica e sottoposta ad ammortamento *ex art.* 103 del TUIR.

L'amministrazione finanziaria, nella risposta a interpello n. 446/2019⁽⁵⁾, ha invece affermato che una relazione di clientela "semplice", riconosciuta nella contabilità in maniera autonoma, deve essere ricondotta tra le componenti dell'avviamento. Secondo l'AdE l'immateriale andrebbe sottoposto ad ammortamento in maniera indipendente dal *goodwill* e potrebbe essere oggetto di trasferimento sia come parte di un ramo aziendale che in piena autonomia, creando scenari diversi che, come detto sopra, andrebbero comunque vagliati caso per caso con molta attenzione e cautela. La mancanza di autonomo riconoscimento in contabilità renderebbe invece necessario appli-

un'azienda a produrre utili che derivino o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo, ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione delle risorse in un sistema efficiente".

⁽³⁾ Il principio della prevalenza della sostanza sulla forma è stato introdotto con il D.lgs 139/2015. Rappresenta uno dei principi fondamentali di redazione del bilancio (*ex art.* 2423-bis codice civile): la sostanza economica dell'operazione o del contratto sono più rilevanti della forma giuridica degli stessi con la conseguenza che viene data maggiore importanza alla realtà economica rispetto agli aspetti formali dell'operazione.

⁽⁴⁾ Tra queste si ricordano l'acquisto a titolo oneroso, la necessità di essere caratterizzata da un valore quantificabile e da un'utilità differita nel corso del tempo.

⁽⁵⁾ Risposta ad interpello dell'Agenzia delle Entrate n. 446/2019.

care le regole proprie dell'avviamento, rendendo quindi deducibili le relative quote di ammortamento per un importo pari al massimo a un diciottesimo del costo o del valore stesso. Un'analisi separata e specifica riguarda il settore del *web*. In questo caso la clientela potrebbe rappresentare con maggiore certezza un elemento immateriale autonomo, tutelato dal Codice della proprietà industriale (*ex art. 98, co. 1*)⁽⁶⁾ e potrebbe costituire con maggiore sicurezza un elemento potenzialmente oggetto di cessione separata dal complesso aziendale. Per l'amministrazione finanziaria tale elemento è inquadrato come un'immobilizzazione immateriale dotata di tutela giuridica: nel caso di un portafoglio clienti "complesso" esso non dovrebbe essere considerato automaticamente come una componente dell'avviamento, ma conterrebbe elementi afferibili al *know-how* aziendale (Risp. AdE n. 609/2020⁽⁷⁾). Questa assimilazione era stata già evidenziata, seppur in via indiretta, anche dal Tribunale di Bologna nella sentenza n. 861/2017⁽⁸⁾ a mente della quale una lista clienti semplice costituita da un mero elenco di nomi e indirizzi non poteva rappresentare un segreto aziendale tutelabile dal Codice della proprietà industriale.

In termini pratici, ciò consentirebbe alla relazione di clientela di acquisire una propria tutela giuridica, facendola rientrare tra le attività sottoposte al processo di ammortamento fiscale *ex art. 103 co. 1* del TUIR (cfr. anche nella risp. 112/2022⁽⁹⁾), ai sensi del quale le quote di ammortamento dell'immateriale sarebbero deducibili al massimo per un importo pari alla metà del costo (previa imputazione a conto economico). Concordemente a questo, in tema di riallineamento dei valori *ex DL 104/2020*, la citata risposta n. 108/2022⁽¹⁰⁾ conclude che una lista clienti riallineata e ammortizzata in due esercizi beneficerebbe della disciplina *ex art. 103 co. 1* del TUIR mentre in caso di vita utile superiore o uguale a 18 anni potrebbe essere applicata la deduzione delle quote di ammortamento in 50 anni come previsto per marchi e avviamento riallineati.

Sul fronte internazionale, gli IFRS propongono un'impostazione completamente diversa per quanto riguarda la rilevazione contabile. La possibilità di iscriverne autonomamente in bilancio gli immateriali specifici acquisiti è subordinata al superamento di due diverse famiglie di requisiti delineate all'interno dello IAS 38 (*Intangible Assets*)⁽¹¹⁾. L'intangibile deve soddisfare la definizione di attività immateriale e deve rispettare congiuntamente i requisiti per la separata individuazione ed iscrizione nello stato patrimoniale: essere identificabile, essere sottoposto al controllo dell'impresa, essere dotato della capacità di generare benefici economici futuri con un certo grado di probabilità e avere un costo determinabile in modo attendibile. L'IFRS 3

(6) Il Codice della proprietà industriale è stato introdotto con il D.lgs. 10 febbraio 2005, n. 30 ed è stato più volte oggetto di revisione e integrazione. Si occupa di regolare, tra gli altri, i brevetti per invenzione, i marchi e i segni distintivi. L'art. 98, co. 1 si occupa di definire e disciplinare i segreti commerciali.

(7) Risposta ad interpello dell'Agenzia delle Entrate n. 609/2020.

(8) Tribunale di Bologna (2017, n. 861, sent.).

(9) Risposta ad interpello dell'Agenzia delle Entrate n. 112/2022.

(10) Risposta ad interpello dell'Agenzia delle Entrate n. 108/2022.

(11) INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (IASB), 2014, *International Accounting Standard (IAS) No. 38: Intangible Assets (revised)*, IASB, London.

(*Business Combinations*)⁽¹²⁾ specifica, inoltre, che un'attività immateriale è identificabile se rispetta il criterio della separabilità (*separability criterion*) o il criterio contrattuale-legale (*contractual-legal criterion*). In caso di un'operazione di *business combination* la relazione di clientela rientra tra gli intangibili specifici acquisiti e, se rispetta i requisiti appena elencati, deve essere iscritta in stato patrimoniale in maniera separata dal *goodwill*, inteso come l'insieme dei "futuri benefici economici derivanti dagli assets che non è possibile identificare individualmente e iscrivere separatamente" (IFRS 3, *Appendice A - definizione dei termini*) In particolare, essa è valutata autonomamente qualora sussistano la non occasionalità del cliente e la disponibilità di dati capaci di esprimere la qualità del rapporto costituitosi tra la società e il cliente stesso. Con riferimento alla capacità di generare benefici economici futuri, i principi contabili internazionali riconoscono due tipi di componenti positivi. I ricavi attesi dalla clientela esistente alla data dell'acquisizione, che vanno considerati come benefici economici futuri riconducibili ad un'attività immateriale autonoma, e i ricavi attesi dai nuovi clienti che devono essere invece ricondotti all'interno del *goodwill*. Una volta attestata la separata individuazione dell'attività, rimane la decisione sulla precisa collocazione in stato patrimoniale: gli IFRS e i principi internazionali di valutazione (IVS (120), 2022) distinguono cinque classi diverse di attività immateriali e prevedono una classificazione degli stessi molto dettagliata e precisa. La relazione di clientela rientra tra gli intangibili riferiti al marketing, categoria composta, ai sensi dell'IFRS 3, in intangibili legati al marketing e in intangibili legati alla clientela (**Tab. 1**).

TABELLA 1 - La classificazione degli "intangibili specifici" riferiti al marketing

INTANGIBILI RIFERITI AL MARKETING (FAS 141, Business Combination, Appendice A) ⁽¹³⁾
<p>A. Attività immateriali legate al marketing</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Marchi di fabbrica, nomi commerciali, marchi di servizi, marchi collettivi e marchi di qualità 2. Nomi di dominio Internet 3. Presentazione commerciale (colore, forma, design della confezione esclusivi) 4. Testate giornalistiche 5. Patti di non concorrenza
<p>B. Attività immateriali legate alla clientela</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Anagrafica clienti 2. Portafoglio di ordini o produzioni 3. Contratti con i clienti e rapporti con la clientela stabiliti da tali contratti 4. Relazioni con la clientela di natura non contrattuale

Fonte: elaborazione propria

⁽¹²⁾ INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (IASB), 2008, *International Financial reporting Standard (IFRS) No. 3: Business Combinations*, IASB, London.

⁽¹³⁾ In tema di riconoscimento degli intangibili specifici, gli IFRS si allineano alla normativa contabile statunitense del Financial Accounting Standard Board (FASB). Il principio FAS 141 propone un'elencazione degli immateriali che possono essere iscritti in maniera autonoma dal *goodwill* che viene ripresa dai principi contabili internazionali e di cui si riporta sopra un estratto.

Con riferimento al trattamento fiscale della lista clienti in ambito IFRS, l'Amministrazione Finanziaria ha esteso anche alle società che applicano i principi contabili internazionali la disciplina del riallineamento delle divergenze civilistico-fiscali *ex* DL 104/2020. In prima istanza, però, sembrava che l'immateriale dovesse essere obbligatoriamente riconosciuto come un'attività autonoma ricompresa tra i beni strumentali immateriali e tutelato giuridicamente. A risolvere i numerosi interrogativi sulla questione, la circolare n. 6/2021 di Assonime ha chiarito che i soggetti IFRS possono procedere al riallineamento del valore fiscale ai maggiori valori civili non solo con riferimento agli immateriali tutelati giuridicamente, ma anche a tutti quelli che non rappresentano risorse tutelate. Considerati la separata individuazione, la collocazione in bilancio e i risvolti anche fiscali delle attività immateriali legate alla clientela, persiste il tema della stima del *fair value* degli elementi riconducibili a tali attività. Si richiede molta attenzione soprattutto a causa dell'elevato rischio di sovrapposizione tra tipologie diverse di intangibili che possono emergere e si devono classificare anche in sede di *business combination*, come evidenziato di seguito.

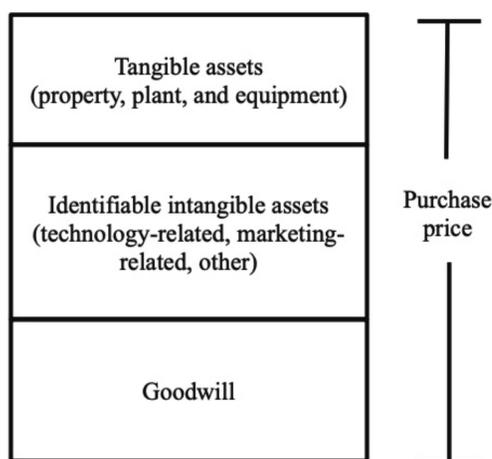
4. La relazione di clientela: un'intangibile riconosciuto in sede di *business combination*.

Il riconoscimento contabile della relazione di clientela e degli intangibili legati alla sfera del marketing avviene spesso in sede di *business combination* quando un soggetto, detto *acquirer*, paga un prezzo per ottenere il controllo di un'altra entità, detta *acquiree*.

L'IFRS 3 *revised* ⁽¹⁴⁾ prescrive che il prezzo pattuito per l'acquisto, espresso al *fair value*, deve essere scomposto nelle sue determinanti principali: attività immateriali specifiche, attivo tangibile e, in via residuale, *goodwill* (**Fig. 2**). Le componenti riconosciute devono essere iscritte nel bilancio dell'acquirente al loro *fair value* alla data dell'acquisizione. Questo specifico passaggio dell'*acquisition method* rappresenta l'allocatione del prezzo di acquisizione (*Purchase Price Allocation*, PPA).

⁽¹⁴⁾ Le operazioni di aggregazione aziendale sono state disciplinate fino al 2004 dallo IAS 22, successivamente sostituito dall'IFRS 3. Nel 2008, in linea col continuo processo di allineamento tra sistema contabile anglosassone e americano, il principio ha subito un'importante revisione al termine della quale è stato emanato l'attuale IFRS 3 *revised*. Nel 2020 sono state inoltre apportate ulteriori modifiche al principio, soprattutto per quanto riguarda la definizione di *business*.

FIGURA 2 - Stratificazione del prezzo di acquisizione



Fonte: Lim, Macias, Moeller (2020)

In questa fase coesistono quindi due differenti ordini di grandezze. Da un lato vi è un prezzo, elemento per sua natura oggettivo e determinato dall'incrocio tra la domanda e l'offerta che gli operatori economici, ritenuti esseri razionali, determinano all'interno del mercato. Dall'altro ci sono le molteplici componenti in cui viene scomposta la somma pagata dall'acquirente che vengono classificate come valori, ovvero come grandezze cariche di un certo livello di soggettività e frutto dell'applicazione di modelli matematici, stime e opportune ipotesi. Estremizzando il concetto, il *fair value* degli intangibili specifici può essere per buona parte concepito come frutto di un'"opinione" (15).

Per ricavare il valore degli intangibili specifici si ricorre al terzo livello della gerarchia delle fonti del *fair value* (16). Nello specifico, vengono utilizzate con ampia frequenza sia metodologie "tradizionali", legate all'attualizzazione dei flussi attesi dall'attività intangibile, sia modelli alternativi (ad esempio, Customer Lifetime Value, opzioni reali, criterio equitativo del MOL). La relazione di clientela, facendo parte della categoria degli intangibili specifici

(15) L. Guatri e M. Bini hanno in più occasioni riflettuto su questo aspetto all'interno dei capitoli 6 e 12 del "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende" (Egea, 2005). Sul punto si veda in particolare quanto riportato a pagina 159.

(16) Per determinare la misura del *fair value* lo IASB ha proposto una "gerarchia delle fonti". La prima configurazione da prendere a riferimento è rappresentata dai prezzi quotati nei mercati attivi (non rettificati). In seconda battuta si deve preferire la somma che l'impresa avrebbe pagato per acquistare l'intangibile alla data dell'operazione in una libera transazione di mercato tra parti consapevoli e disponibili, avvenuta in un tempo quanto più recente possibile e tenendo conto delle migliori informazioni disponibili. Infine, il *fair value* può essere determinato in via indiretta con tecniche che spaziano dal calcolo del valore attuale dei flussi di cassa netti attesi dall'attività al calcolo del risparmio in termini di costi derivante alla società dal possesso della risorsa immateriale.

acquisiti, è una grandezza il cui valore è frutto di un processo (anche complesso) di stima che prevede il calcolo previsionale dei flussi attesi dalla risorsa e la considerazione della sua rischiosità specifica. Nel tempo si sono sviluppate diverse impostazioni riconducibili a quattro diverse categorie di approcci valutativi: approccio del costo, approccio dei flussi, approccio delle ricerche di mercato, approccio dei multipli di mercato.

In particolare, il metodo dei flussi reddituali si basa sull'attualizzazione dei benefici economici futuri attesi dallo specifico intangibile sembra vantare una maggiore efficacia nel catturare il *fair value* di una risorsa strategica come la relazione di clientela.

Questa metodologia considera le grandezze flusso (al netto o al lordo dell'imposizione fiscale), il fattore temporale e la rischiosità specifica del bene (che influenzano il fattore di attualizzazione), permettendo di valutare eventuali scenari di crescita o decrescita dei flussi (sia che essi siano costanti sia nel caso di andamenti variabili). Partendo da questo approccio, si è affermato il modello del *Multi-period Excess Earnings Method* (MPEEM) che utilizza il criterio degli extra redditi. Il modello, basato su una logica *asset side*, individua il *fair value* della relazione di clientela attualizzando quanto rimane dalla differenza tra il reddito della gestione corrente o prospettica (al netto dell'imposizione fiscale) e il costo d'uso di tutte le altre attività materiali e immateriali che contribuiscono a creare valore di concerto con l'immateriale specifico (cd. *Contributory Asset Charges*, CAC).

“Contributory assets are assets that are used in conjunction with the subject intangible asset in the realization of prospective cash flows associated with the subject intangible asset” (IVS 210, 2022, par. 60.7) ⁽¹⁷⁾.

L'obiettivo è quindi quello di isolare la redditività dell'attività immateriale da quella generata dagli altri elementi che compongono l'attivo. Il tasso di attualizzazione tiene conto del rischio specifico del bene immateriale oggetto di valutazione.

Una formula generale per esprimere quanto sin qui detto può essere la seguente:

$$W_{\text{rel. clientela}} = \left[\sum_{t=1}^n (\text{NOPAT}_t) - (\text{CI}_t \times \text{CR}) \right] \times v_t$$

dove:

$W_{\text{rel. clientela}}$ rappresenta il valore economico della relazione di clientela;

$\sum_{t=1}^n \text{NOPAT}_t$ rappresenta la sommatoria dei risultati reddituali operativi netti;

⁽¹⁷⁾ INTERNATIONAL VALUATION STANDARD COUNCIL (IVSC), *International Valuation Standard (IVS) No. 210: Intangible assets*, IVSC, London.

$(CI_t \times CR)$ rappresenta la redditività del capitale investito (CAC);
 CR è lo specifico tasso di remunerazione del *Contributory Asset*;
 v_t è l'opportuno tasso di sconto.

Approfondendo il funzionamento del modello, la prospettiva fondamentale da tenere a mente è che il *fair value* dell'immateriale è uguale al valore attuale dei flussi netti incrementali imputabili esclusivamente ad esso lungo la sua vita economica utile residua. I flussi (cd. *excess earnings*) coincidono con i flussi di reddito che eccedono i rendimenti equi relativi a tutte le attività che contribuiscono a creare il reddito netto di concerto con l'immateriale principale.

I CAC rappresentano una stima della somma che un operatore di mercato sarebbe disposto a pagare per utilizzare questi elementi dell'attivo e produrre reddito assieme all'immateriale principale specifico.

In primo luogo, vanno identificati tutti i *Contributory Asset* che possono appartenere sia alle classi delle attività materiali dell'impresa che a quelle immateriali. Bisogna quindi individuare le attività che non generano loro stesse il "reddito primario", ma che contribuiscono alla sua formazione assieme alla relazione di clientela⁽¹⁸⁾.

Tra queste sono ricomprese, per esempio, le immobilizzazioni materiali, le infrastrutture tecnologiche e le altre immobilizzazioni immateriali, sia che siano già iscritte nel bilancio dell'acquisita sia che vengano riconosciute in fase di allocazione del prezzo di acquisizione.

Il *goodwill* è escluso da tale gruppo di elementi in quanto viene normalmente considerato come una componente residuale caratterizzata da elementi difficilmente misurabili in maniera autonoma. Per questo motivo la forza lavoro organizzata (*assembled workforce*), non rappresentando un'attività immateriale identificabile, non viene rilevata separatamente, ma deve essere inclusa nel valore del *goodwill*.

Tenendo conto della prospettiva dei vari attori partecipanti al mercato si individua il livello di attività necessario a sostenere i redditi generabili dall'immateriale principale. La stima deve considerare le esigenze della relazione di clientela che possono variare anche con elevata frequenza.

I tassi di rendimento dei diversi CAC vengono determinati considerando la rischiosità percepita su di essi e il valore degli specifici rendimenti che viene influenzato dalle aspettative dei vari attori del mercato e dai molteplici profili di rischio.

Su quest'ultimo aspetto possono essere mosse alcune considerazioni. Il *return of* del bene rappresenta il deprezzamento economico del *Contributory Asset* e costituisce il valore che un soggetto terzo si attende come rimborso per recuperare il capitale inizialmente investito nell'elemento stesso. Rappre-

⁽¹⁸⁾ In questi casi l'intangibile specifico principale viene definito *Principal Income Generating Asset* (PIGA).

senta quindi il recupero del capitale investito. Nel caso degli elementi riconducibili all'attivo fisso esso è associabile alle quote di ammortamento economico o agli eventuali canoni di *leasing*.

Il rendimento del bene (*return on*) è l'addebito che un soggetto terzo si aspetta come profitto aggiuntivo rispetto all'ammortamento economico. È quindi riconducibile alla remunerazione del capitale investito, ovvero al ritorno atteso da un investimento alternativo caratterizzato da un analogo rischio (cd. costo opportunità).

I *Contributory Asset* possono essere suddivisi tra le attività non soggette a deprezzamento economico e che sono caratterizzate solo dal *return on* e le attività assoggettate a deprezzamento economico e caratterizzate dalla presenza congiunta di *return on* e di *return of* (per esempio l'attivo immobilizzato e gli intangibili specifici diversi dalla relazione di clientela valutata col MPEEM).

I benefici economici anno imputati ai CAC secondo un criterio ragionevole ed equo, in linea coi contributi apportati dalle varie componenti dell'attivo e dai rischi ad essi correlati.

“Determine the appropriate rate of return on each contributory asset based on an assessment of the risk associated with that asset. For example, low-risk assets like working capital will typically have a relatively lower required return. Contributory intangible assets and highly specialized machinery and equipment often require relatively higher rates of return” (IVS 210, 2022, par. 60.11)⁽¹⁹⁾.

È infine importante controllare il valore dei *Contributory Asset Charges*, procedendo con un processo di riconciliazione che faccia riferimento ai risultati emersi dalla valutazione complessiva. Il controllo della ragionevolezza delle grandezze individuate deve comprendere anche il costo medio ponderato del capitale (WACC), il tasso interno di rendimento (TIR) e il rendimento medio ponderato dell'attivo aziendale (WARA).

5. Stima del *fair value* della relazione di clientela in un contesto IFRS: un caso pratico.

Le riflessioni che seguono sono tratte da un caso reale di aggregazione aziendale avvenuta tra due società di capitali italiane non quotate e di piccole-medie dimensioni (PMI)⁽²⁰⁾. I dati e le informazioni che vengono illustrati sono di natura sia qualitativa che quantitativa. Nel primo caso

⁽¹⁹⁾ INTERNATIONAL VALUATION STANDARD COUNCIL (IVSC), *International Valuation Standard (IVS) No. 210: Intangible assets*, IVSC, London.

⁽²⁰⁾ Stando alla raccomandazione n. 361/2003 della Commissione europea, con PMI si fa riferimento a società che presentano un numero di occupati pari o inferiore a 250 unità e un fatturato minore o al più uguale a 50 milioni di euro. Un altro parametro che può essere alternativamente considerato è il totale dell'attivo che deve essere inferiore o al più uguale a 43 milioni di euro.

derivano dalle attività di *disclosure*, *compliance* e confronto coi vertici aziendali, nel secondo dal bilancio d'esercizio, dalla contabilità industriale e dal *business plan* utilizzati per valutare la società target. Il periodo di riferimento in cui si è svolto il processo aggregativo è successivo all'entrata in vigore dell'ultima revisione del principio contabile internazionale IFRS 3, permettendo così di analizzare un'operazione contabilizzata secondo le novità introdotte dallo IASB. In aderenza con l'obiettivo principale di questo scritto e di quanto dettagliato nei paragrafi precedenti, si è deciso di analizzare in profondità un caso studio reale e relativo ad una specifica *business combination*. Ciò che interessa in questo lavoro è il processo di stima del *fair value* e del valore della relazione di clientela, aspetto che richiede l'utilizzo di dati e informazioni che non vengono comunicati con facilità al pubblico. Si è quindi preferito illustrare il procedimento seguito all'interno di una *business combination* che chi scrive ha avuto modo di analizzare e studiare.

L'operazione è consistita nell'acquisizione da parte della società acquirente (*bidder*) di una partecipazione totalitaria nella società target e nella successiva fusione per incorporazione di quest'ultima nella prima.

La società aggregante, nonostante la dimensione e le caratteristiche non lo richiedano strettamente, ha deciso di applicare i principi contabili internazionali e ha proceduto a contabilizzare l'operazione secondo le logiche previste dall'IFRS 3. L'aggregata adotta invece i principi contabili predisposti dall'OIC.

La società acquirente ha adottato gli IFRS in quanto appartenente a un grosso gruppo nazionale che negli anni ha conosciuto una forte espansione in tutto il mondo. La necessità di confrontarsi con altre realtà estere ha quindi fatto propendere la direzione centrale per gli standard internazionali, scelta che si è poi estesa anche a tutte le controllate.

In questa sede, per ragioni di privacy, la società acquirente viene identificata come « Società X » mentre la società acquisita è definita « Società Y ».

Il settore di appartenenza delle imprese considerate è riconducibile a quello dei servizi commerciali alle imprese che, oltre ad essere uno dei principali ambienti in cui si svolgono operazioni di *business combination* nel contesto nazionale, è considerato uno dei settori maggiormente caratterizzati dalla presenza di intangibili.

L'aspetto più interessante che caratterizza questa operazione e la conseguente allocazione del prezzo di acquisizione è il riconoscimento, tra gli intangibili specifici, della relazione di clientela della Società Y esistente alla data della valutazione. Questa rappresenta l'elemento immateriale principale (PIGA).

Il suo *fair value* è stato individuato seguendo un procedimento rigoroso e ben definito, utilizzando le logiche del *Multi-Period Excess Earnings Method* (MPEEM). Come precedentemente illustrato, l'applicazione di questo modello rende necessarie la valutazione dei *Contributory Asset Charges* (CAC) e la stima della percentuale di *attrition*.

Seguendo i passaggi dell'*acquisition method* previsti dall'IFRS 3 per le aggregazioni aziendali, si è proceduto per prima cosa ad identificare l'entità acquirente

nella Società X. L'*acquirer* ha valutato l'azienda Y molto performante, reputandola un investimento particolarmente utile per il raggiungimento delle proprie ambizioni strategiche di sviluppo e di affermazione nel mercato.

Nello specifico, la Società X vuole ampliare il proprio raggio d'azione puntando a un nuovo segmento del mercato, realtà che costituisce la percentuale maggiore della clientela della Società Y. È inoltre stato stimato che l'incorporazione nella Società X permetterà all'acquisita di farsi strada nel mercato in cui è attiva l'aggregante, potendo avere accesso al portafoglio di prodotti e clienti di quest'ultima.

La data di riferimento della *Purchase Price Allocation* è la stessa nella quale è avvenuto l'ottenimento del possesso del controllo da parte dell'acquirente, ovvero il 1° gennaio 20X6. In questo momento hanno efficacia gli effetti dell'operazione di fusione tra le due entità e le operazioni di Y sono state imputate nel bilancio di X.

Il processo di PPA è terminato il 1° dicembre dello stesso anno. In questa fase, come previsto dalla normativa contabile, si sono riconosciute e misurate le attività identificabili acquisite, le passività assunte e le eventuali interessenze non di controllo.

5.1. Calcolo dell'*attrition* dei clienti.

La determinazione della percentuale di logoramento della relazione di clientela assume un ruolo molto importante nel processo di PPA che si sta analizzando. La stima del valore dell'intangibile strategico dominante col *Multi-period Excess Earnings Method* deve infatti tenere conto di questo fenomeno.

In generale, l'*attrition* può essere espressa come il rapporto tra il numero dei clienti persi in un determinato anno e il numero complessivo dei clienti che l'azienda aveva all'inizio del medesimo periodo. Il calcolo è molto utile per verificare la qualità e l'efficienza dei processi aziendali e delle strategie che vengono implementate dai manager.

Nella situazione che si sta analizzando la perdita di una certa fetta di clientela è collegata al processo di acquisizione e tiene conto della possibilità che un numero di soggetti che facevano precedentemente affidamento ai servizi di Y potrebbe decidere di cambiare società di consulenza a seguito del processo di incorporazione in di Y in X.

Una graduale riduzione di questo valore determina un aumento dei ricavi potenzialmente ottenibili dall'azienda in futuro e permette di determinare il livello di fiducia e fidelizzazione che i clienti hanno instaurato con l'azienda considerata.

Le informazioni impiegate in queste elaborazioni sono state acquisite dalla *due diligence* effettuata per l'operazione di acquisizione della partecipazione nella Società Y e dai dati forniti dagli organi amministrativi della stessa. Sono stati inoltre considerati gli impatti prevedibili dell'operazione

straordinaria sulle dinamiche del riassorbimento della clientela. La costruzione della curva di logoramento è stata effettuata seguendo alcuni passaggi che implicano l'utilizzo di strumenti matematici complessi. Si presentano di seguito i momenti logici più significativi di questa fase.

Si è innanzitutto proceduto a determinare tre diversi tipi di curve di *attrition* con l'impiego di diverse funzioni e modelli. Si sono utilizzate: una funzione di sopravvivenza esponenziale basata sulle regole delle progressioni geometriche; una *funzione Weibull*, caratterizzata da una distribuzione di probabilità continua definita su numeri reali positivi e descritta dai parametri (parametro di scala) e k (fattore di forma); una funzione di sopravvivenza lineare.

Nel primo caso si è proceduto a calcolare l'*attrition* in percentuale sul dato originario impiegando una funzione esponenziale che tiene conto della stima della vita media attesa dell'intangibile specifico ⁽²¹⁾.

Le percentuali individuate sono state successivamente applicate al valore del ricavo legato alla clientela relativo alla data di riferimento della valutazione, il 20X6, in modo da derivare i valori per tutti gli esercizi successivi. Il rapporto tra i ricavi riferiti alla clientela di un esercizio (t) e quelli del periodo immediatamente precedente ($t - 1$) ha permesso di determinare il tasso di *attrition* in percentuale sull'anno precedente.

In questo caso il valore è costante nel tempo e pari all'80%, in linea con la considerazione che questo modello prevede tassi di guasto costanti per tutti i periodi di analisi.

TABELLA 2 - Dati per curva di *attrition* con funzione di sopravvivenza esponenziale

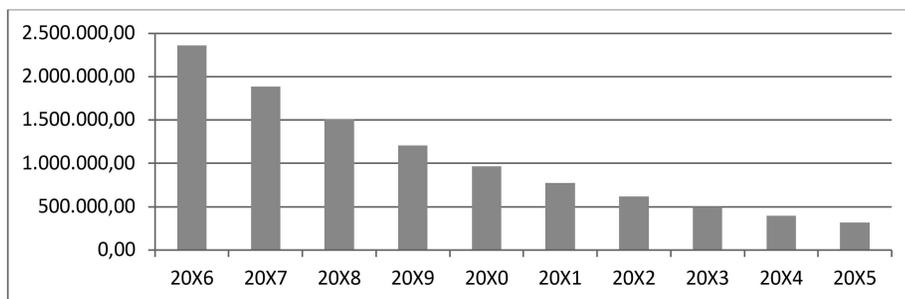
Anno	Ricavi relazione di clientela (€)	Attrition in % anno precedente
20X6	2.360.001,00	-
20X7	1.888.000,80	80%
20X8	1.510.400,64	80%
20X9	1.208.320,51	80%
20X0	966.656,41	80%
20X1	773.325,13	80%
20X2	618.660,10	80%
20X3	494.928,08	80%
20X4	395.942,47	80%
20X5	316.753,97	80%

Fonte: elaborazione propria

⁽²¹⁾ Questo valore è derivato dall'utilizzo di una funzione logaritmica del tipo:

$$- \frac{1}{\ln(1-\text{attritionrate})^*}$$

Supponendo che l'*attrition rate* sia pari al 20%, il valore è di 4,481420118 anni.

FIGURA 3 - Curva di *attrition* nel caso di funzione di sopravvivenza esponenziale

Fonte: elaborazione propria

La seconda stima segue lo stesso procedimento usato in precedenza. In questo caso, però, la funzione esponenziale impiegata per il calcolo del logoramento in percentuale sul dato originario considera sia la stima della vita media attesa della relazione di clientela (parametro λ) che il parametro di forma (parametro k)⁽²²⁾.

In questo caso il tasso di *attrition* è variabile lungo l'orizzonte temporale, rispettando le caratteristiche del modello matematico che si fonda su tassi di guasto variabili.

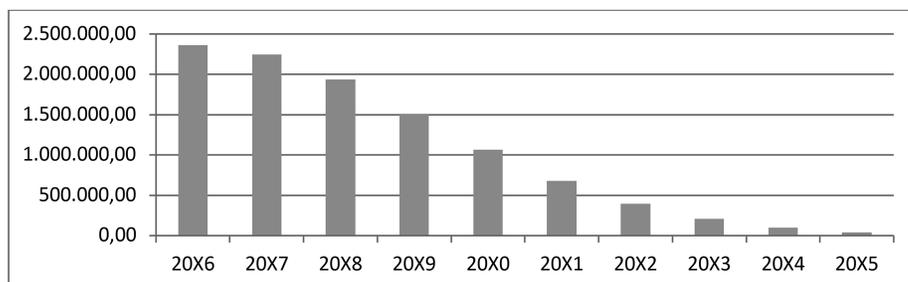
TABELLA 3 - Dati per curva di *attrition* con funzione di Weibull

Anno	Ricavi relazione di clientela (€)	Attrition in % anno precedente
20X6	2.360.001,00	-
20X7	2.245.367,04	95,14%
20X8	1.933.805,58	86,12%
20X9	1.507.608,53	77,96%
20X0	1.063.933,97	70,57%
20X1	679.659,01	63,88%
20X2	393.022,84	57,83%
20X3	205.728,67	52,35%
20X4	97.481,49	47,38%
20X5	41.811,89	42,89%

Fonte: elaborazione propria

⁽²²⁾ Si ipotizza che il valore del parametro sia pari a 2.

FIGURA 4 - Curva di attrition nel caso di funzione di Weibull



Fonte: elaborazione propria

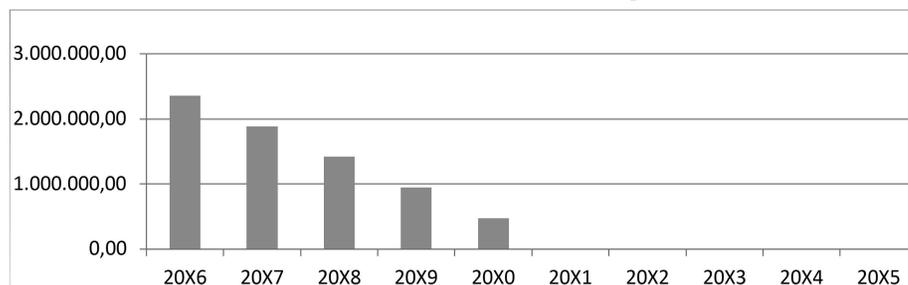
Infine, in presenza di una funzione lineare la ritenzione della clientela in percentuale sul dato originario deriva dalla differenza tra l'attrition dell'anno precedente a quello considerato e il tasso stimato di attrition, pari al 20%.

TABELLA 4 - Dati per curva di attrition con funzione di sopravvivenza lineare

Anno	Ricavi relazione di clientela (€)	Attrition in % anno precedente
20X6	2.360.001,00	-
20X7	1.888.000,80	80%
20X8	1.416.000,60	75%
20X9	944.000,40	66,67%
20X0	472.000,20	50%
20X1	0,00	0%
20X2	0,00	100%
20X3	0,00	100%
20X4	0,00	100%
20X5	0,00	100%

Fonte: elaborazione propria

FIGURA 5 - Curva di attrition nel caso di funzione di sopravvivenza lineare



Fonte: elaborazione propria

Una volta eseguiti i calcoli presentati si procede ad analizzare i dati alla luce degli elementi e delle informazioni di *due diligence*. La decisione finale ha preferito il primo approccio, ritenendo quindi che il modello che rappresenta meglio il fenomeno di logoramento della relazione di clientela in questo specifico caso sia quello rappresentato dalla funzione di sopravvivenza esponenziale.

La PPA considera quindi la curva di *attrition* correlata a questo modello e applica nella stima un tasso di logoramento costante lungo i periodi oggetto di valutazione.

Sempre facendo riferimento alla citata documentazione a disposizione si è ritenuto opportuno e ragionevole troncare la curva di *attrition* dopo dieci anni dalla data di riferimento, ovvero al 20X5.

Si può facilmente notare dall'andamento del grafico (**Fig. 3**) che, tra il 20X6 e il 20X5, si assiste a una graduale riduzione del fenomeno di logoramento. Questa tendenza, come si è specificato, deve essere considerata auspicabile e positiva.

Si consideri che gli esperti valutatori avevano considerato come modello maggiormente rappresentativo dell'*attrition* quello della funzione di sopravvivenza esponenziale già prima del confronto con i vertici aziendali. Lo scambio di pareri e di visioni con la direzione non ha fatto altro che confermare quanto già prospettato dai tecnici incaricati. Questo fatto supporta la bontà del metodo utilizzato e dimostra la rigosità perseguita e il pragmatismo dei risultati ottenuti.

5.2. Determinazione dei *Contributory Asset Charges* (CAC) per tutti i *Contributory Assets* diversi dagli intangibili.

Un secondo passaggio fondamentale per stimare il *fair value* della relazione di clientela col *Multi-Period Excess Earnings Method* è il calcolo del valore dei CAC.

Focalizzando l'attenzione sulla specifica *business combination*, si è proceduto a determinare il rendimento degli elementi utilizzando dei tassi di attualizzazione differenziati che tengono conto di specifici criteri, considerando il rischio implicito di ciascun elemento dell'attivo e il grado di finanziabilità del relativo acquisto.

A scopo di controllo e di riconciliazione dei valori, è stata esplorata una seconda prospettiva di analisi che prevede che le valutazioni applichino lo stesso tasso di attualizzazione impiegato per il calcolo del valore economico dell'acquisita, il costo medio ponderato del capitale della Società Y (WACC = 8,91% ⁽²³⁾).

⁽²³⁾ In questa sede si assume questo valore come un dato senza entrare nel dettaglio di come i valutatori hanno proceduto a calcolarlo. Si sottolinea comunque che ai fini della

Alla data dell'allocazione del prezzo di acquisizione il *fair value* del capitale circolante netto (CCN) è pari a euro 229.068,76.

A partire dalle stime dei ricavi attesi per gli esercizi oggetto di analisi si determina la variazione degli stessi da un anno all'altro. La variazione ottenuta (ricavi) viene moltiplicata per il tasso di variazione del CCN, supposto pari al 10%. In questo modo si arriva al valore della variazione annua del CCN. Il capitale circolante netto finale di ogni esercizio viene determinato sommando la variazione del CCN col valore della grandezza all'inizio dell'anno.

Il *return on* viene infine ottenuto utilizzando due diversi tassi di attualizzazione. Dapprima si utilizza il costo opportunità del capitale (*c.o.c.*) specifico del capitale circolante della Società Y, pari al 3%. Successivamente si fa uso del WACC dell'acquirente, uguale all'8,91%.

Il *c.o.c.* dell'attività risulta minore del WACC in quanto tiene conto della natura liquida della posta.

TABELLA 5 - *Return on* del CCN con tasso appropriato e WACC

Anno	<i>Return on</i> (3%)	<i>Return on</i> (8,91%)
20X6	6.872,06	20.414,61
20X7	6.872,06	20.414,61
20X8	8.288,06	24.621,07
20X9	9.477,50	28.154,51
20X0	10.349,19	30.744,01
20X1	10.877,05	32.312,09
20X2	11.098,75	32.970,69
20X3	11.098,75	32.970,69
20X4	11.098,75	32.970,69
20X5	11.098,75	32.970,69

Fonte: elaborazione propria

Il valore totale del *fair value* delle immobilizzazioni materiali viene individuato dalla somma dei *fair value* dei singoli cespiti: terreni, fabbricati, impianti, attrezzature e tutti gli altri beni tangibili dell'impresa acquisita.

Il valore equo effettivo degli elementi è determinato partendo dal loro valore contabile fiscalmente rilevante a cui vengono sommati gli effetti dei benefici fiscali legati al *Tax Amortization Benefit* (TAB). La somma di questi *fair value* dà come risultato il *fair value* complessivo dell'attivo tangibile alla data di PPA che è pari a euro 627.280,00. Partendo da tale valore si determina il rendimento di queste attività.

determinazione del WACC si è seguito quanto proposto da MODIGLIANI-MILLER nei loro *frameworks* del 1958 e del 1963.

Tenendo conto che il valore fiscalmente ammortizzabile coincide col valore dei beni tangibili espressi al *fair value*, si procede a determinare la vita residua e il valore degli ammortamenti.

La vita fiscale residua dei cespiti coinvolti nella PPA è ricavata dal rapporto tra il valore netto e l'ammortamento delle immobilizzazioni materiali, ricavato dai dati di bilancio del periodo amministrativo che si è chiuso il 31.12.20X5 (anno precedente alla data di PPA). Il suo valore è pari a ventidue anni.

Il rapporto tra il valore fiscale delle immobilizzazioni e la vita residua determina il valore delle quote costanti di ammortamento. L'ammortamento al *fair value* è invece calcolato come rapporto tra il valore delle immobilizzazioni materiali espresso al *fair value* e gli anni corrispondenti alla vita fiscale residua. Data la coincidenza tra il valore totale contabile e il valore di mercato totale dell'attivo materiale, le quote di ammortamento contabile e quelle espresse al *fair value* coincidono.

Sottraendo le quote di ammortamento espresse al *fair value* dal valore di mercato dell'attivo tangibile si perviene facilmente al *fair value* dei beni tangibili al termine di ogni esercizio di valutazione.

È necessario a questo punto svolgere alcune considerazioni relative ai cespiti futuri. Si considera che alla fine di ogni esercizio gli investimenti in attività immobilizzate operative (CAPEX) saranno pari a euro 30.000,00.

La loro vita residua, pari a ventisette anni, è determinata facendo il rapporto tra il valore lordo dei cespiti e l'ammortamento delle immobilizzazioni materiali ricavato dal bilancio chiusosi in data 31.12.20X5. Si procede quindi ad ammortizzare i CAPEX tenendo conto di questa durata.

La somma tra il valore dell'ammortamento espresso al *fair value* e il valore dell'ammortamento dei CAPEX determina il deprezzamento economico delle attività materiali (*return of*). L'andamento di questo valore è crescente nel tempo ed esprime in maniera più raffinata e precisa il deperimento effettivo di questi cespiti.

Il valore totale degli ammortamenti fiscali è individuato sottraendo al valore dell'ammortamento economico l'ammortamento espresso al *fair value* e sommando a tale grandezza il valore fiscale degli ammortamenti in immobilizzazioni materiali.

Il procedimento per individuare il valore del *return on* è simile a quello adottato per il capitale circolante netto.

Tenendo conto del *fair value* iniziale dei beni materiali, dell'ammortamento economico e dei CAPEX si determinano i valori iniziali e finali dei cespiti lungo l'arco temporale della valutazione.

Utilizzando due diversi tassi, si procede infine a determinare i rendimenti. Il *c.o.c.* specifico delle attività tangibili è stimato pari al 5% e riflette la remunerazione normale del capitale investito in immobili, riconducibile con il rendimento richiesto da un ipotetico locatore nel momento in cui si svolge l'operazione. Nel secondo caso si utilizza il WACC aziendale, pari all'8,91%.

Anche in questo caso i rendimenti individuati applicando quest'ultimo tasso risultano maggiori di quelli determinati con il tasso specifico.

TABELLA 6 - *Return on* e *return of* delle immobilizzazioni materiali con tasso appropriato e WACC

Anno	<i>Return on</i> (5%)	<i>Return of</i> (5%)	<i>Return on</i> (8,91%)	<i>Return of</i> (8,91%)
20X6	31.364,00	28.512,73	55.903,19	28.512,73
20X7	29.938,36	28.512,73	53.362,14	28.512,73
20X8	30.012,73	29.623,84	53.494,69	29.623,84
20X9	30.031,54	30.734,95	53.528,21	30.734,95
20X0	29.994,79	31.846,06	53.462,71	31.846,06
20X1	29.902,48	32.957,17	53.298,19	32.957,17
20X2	29.754,63	34.068,28	53.034,65	34.068,28
20X3	29.551,21	35.179,39	52.672,08	35.179,39
20X4	29.292,24	36.290,51	52.210,49	36.290,51
20X5	28.977,72	37.401,62	51.649,88	37.401,62

Fonte: elaborazione propria

Si è scelto di non riconoscere un valore ai diritti di non concorrenza sottoscritti dalla precedente amministrazione con l'entità aggregante in quanto non sembra plausibile ritenere che la stessa compagine amministrativa sia in grado in futuro di esercitare un'attività concorrente e a valore aggiunto positivo. A queste conclusioni si è arrivati considerando anche le performance economiche registrate dalla Società Y nel recente passato.

Non vi è quindi pericolo che i precedenti amministratori possano costituire una minaccia per l'aggregante in quanto è quest'ultima ad avere un ruolo centrale nell'attivazione delle utilità espresse nel calcolo del valore economico dell'acquisita. Il tasso stimato per l'eventuale valutazione è del 6% e tiene conto del rischio intrinseco dell'entità acquirente (più basso rispetto al WACC dell'acquisita).

La forza lavoro organizzata non viene iscritta in bilancio come attività immateriale separata, ma rientra nel valore del *goodwill*. Non le viene quindi riconosciuto un proprio valore al *fair value* e non si determina un *return on* specifico. Il suo tasso di attualizzazione è comunque stimato all'8% considerando la rischiosità intrinseca nella società target (in linea con il WACC dell'acquisita).

TABELLA 7 - *Return on* diritto a non competere/forza lavoro organizzata con tasso appropriato e WACC

Anno	<i>Return on</i> (8%)	<i>Return on</i> (8,91%)
20X6	0,00	0,00
20X7	0,00	0,00
20X8	0,00	0,00
20X9	0,00	0,00
20X0	0,00	0,00
20X1	0,00	0,00
20X2	0,00	0,00
20X3	0,00	0,00
20X4	0,00	0,00
20X5	0,00	0,00

Fonte: elaborazione propria

Si riassumono di seguito i risultati ottenuti nei passaggi sopra illustrati e alcune informazioni di sintesi:

TABELLA 8 - Informazioni utili per il calcolo degli *excess earnings* dei CAC

WACC Società Y = 8,91%		
Componente di bilancio	Valore al <i>fair value</i>	Tasso di attualizzazione specifico (c.o.c.)
CCN	229.068,76	3%
Immobilizzazione materiali	627.280,00	5%
Diritto a non competere	//	6%
Forza lavoro	//	8%

Fonte: elaborazione propria

5.3. La determinazione del *fair value* della relazione di clientela.

Una volta stimati la curva di *attrition* e il valore dei CAC si procede a determinare il *fair value* dell'intangibile specifico dominante, la relazione di clientela della Società acquisita Y esistente al 1° gennaio 20X6, attraverso il *Multi-Period Excess Earnings Method*.

In questo caso, per prima cosa, si è costruito un prospetto di conto economico riclassificato della relazione di clientela. Utilizzando i dati in esso riportati si sono calcolati i flussi dell'intangibile specifico. La costruzione del

cruscotto è stata agevolata da alcune informazioni ricavate negli altri passaggi della PPA non analizzati in questa sede ⁽²⁴⁾.

A questo punto del processo sono infatti noti i valori dei ricavi totali attesi per i periodi in cui si procede alla valutazione e i ricavi di pertinenza del PIGA. Si è quindi calcolata la percentuale dei ricavi di pertinenza della relazione di clientela.

In seguito, utilizzando le percentuali stimate e già utilizzate in sede di determinazione del valore economico dell'acquisita (*Business Economic Value*, BEV), si sono calcolati per ogni esercizio preso in esame il margine di contribuzione del PIGA e i costi operativi legati ad esso.

Per fare degli esempi, tra gli oneri rilevati nella presente *business combination* ci sono: i costi di mantenimento di Ricerca e Sviluppo; le spese per lo sviluppo della nuova tecnologia e i costi di pubblicità riferiti al marchio ⁽²⁵⁾; le spese commerciali relative alla base clienti esistente, ottenute moltiplicando i ricavi del PIGA per un tasso stimato del 2% ⁽²⁶⁾; le spese generali ed amministrative, derivate in questo caso applicando ai ricavi dell'intangibile specifico un tasso del 74,03%.

La differenza tra i margini di contribuzione e il totale dei costi operativi annui consente di determinare il valore degli EBITDA per gli esercizi di riferimento.

A questo valore si sono sottratte le quote di ammortamento dei beni materiali e immateriali legati alla relazione di clientela, individuate moltiplicando il valore delle quote di ammortamento totali per la percentuale annua dei ricavi di pertinenza del PIGA.

Si è quindi arrivati al valore degli EBIT annuali di pertinenza della relazione di clientela.

Il NOPAT è stato ottenuto sottraendo all'EBIT il valore delle *royalties* e delle imposte. Nello specifico, le *royalties* sulla tecnologia sono state calcolate moltiplicando i ricavi di pertinenza di un altro intangibile specifico autonomamente identificato, una banca dati, per il tasso di *attrition* in percentuale sul dato originario e moltiplicando a sua volta questa grandezza per il tasso di *royalty* implicito pari al 27,28% calcolato in sede di stima dell'intangibile specifico tecnologico.

A partire da queste grandezze reddituali si sono individuati gli *excess earnings* riferibili ai singoli periodi. In prima battuta si sono aggiunti ai NOPAT gli ammortamenti fiscali delle attività materiali e immateriali e le variazioni negli investimenti in forza lavoro. Successivamente si sono sottratti i valori assoluti dei *return on* del capitale circolante netto e della forza

⁽²⁴⁾ Si considerano questi valori come dei dati, senza soffermarsi troppo sulla loro determinazione.

⁽²⁵⁾ Il valore di tutti questi oneri è stato successivamente stimato pari a zero in capo all'aggregante.

⁽²⁶⁾ Dal momento che le spese commerciali relative alla futura base clienti sono state stimate pari a zero in capo all'aggregante, le spese per la base clienti esistente coincidono con il valore delle spese commerciali totali.

lavoro (pari a zero) e il valore assoluto della somma dei *return on* e dei *return of* delle immobilizzazioni materiali e del diritto a non competere (pari a zero).

I valori assoluti sono stati ottenuti moltiplicando i ricavi di pertinenza del PIGA per i *return on* dei CAC in percentuale sui ricavi oppure, nel caso delle immobilizzazioni, per la percentuale sui ricavi della somma tra il *return on* e il *return of*.

Riassumendo, la formula seguita in un generico anno X è stata quindi la seguente:

$$\text{Excess earnings} = \text{NOPAT} + \text{amm. fisc. mat e immat.} + \Delta \text{ forza lavoro} \\ - \sum |\text{return on}/(\text{return on} + \text{return of})| \text{ dei CAC}$$

L'attualizzazione di questi flussi è stata effettuata con un tasso del 6%, minore rispetto al WACC stimato per la Società Y (8,91%). Questo è dovuto al fatto che si considera che lo specifico intangibile viene valorizzato in capo alla società acquirente che, anche in una prospettiva di mercato, è caratterizzata da un rischio intrinseco minore dell'acquisita.

La somma dei valori attuali così determinati porta all'individuazione della somma del valore attuale degli *excess earnings* al lordo delle imposte differite. Questa grandezza coincide col valore dell'attività prima che vengano considerati gli effetti del *Tax Amortization Benefit* (TAB) e quindi senza considerare i vantaggi degli scudi fiscali derivanti dalla deducibilità dell'ammortamento del bene usufruibile da un generico acquirente.

“Quando un bene immateriale è fiscalmente ammortizzabile una componente del valore di mercato del bene è rappresentata dal beneficio fiscale dell'ammortamento (Tax Amortization Benefit = TAB). Quando appropriato, il TAB può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del reddito. Il TAB può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del costo, quando i costi sono considerati al netto di imposta. Il TAB non deve invece essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del mercato, in quanto i prezzi di mercato già includono il TAB” (PIV, III.5.11).

Tenendo conto della percentuale di ammortamento stimata per il bene e considerando le aliquote fiscali si determina il valore del TAB e, conseguentemente, il valore della relazione di clientela espressa al *fair value*.

La differenza tra il valore contabile e il *fair value* fa emergere il fenomeno della fiscalità differita. Sottraendo tale grandezza al valore del bene espresso al *fair value* si determina la somma del valore attuale degli *excess earnings* al netto delle imposte differite.

TABELLA 9 - Determinazione del *fair value* della relazione di clientela

Anno	<i>Excess earnings</i>	Valore attuale <i>excess earnings</i> (tasso 6%)
20X6	125.920,01	118.792,46
20X7	133.217,70	118.563,28
20X8	108.750,23	91.308,79
20X9	87.915,72	69.637,49
20X0	70.612,83	52.766,01
20X1	56.468,20	39.807,86
20X2	45.034,77	29.950,70
20X3	35.952,39	22.556,98
20X4	28.707,41	16.991,87
20X5	22.926,99	12.802,31
Somma valore attuale <i>excess earnings</i> al lordo delle imposte differite		573.177,75

Aliquota fiscale di riferimento per il TAB	28%
TAF - attualizzazione fattori di scudo	129,34%
TAB	168.153,13
<i>Fair value</i> effettivo	741.330,88
Imposte differite passive	118.612,94
Somma valore attuale <i>excess earnings</i> al netto delle imposte differite	622.717,94

Fonte: elaborazione propria

A chiusura del paragrafo si ritiene utile fornire una sintesi dei dati più importanti per ripercorrere i ragionamenti sopra esposti:

TABELLA 10 - Determinazione del PIGA

<i>c.o.c.</i> relazione di clientela	6%
WACC Società Y	8,91%
Somma valore attuale <i>excess earnings</i> al lordo delle imposte differite	573.177,55
<i>Fair value</i> effettivo relazione di clientela	741.330,62
Somma valore attuale <i>excess earnings</i> al netto delle imposte differite (al <i>fair value</i>)	622.717,72

Fonte: elaborazione propria

6. Considerazioni conclusive.

Il presente contributo si è proposto di riassumere i principali aspetti contabili e valutativi legati alla stima del *fair value* della relazione di clientela, intangibile che negli ultimi decenni ha acquisito un ruolo sempre più importante per le imprese. Tali aspetti sono stati sviluppati prendendo a riferimento le diverse discipline contabili ammesse nel nostro Paese (OIC e IFRS), tenendo conto della posizione dell’Agenzia delle Entrate e facendo uso di un caso aziendale reale per proporre una modalità operativa che tenga conto di tutti gli elementi necessari per stimare in maniera adeguata il *fair value*.

L’oggetto di questo scritto è sottoposto al crescente interesse di letteratura e dottrina perché le aziende attribuiscono sempre più un valore fondamentale al numero e alla tipologia dei propri clienti, conferendo loro una considerevole valenza strategica. Le delicate informazioni sulle abitudini e attitudini delle persone e i dati sensibili ad esse correlati giocano un importante ruolo nello sviluppo economico delle entità economiche e sono legate alla loro capacità di creare nuova ricchezza. Tale tendenza si è consolidata negli ultimi anni, soprattutto con l’affermarsi del marketing personalizzato e dei social networks. Queste piattaforme sono infatti oggi ampiamente utilizzate dalle imprese per farsi conoscere, pubblicizzare la propria offerta e ottenere ulteriori (potenziali) quote di mercato. Questo ha condotto a una rivoluzione del marketing che ha sempre più dovuto guardare ed adattarsi al digitale, con la conseguenza che l’attenzione dei manager si è spostata sensibilmente su tutte le componenti immateriali riconducibili a tale categoria. Tale fenomeno si è sviluppato di pari passo con la dematerializzazione del valore delle imprese, il cui valore economico viene oggi in gran parte spiegato dalle componenti intangibili da esse detenute. La clientela, come altre attività immateriali, è quindi entrata a far parte delle determinanti principali che spiegano la creazione dei cosiddetti “extra-profitti”. In un sistema economico in continuo cambiamento come quello in cui le imprese si trovano oggi ad operare è quindi fondamentale conoscere le indicazioni principali per contabilizzare correttamente questo elemento intangibile in bilancio e per attribuirgli un valore quanto più corretto possibile. Questo è ancora più necessario in caso di stima del *fair value* della relazione di clientela in un contesto IFRS.

Questo è stato anche empiricamente mostrato nel presente articolo attraverso un dettagliato caso studio reale che si dimostra interessante per almeno due ordini di motivi. Innanzitutto, la società di cui si stima il portafoglio clienti è riconducibile al mondo delle PMI italiane, categoria di imprese che trova sempre più spesso nel patrimonio intangibile il punto di forza del proprio *business* e della crescita. Si ha quindi modo di distogliere l’attenzione dalle *business combinations* messe in atto da società di grandi dimensioni (spesso oggetto di recente approfondimento all’interno di quotidiani economici e di manuali specialistici) per rivolgere l’attenzione su un’ope-

razione di dimensioni più contenute, ma allo stesso tempo più “comune” nel panorama economico (non solo nazionale). In secondo luogo, il caso studio propone un possibile approccio valutativo per stimare il *fair value* del portafoglio clienti, attingendo a un metodo di valutazione “classico” opportunamente integrato di componenti estremamente astratte e difficili da tradurre in una modellizzazione matematica. Rappresenta quindi un’opportunità interessante per comprendere il funzionamento pratico di modelli ormai consolidati nella prassi valutativa nazionale e internazionale, l’applicazione di approcci matematici peculiari che non sono di solito oggetto di specifico approfondimento all’interno dei manuali e una possibile modalità con cui si può affrontare il problema della stima del valore di un’attività immateriale.

I passaggi e le riflessioni riportate possono contribuire alla letteratura esistente sulle tecniche e modalità di valutazione della relazione di clientela. Gli studiosi stanno continuando a condurre importanti ricerche sulle conseguenze del riconoscimento degli intangibili legati al marketing in bilancio e sulla loro valutazione. Nonostante gli importanti sforzi, molte questioni e problematiche restano aperte. Tra queste emerge sicuramente la differente modalità di contabilizzazione degli intangibili, acquisiti tramite un’operazione di aggregazione e acquisizione aziendale, proposta dallo standard setter italiano e da quello internazionale, con la conseguenza che, sfruttando mere logiche di opportunismo contabile, molti soggetti IFRS *adopter* non identificano autonomamente gli immateriali acquisiti, ma li riconoscono all’interno del *goodwill* (che non viene ammortizzato ai sensi dell’IFRS 3). Il caso analizzato si pone in controtendenza con questo aspetto; gli esperti hanno proceduto ad una rigorosa allocazione del prezzo di acquisizione, rilevando le attività iscrivibili in maniera autonoma e giustificando la scelta di ricondurre alcuni intangibili all’interno dell’avviamento.

Quanto descritto in questo studio incontra però alcune limitazioni e non contribuisce a fornire una soluzione ad alcune problematiche al momento non ancora completamente inquadrata dalla letteratura internazionale. In merito al primo punto, il presente articolo si è focalizzato sull’approfondimento delle logiche sottostanti a una particolare metodologia di valutazione “classica”, il *Multi-Period Excess Earnings Method*. Questo è stato opportunamente integrato prendendo spunto da modelli alternativi che tengono conto della *retention*. Malgrado questa modalità di valutazione rappresenti un punto di riferimento per gli esperti in sede di stima del *fair value* sarebbe interessante approfondire ed ampliare le ricerche sulle altre metodologie che consentono di stimare le liste clienti (ad esempio la Customer Lifetime Value, CLV). In secondo luogo, uno degli aspetti più rilevanti che la letteratura specialistica non ha ancora adeguatamente approfondito è la relazione tra il riconoscimento del portafoglio clienti e la composizione della struttura finanziaria. Gli studi mostrano risultati disomogenei, con situazioni in cui al riconoscimento in bilancio sembra non conseguire alcuna convenienza al finanziamento tramite debito e altre in cui la separata indicazione in bilancio dell’attività

rende più attrattivo il finanziamento con capitale di terzi. Questo lavoro non si è posto l'obiettivo di contribuire a chiarire questa relazione, demandandolo a un possibile ulteriore approfondimento.

Gli aspetti trattati in questo articolo dovranno continuare ad essere monitorati con estrema attenzione perché risultano molto importanti per garantire una maggiore qualità dei documenti contabili e delle informazioni che le società garantiscono e forniscono ai propri investitori.

7. Bibliografia.

- ANDERSON E. W., FORNELL C. & LEHMANN D. R., *Customer satisfaction, market share and profitability: findings from Sweden*, Journal of Marketing, 58/1994, pp. 53-66.
- BINI M., *La valutazione degli intangibili. Business Combinations e Purchase Price Allocation*, EGEA, 2011.
- BINI M., GUATRI L., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, 2005.
- CARVALHO C., RODRIGUES A. M., FERREIRA C., *The Recognition of Goodwill and Other Intangible Assets in Business Combinations - The Portuguese Case*, Australian Accounting Review, 2016.
- CHALMERS K., CLINCH G., GODFREY J. e WEI Z., *Intangible Assets, IFRS and Analysts' Earnings Forecasts*, Accounting and Finance, 52/2012, pp. 691-721.
- CRANE M. e DYSON R., *Risks in Applying the New Business Combination Guidance to Intangible Assets*, The CPA Journal, 79/2009, pp. 50-58.
- DALLOCCIO M., LUCCHINI G., PIRRONE C., *Mergers & Acquisitions*, EGEA, 2021.
- DETZEN D. e ZULCH H., *Executive Compensation and Goodwill Recognition Under IFRS: Evidence from European Mergers*, Journal of International Accounting, Audit & Taxation, 21/2012, pp. 106-126.
- DEZZANI F., BIANCONE P.P., BUSO D., *IAS/IFRS*, IPSOA Manuali, Wolters Kluwer, 2022.
- GODFREY J. e KOH P., *The Relevance to firm of capitalising intangible assets in total and by category*, Australian Accounting Review, 11/2001, pp. 39-49.
- GUPTA S., LEHMAN D. R. & STUART J. A., *Valuing customers*, Journal of Marketing Research, 41/2004, pp. 7-18.
- HAMBERG M., PAANANEN M. e NOVAK J., *The Adoption of IFRS 3: The Effect of Managerial Discretion and Stock Market Reactions*, European Accounting Review, 20/2011, pp. 263-288.
- HAN B. H. e MANRY D., *The value-relevance of R&D and advertising expenditures: Evidence from Korea*, The International Journal of Accounting, 39/2004, pp. 155-173.
- HEALY P., *Reflections on M&A accounting from AOL's acquisition of Time Warner*, Accounting Business Review 46/2016, pp. 528-541.
- HOECHBERG Y., SERRANO C., ZIENDONIS R., *Patent collateral, investor commitment and the market for venture lending*, Journal of Financial Economics, 130/2018, pp. 74-94.
- JENSEN M. e MECKLING W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 3/1976, pp. 305-360.
- KALLAPUR S. e KWAN S. Y., *The value relevance and reliability of brand assets recognized by UK firms*, The Accounting Review, 79/2004, pp. 151-172.

- LEV B. e SOUGIANNIS T., *The capitalization, amortization and value relevance of R&D*, Journal of Accounting and Economics, 21/1996, pp. 107-138.
- LYNCH D., ROMNEY M., STOMBERG B., WANGERIN D. e ROBINSON J. R., *Trade-offs between tax and financial reporting benefits: Evidence from purchase price allocations in taxable Acquisitions*, Contemporary Accounting Research, 6/2016, pp. 1223-1262.
- MANN W., *Creditor rights and innovation: evidence from patent collateral*, Journal of Financial Economics, 130/2018, pp. 25-47.
- MYERS S., MAJLUF N., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, 13/1984, pp. 187-221.
- NAKAMURA L., *Investing in intangibles: is a trillion dollars missing from GDP?*, Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2001, pp. 27-37.
- NAKAMURA L., *A trillion dollars a year in intangible investment and the new economy*, in HAND J., LEV B., *Intangible assets*, Oxford University Press.
- NAYYAR P. R., *Stock market reactions to customer service changes*, Strategic Management Journal, 16/1995, pp. 39-53.
- OSSOLA G., MALFATTI L., *Business Combinations: le attività immateriali*, La gestione straordinaria delle imprese gennaio-febbraio 2023, pp. 103-109.
- PACHECO J. ROVER S., *Value relevance of intangible assets recognized in a business combination*, Journal of Accounting, Management and Governance, 24/2020, pp.167-184.
- HUANG M., ZHANG J., HUO Z., *Customer relationships in the consolidated financial statements: recognition and value relevance*, China Journal of Accounting Studies, 2022.
- LIM S. C., MACIAS A. J., MOELLER T., *Intangible assets and capital structure*, Journal of banking and Finance, 2020.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Making Acquisitions Transparent - An Evaluation of M&A-Related IFRS Disclosures by European Companies in 2005*, PricewaterhouseCoopers, Frankfurt, 2007.
- PUCCI T., SIMONI C., ZANNI L., *Measuring the relationship between marketing assets, intellectual capital and firm performance*, Springer, 2013.
- RAMANNA K. e WATTS R., *Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment*, Review of Accounting Studies, 17/2012, pp. 749-780.
- SHALEV R., ZHANG I. e ZHANG Y., *CEO Compensation and Fair Value Accounting: Evidence Form Purchase Price Allocation*, Journal of Accounting Research, 51/2013, pp. 819-854.
- WYATT A., *What financial and non-financial information on intangibles is value-relevant? A review of the evidence*, Accounting and Business Research, 38/2008, pp. 217-256.
- ZHANG I. X. e ZHANG Y., *Accounting discretion and purchase price allocation after acquisitions*, Journal of Accounting, Auditing and Finance, 32/2017, pp. 241-270.

PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

LA RILEVAZIONE DELLE PASSIVITÀ POTENZIALI: CONFRONTO TRA I PRINCIPI IAS/IFRS E LA DISCIPLINA CONTABILE NAZIONALE

di MONICA MILITELLO

1. Le passività finanziarie.

1.1. Disciplina IAS/IFRS e OIC a confronto: tratti generali.

I principi contabili IAS/IFRS e OIC che contengono la definizione di debito sono rispettivamente lo IAS 32 e l'OIC 19.

Lo IAS 32 definisce un debito (e, più precisamente, una passività finanziaria) come un'obbligazione contrattuale a trasferire a terzi disponibilità liquide (o un'altra attività finanziaria) o a scambiare strumenti finanziari con un'altra entità a condizioni potenzialmente sfavorevoli⁽¹⁾. L'OIC 19 definisce i debiti come *“passività di natura determinata ed esistenza certa, che rappresentano obbligazioni a pagare ammontari fissi o determinabili di disponibilità liquide, o di beni / servizi aventi un valore equivalente, di solito ad una data stabilita. Tali obbligazioni sono nei confronti di finanziatori, fornitori e altri soggetti”*⁽²⁾.

Le definizioni sopra riportate hanno un elemento in comune, in quanto entrambe fanno perno sul concetto di obbligazione a trasferire a terzi disponibilità liquide o altre risorse di valore equivalente. Tuttavia, ad una analisi più approfondita dei due principi contabili, le differenze tra gli stessi sono rilevanti. Infatti:

— secondo lo IAS 32, una passività finanziaria sussiste non solo quando il rimborso dello strumento è certo nell'*an*, ma anche quando esso è incerto e condizionato all'esercizio di un'opzione *put* da parte del titolare dello stru-

⁽¹⁾ Cfr. IAS 32, § 11.

⁽²⁾ Cfr. OIC 19, § 4.

mento, cioè quando lo strumento è “puttable”⁽³⁾. Si noti che la classificazione come passività finanziaria e la valutazione della stessa non dipendono dalle probabilità di esercizio dell’opzione *put*, sicché uno strumento *puttable* con *fair value* iniziale pari a € 100 deve essere iscritto come passività finanziaria di € 100 anche se la probabilità di esercizio della *put* è bassa. Analogamente, lo IAS 32, al § 25, prevede che un’obbligazione di pagamento configuri una passività finanziaria anche se il pagamento è condizionato a eventi futuri incerti, che sono fuori dal controllo sia dell’emittente, sia del titolare dello strumento (si pensi, ad esempio, a uno strumento che può essere chiesto a rimborso in caso di sfioramento di specifici parametri economico/finanziari o ad una azione emessa che deve essere rimborsata al variare della tassazione dei dividendi erogati). Si tratta delle cosiddette “*contingent settlement provisions*”.

In entrambi i casi citati (strumento *puttable* e con rimborso soggetto a condizioni “esogene”), l’emittente non ha il diritto incondizionato di evitare la consegna di risorse finanziarie e ciò viene considerato dallo IAS 32 come elemento sufficiente per ritenere configurabile una passività finanziaria⁽⁴⁾.

Giova osservare che la disciplina sopra esposta è rimasta invariata nell’Exposure Draft pubblicata a novembre 2023, contenente alcune proposte di modifica dello IAS 32, elaborate nell’ambito del progetto “*Financial Instruments with Characteristics of Equity*”. In tale contesto lo IASB ha inteso chiarire, tra le altre cose, i criteri di valutazione delle passività caratterizzate da “*contingent settlement provisions*”, precisando che, analogamente a quanto avviene per gli strumenti *puttable*, la passività finanziaria deve essere iscritta in misura pari al valore attuale del pagamento condizionato, i.e. indipendentemente dalla probabilità di realizzazione della condizione⁽⁵⁾;

— l’OIC 19 definisce come debiti solamente le passività “*di esistenza*

(3) Cfr. IAS 32, § 18 (a) (“*a preference share that provides for mandatory redemption by the issuer for a fixed or determinable amount at a fixed or determinable future date, or gives the holder the right to require the issuer to redeem the instrument at or after a particular date for a fixed or determinable amount, is a financial liability*”, sottolineatura aggiunta); § 18 (b) (“*a financial instrument that gives the holder the right to put it back to the issuer for cash or another financial asset (a ‘puttable instrument’) is a financial liability, except for those instruments classified as equity instruments in accordance with paragraphs 16A and 16B or paragraphs 16C and 16D*”, sottolineatura aggiunta); § 23 (“*With the exception of the circumstances described in paragraphs 16A and 16B or paragraphs 16C and 16D, a contract that contains an obligation for an entity to purchase its own equity instruments for cash or another financial asset gives rise to a financial liability for the present value of the redemption amount (for example, for the present value of the forward repurchase price, option exercise price or other redemption amount) [...] An entity’s contractual obligation to purchase its own equity instruments gives rise to a financial liability for the present value of the redemption amount even if the obligation to purchase is conditional on the counterparty exercising a right to redeem (eg a written put option that gives the counterparty the right to sell an entity’s own equity instruments to the entity for a fixed price)*”, sottolineatura aggiunta).

(4) Cfr. IAS 32, § 19: “*If an entity does not have an unconditional right to avoid delivering cash or another financial asset to settle a contractual obligation, the obligation meets the definition of a financial liability, except for those instruments classified as equity instruments in accordance with paragraphs 16A and 16B or paragraphs 16C and 16D*”.

(5) Cfr. ED/2023/5, § 23A.

certa”, con ciò dovendosi escludere che strumenti quali quelli sopra descritti possano essere classificati tra i debiti in un bilancio redatto secondo gli OIC.

Gli esempi di seguito illustrati aiutano a chiarire meglio le differenze tra i due set di principi contabili.

1.2. Casi pratici.

Strumenti finanziari “puttable”

Al 31.12.202X la società Y emette strumenti finanziari per € 1.000, privi di scadenza e rimborsabili su richiesta del titolare (c.d. “*puttable*”) a un prezzo pari al valore di sottoscrizione iniziale, maggiorato di una remunerazione finanziaria ⁽⁶⁾. Il rimborso può essere richiesto a partire dall’1.1.202X+6. Tali strumenti, pur attribuendo diritti tipici delle azioni (quali la partecipazione ai risultati della società emittente a seguito di delibera dell’assemblea ordinaria e al patrimonio netto in sede di liquidazione), godono di diritti privilegiati che li distinguono dalle azioni ordinarie, come la priorità rispetto a queste ultime nella partecipazione al residuo netto di liquidazione.

Il trattamento contabile degli strumenti in parola in un bilancio IAS/IFRS e in un bilancio OIC è il seguente.

Bilancio IAS/IFRS

Gli strumenti finanziari hanno natura ibrida in quanto sono configurabili due componenti, una avente natura di “debito”, l’altra avente natura di “*equity*”. Più precisamente:

i) la componente relativa al rimborso, condizionato all’esercizio dell’opzione *put*, ha natura di passività finanziaria;

ii) la componente relativa ai dividendi discrezionali ha natura di *equity*.

Ai sensi del § 31 dello IAS 32, la componente *sub i*) deve essere stimata con priorità e la componente *sub ii*) deve essere determinata in via residuale come differenza tra il *fair value* dello strumento nel suo complesso e la componente *sub i*). Nel caso di specie si assume che:

— il *fair value* dello strumento nel suo complesso sia pari a € 1.000 (i.e. il prezzo di sottoscrizione)

— il valore della componente *sub i*) (passività finanziaria) sia pari a € 900 e

— il valore della componente *sub ii*) (*equity*) sia pari a 100 (1.000-900).

Le scritture contabili sono dunque le seguenti ⁽⁷⁾:

⁽⁶⁾ Posto che, come di seguito indicato, gli strumenti attribuiscono anche il diritto al dividendo, la remunerazione è calcolata a un tasso più basso rispetto a quello prevalente sul mercato per titoli di debito *puttable* di emittenti con profilo di rischio simile.

⁽⁷⁾ Si precisa che, secondo lo IAS 32, gli strumenti *puttable*, al verificarsi di specifiche condizioni, devono essere classificati nell’ambito del patrimonio netto e non tra i debiti (cfr. §§

31.12.202X – Emissione di strumento finanziario puttable (principi IAS/IFRS)

Banca c/c	a	1.000
	Passività finanziarie	900
	Riserva di Patrimonio netto	100

Bilancio OIC

Poiché l'emittente ha un obbligo di rimborso che non è certo nell'*an*, bensì condizionato all'esercizio della *put*, gli strumenti finanziari non rappresentano "*passività [...] di esistenza certa*" e dunque non rispondono alla definizione di debiti prevista dall'OIC 19.

Inoltre, non sembrano esservi le condizioni per rappresentare gli strumenti in parola tra i "fondi per rischi e oneri", i quali sono definiti dall'OIC 31 come "*passività di natura determinata, certe o probabili, con data di sopravvenienza o ammontare indeterminati*"⁽⁸⁾. Infatti, in primo luogo, si osserva come i "fondi per rischi e oneri" rappresentino passività potenziali relative a esborsi che tipicamente hanno natura di costi di esercizio (cfr. cause in corso, manutenzione ciclica ecc.) e non di flussi di cassa di uno strumento finanziario. In secondo luogo, anche ammettendo, in principio, la rilevazione di un debito finanziario "potenziale" tra i fondi per rischi e oneri, l'iscrizione del fondo dovrebbe avvenire qualora l'esborso fosse considerato probabile, ad esempio in caso di valore di mercato dello strumento finanziario più basso del prezzo di esercizio della *put*. Ciò significa che se la *put* implicita nello strumento non è "*in the money*" alla data di emissione, non sussistono i presupposti per la rilevazione del fondo a tale data. Inoltre, ipotizzando che il titolare dello strumento abbia un comportamento razionale (cioè eserciti l'opzione proprio quando ciò risulta probabile in base a un calcolo di convenienza economica), l'iscrizione del fondo tenderebbe a coincidere, temporalmente, con quella del debito.

In aggiunta, si osserva che l'OIC 32 in tema di derivati non sembra consentire l'iscrizione, tra i fondi per rischi e oneri, della *put* come derivato implicito, dal momento che il principio contabile in parola esclude espressamente dal suo ambito di applicazione i contratti derivati aventi ad oggetto le azioni proprie della società⁽⁹⁾.

In sintesi, quindi, è ragionevole ritenere che, in un bilancio italiano, gli strumenti descritti debbano essere rappresentati nel patrimonio netto, secondo la scrittura di seguito esposta.

16A-16B). Tali condizioni peraltro non risultano soddisfatte nell'esempio riportato, dal momento che gli strumenti hanno diritti privilegiati rispetto alle azioni ordinarie e dunque non appartengono alla "*class of instruments that is subordinate to all other classes of instruments*".

⁽⁸⁾ Cfr. OIC 31, § 4.

⁽⁹⁾ Nel caso di specie si tratterebbe non propriamente di azioni proprie ma di strumenti finanziari assimilabili alle azioni, salvo che, per l'appunto, per l'opzione *put* implicita.

31.12.202X – *Emissione di strumento finanziario puttable (principi OIC)*

Banca c/c	a	Riserva di Patrimonio netto	1.000
-----------	---	-----------------------------	-------

Strumenti finanziari soggetti a rimborso anticipato in caso di breach di covenant ESG

Si considerino ora altri strumenti finanziari, simili a quelli sopra descritti, con l'unica differenza che essi prevedono, in capo all'emittente, l'obbligo di rimborso anticipato in caso di violazione di covenant ESG, ad esempio a seguito di mancata riduzione delle emissioni di CO₂ al di sotto di specifiche soglie entro una scadenza predefinita, che si assume coincidente con l'1.1.202X+6. Si tratta, anche in tal caso, di strumenti finanziari aventi natura ibrida in quanto dotati di una componente di "debito", rappresentata dal potenziale rimborso in caso di *breach* del covenant ESG, e di una componente di "equity", rappresentata dal diritto a percepire dividendi discrezionali. Si ritiene che le clausole che prevedono il rimborso anticipato in caso di violazione di covenant ESG possano assumere crescente importanza e diffusione nel contesto attuale, dal momento che la definizione di strategie imperniate sulla sostenibilità, oltre ad avere positivi impatti reputazionali, consente di incrementare le possibilità di accesso ai mercati dei capitali. Ciò, per lo meno in ambito europeo, dove il *framework* normativo impone agli enti finanziari rilevanti obblighi di informativa con riguardo alle modalità con cui gli obiettivi ESG vengono integrati nelle decisioni di investimento e nella consulenza in materia di investimenti. Pertanto, uno strumento finanziario quale quello sopra descritto potrebbe essere di interesse, ad esempio, per un fondo di *private equity* che ambisca ad avere in portafoglio una quota rilevante di investimenti sostenibili ai sensi dell'art. 9 del SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*).

Bilancio IAS/IFRS

Ai sensi del § 25 dello IAS 32 in precedenza richiamato, l'elemento discriminante per classificare gli strumenti in parola come debito o *equity* è se gli eventi a cui è condizionato il rimborso anticipato siano al di fuori del controllo dell'emittente e del titolare dello strumento. Mentre è chiaro, generalmente, che il titolare dello strumento non ha nessun tipo di influenza sul verificarsi o meno degli eventi citati, la valutazione se tali eventi siano o meno al di fuori del controllo dell'emittente non è semplice, nonostante l'apparenza. Infatti, sebbene condizioni quali la riduzione delle emissioni di CO₂ possano sembrare sotto il controllo dell'emittente in quanto è proprio quest'ultimo ad assumere le decisioni strategiche e operative necessarie per abbattere i livelli di emissioni, vi sono anche elementi esogeni che possono condizionare il raggiungimento dell'obiettivo. Si pensi ad esempio a una società italiana che genera una quota rilevante di ricavi in USA. È evidente che eventuali

interventi normativi del Governo americano improntati a una deregolamentazione sui temi ESG potrebbero rendere non competitiva, in tale mercato, l'adozione di processi produttivi sostenibili sul piano ambientale, sicché l'emittente, per effetto di eventi esterni non controllabili (il cambiamento nel *framework* normativo) potrebbe considerare economicamente più conveniente il *breach* del covenant ESG e il conseguente rimborso dello strumento.

Analoghe considerazioni valgono per le clausole che prevedono pagamenti condizionati al raggiungimento di specifici parametri economico-finanziari dell'emittente (quali il fatturato, il risultato netto e il rapporto debito/equity). Questa fattispecie è espressamente disciplinata dal § 25 dello IAS 32, a norma del quale il raggiungimento o meno dei suddetti parametri deve considerarsi come un evento al di fuori del controllo di entrambe le parti, l'emittente e il possessore dello strumento. E ciò per il fatto che, sebbene l'emittente possa certamente incidere sul proprio andamento economico-finanziario, esso non è totalmente sotto il suo controllo e, dunque, deve considerarsi alla stregua di un evento non controllato.

Considerata l'analogia tra le due tipologie di clausole sopra descritte, appare ragionevole ritenere che, analogamente a quanto previsto dallo IAS 32 per le condizioni ancorate a parametri economico-finanziari dell'entità, anche il raggiungimento degli obiettivi ESG debba considerarsi alla stregua di un evento non controllato e che, di conseguenza, gli strumenti finanziari in parola debbano essere classificati come debito nel bilancio IAS/IFRS dell'emittente ⁽¹⁰⁾.

31.12.202X – *Emissione di strumento finanziario con obbligo di rimborso anticipato in caso di breach di covenant ESG (principi IAS/IFRS)*

Banca c/c	a		1.000
		Passività finanziarie	900
		Riserva di Patrimonio netto	100

Bilancio OIC

Nel bilancio OIC, gli strumenti finanziari devono essere classificati come *equity*, non essendovi alcuna certezza *ex ante* con riguardo all'obbligo di rimborso anticipato. Si rinvia al riguardo alle considerazioni sopra svolte per la rappresentazione contabile degli strumenti *puttable* nel bilancio OIC, applicabili per analogia anche agli strumenti in esame.

31.12.202X – *Emissione di strumento finanziario con obbligo di rimborso anticipato in caso di breach di covenant ESG (principi OIC)*

Banca c/c	a	Riserva di Patrimonio netto	1.000
-----------	---	-----------------------------	-------

⁽¹⁰⁾ Anche nel seguente caso pratico valgono le considerazioni sopra esposte circa la natura ibrida dello strumento (in parte debito, in parte equity).

2. I benefici ai dipendenti.

2.1. Disciplina IAS/IFRS e OIC a confronto.

In ambito IAS/IFRS, i principi contabili che disciplinano i benefici ai dipendenti sono lo IAS 19 e l'IFRS 2, i quali trattano, rispettivamente, dei compensi spettanti ai dipendenti e dei pagamenti basati su azioni (c.d. “*share-based payment transactions*”), quali le *stock options*. Si tratta di due tipologie di benefici caratterizzate da incertezza nell'*an* e nel *quantum*, dal momento che, in entrambi i casi, il beneficio matura a titolo definitivo solo quando specifiche condizioni vengono soddisfatte (ad esempio, la permanenza in servizio per un certo periodo di tempo e il raggiungimento, entro una data predefinita, di specifici obiettivi di *performance*, aziendali e personali).

In ambito nazionale, invece, non vi è una disciplina organica dei benefici ai dipendenti e ciò può determinare differenze, anche rilevanti, nella rappresentazione contabile di una medesima transazione, nei bilanci IAS/IFRS e nei bilanci redatti secondo gli OIC. È importante segnalare che il tema della rappresentazione contabile dei piani di *stock option*, i quali sono normalmente emessi da società con azioni quotate, può porsi anche nella prospettiva di un soggetto OIC *adopter*, dal momento che le società quotate sul segmento Euronext Growth Milan hanno facoltà di redigere il bilancio secondo i principi OIC (in alternativa agli IAS/IFRS e agli US GAAP).

Si considerino gli esempi di seguito illustrati.

2.2. Casi pratici.

Stock option

La società Y emette un piano di *stock option* in base al quale il 1° gennaio 202X vengono assegnate complessivamente n. 1.000 opzioni su azioni di Y a 10 dirigenti, da esercitarsi nel corso del mese di gennaio del 202X+2. I dipendenti acquisiscono il diritto a esercitare le opzioni se:

- i) essi rimangono in servizio fino al 31.12.202X+1;
- ii) il risultato operativo di Y negli esercizi 202X e 202X+1 è almeno pari a quello previsto dal piano industriale per i corrispondenti anni; e
- iii) la quota di emissioni inquinanti è pari o inferiore a quella pianificata.

Il valore delle opzioni è stimato complessivamente in € 2 milioni.

Bilancio IAS/IFRS

Secondo l'IFRS 2, il piano di *stock options* ricade nella categoria delle “*equity-settled share-based payment transactions*”. Y deve rilevare (i) un costo di esercizio pari al *fair value* del beneficio, ripartito lungo il periodo di maturazione dello stesso, pari a 2 anni (c.d. “*vesting period*”) e, in contropartita, (ii) un incremento di patrimonio netto.

Assumendo che, al 31.12.202X, le condizioni di performance per l'anno 202X si siano realizzate e che la società Y stimi che tutte le altre condizioni di maturazione saranno soddisfatte e che tutti i dirigenti rimangano in servizio fino al 31.12.202X+1, le scritture contabili al 31.12.202X sono le seguenti:

31.12.202X – Rilevazione piano di stock option (principi IAS/IFRS) (€/000)			
Costo del personale	a	Riserva di Patrimonio netto	1.000

Bilancio OIC

Come sopra segnalato, in ambito italiano vi è un vuoto normativo con riguardo ai criteri di contabilizzazione delle *stock options*. Infatti:

i) l'OIC 32, come sopra accennato, esclude espressamente dal suo ambito di applicazione i derivati su azioni proprie, quali sono, appunto, le *stock options*;

ii) l'OIC 28, dedicato al patrimonio netto, non contiene indicazioni con riguardo alla rappresentazione contabile delle opzioni su azioni proprie e, inoltre, tratta solamente delle “operazioni tra società e soci in qualità di soci”⁽¹¹⁾, con ciò escludendo le operazioni basate su azioni effettuate tra la società e altri soggetti che agiscono in veste, ad esempio, di dipendenti.

Il redattore del bilancio è dunque tenuto ad applicare le indicazioni previste dall'OIC 11 per i casi in cui i principi OIC non prevedano una disciplina per fatti aziendali specifici. Secondo tali indicazioni, il trattamento contabile della fattispecie non disciplinata deve essere sviluppato facendo riferimento alle seguenti fonti, in ordine gerarchicamente decrescente:

i) in via analogica, le disposizioni di principi OIC che trattano casi simili;

ii) le finalità e i postulati del bilancio.

In tale processo, il redattore del bilancio può scegliere di applicare un principio IAS/IFRS a condizione che esso risulti conforme ai postulati dell'OIC 11 e non vi siano altri OIC applicabili in via analogica⁽¹²⁾.

Considerata l'assenza, nei principi OIC, di indicazioni normative applicabili in via analogica al caso delle *stock option*, le opzioni teoricamente percorribili sono due:

i) le *stock option* si rilevano solo alla data di esercizio delle opzioni, quando cioè la società incassa il prezzo di esercizio e aumenta in contropartita il capitale;

ii) le *stock option* si rilevano come costo (e corrispondente aumento di patrimonio netto) fin dal momento della loro assegnazione ai dipendenti, in coerenza con l'IFRS 2.

Ad avviso di chi scrive, l'opzione preferibile è la seconda. In tal modo, la

⁽¹¹⁾ Cfr. OIC 28, § 1.

⁽¹²⁾ Cfr. OIC 11, Motivazioni alla base delle decisioni assunte, § 7.

rappresentazione contabile consente di cogliere la sostanza economica dell'operazione, i.e. l'acquisto di risorse produttive (il lavoro del personale cui sono destinate le opzioni) remunerato con strumenti di patrimonio netto ed è dunque coerente con il principio della rappresentazione sostanziale a cui l'OIC 11 chiede di rivolgere particolare attenzione nei casi di fattispecie non disciplinate⁽¹³⁾. La percorribilità di tale soluzione trova inoltre conferma nella Relazione Illustrativa della Legge di Bilancio 2025, in cui il Legislatore ha ritenuto di estendere le implicazioni fiscali dell'IFRS 2 anche ai soggetti OIC *adopter*, proprio in considerazione della facoltà, concessa a tali soggetti dall'OIC 11, di applicare in via analogica gli IAS/IFRS in caso di vuoto normativo⁽¹⁴⁾. In tale ipotesi, le scritture contabili coincidono con quelle sopra riportate per il bilancio IAS/IFRS.

31.12.202X – Rilevazione piano di stock option (principi OIC) (€/000)

Costo del personale	a	Riserva di Patrimonio netto	1.000
---------------------	---	-----------------------------	-------

Bonus pluriennali ai dipendenti

La società Y prevede un sistema incentivante per i dirigenti, basato sul pagamento di *bonus* variabili al raggiungimento di specifici obiettivi di *performance*. Più precisamente, il sistema prevede che, se l'azienda raggiunge, in ciascun esercizio, specifici livelli minimi di risultato, il dirigente maturi un *bonus* (di importo variabile in funzione dei risultati effettivamente raggiunti) che viene erogato al termine dell'anno successivo, a condizione che il dirigente sia ancora in servizio a tale data. In sintesi, quindi si osservano due periodi rilevanti:

i) periodo di svolgimento della prestazione e di calcolo del bonus: è l'esercizio in cui il dirigente presta la sua attività lavorativa e in cui si generano le *performance* che sono assunte a riferimento per la quantificazione dell'importo del *bonus*;

ii) periodo complessivo di maturazione del bonus: è il periodo biennale costituito dall'esercizio sub i) e dall'esercizio successivo in cui il dirigente deve rimanere in servizio per acquisire il diritto al *bonus* in via definitiva.

Si ipotizzi che, in funzione dei risultati consuntivi dell'esercizio 202X, il *bonus* relativo a tale anno sia pari a € 2 milioni. Esso sarà pagato l'1.1.202X+2 se il dirigente sarà ancora in servizio a tale data. La rappresentazione contabile del *bonus* al 31.12.202X in un bilancio IAS/IFRS e in un bilancio OIC è la seguente.

⁽¹³⁾ Cfr. OIC 11, Motivazioni alla base delle decisioni assunte, § 5, lett. (c).

⁽¹⁴⁾ Nel commento all'art. 114, la Relazione Illustrativa alla Legge 207/2024 riferisce che "la modifica del regime si applica anche per i soggetti che adottano in bilancio i principi contabili nazionali (OIC) e rappresentano le operazioni in esame con le regole contenute nell'IFRS 2, in considerazione delle previsioni di cui all'OIC 11".

Bilancio IAS/IFRS

Ai sensi dello IAS 19, il *bonus* configura un “*other long-term employee benefit*” e deve essere rilevato gradualmente lungo l'intero periodo di maturazione (2 anni) ⁽¹⁵⁾. Alla data di predisposizione del bilancio dell'esercizio 202X, è possibile calcolare in modo accurato l'importo del *bonus*, essendo noto il risultato di tale esercizio. Assumendo che la società stimi che tutti i dirigenti rimangano in servizio fino all'1.1.202X+2, le scritture contabili al 31.12.202X sono le seguenti.

31.12.202X – Rilevazione *bonus pluriennali ai dipendenti (principi IAS/IFRS) (€/000)*

Costo del personale	a	Passività verso il personale	1.000
---------------------	---	------------------------------	-------

Bilancio OIC

Nel bilancio 202X, l'obbligazione di pagamento non è certa nell'*an e*, dunque, il *bonus* non dà origine a un debito ai sensi dell'OIC 19, bensì a un fondo rischi ai sensi dell'OIC 31.

Il tema contabile che si pone è quello della competenza economica dell'accantonamento al fondo in parola, questione, questa, sulla quale i principi contabili italiani offrono limitate indicazioni.

In particolare:

— l'OIC 31 prevede che “*l'accantonamento a fondo rappresenta la contropartita economica (onere o perdita) correlata alla rilevazione patrimoniale, di competenza dell'esercizio, nei fondi per rischi e oneri*” ⁽¹⁶⁾ (sottolineatura aggiunta);

— l'OIC 11 si limita ad affermare che il “*postulato della competenza richiede che i costi devono essere correlati ai ricavi dell'esercizio. Un esempio di correlazione tra costi e ricavi negli OIC riguarda la rilevazione di risconti. Ai sensi dell'OIC 18 “Ratei e risconti” l'iscrizione di risconti attivi comporta la rettifica di costi iscritti al conto economico, al fine di correlarli a ricavi di competenza di esercizi futuri*” ⁽¹⁷⁾ (sottolineatura aggiunta).

In sintesi, quindi, gli OIC prevedono che applicare il principio di competenza economica significhi correlare i costi con i ricavi dell'esercizio, ma non forniscono linee guida o esempi che chiariscano, anche in termini operativi, le logiche da assumere alla base di tale correlazione.

Nel caso di specie, stante l'assenza di previsioni normative di dettaglio, non è agevole definire quale sia la competenza economica dell'accantonamento. In linea di principio, vi sono due alternative:

i) l'accantonamento relativo al *bonus* deve essere rilevato interamente al 31.12 dell'esercizio 202X, nel presupposto che, in tale esercizio, i dirigenti

⁽¹⁵⁾ Cfr. IAS 19, §§ 70 e ss. e § 155.

⁽¹⁶⁾ Cfr. OIC 31, § 8.

⁽¹⁷⁾ Cfr. OIC 11, § 32.

rendono i servizi lavorativi cui il *bonus* è correlato e quest'ultimo si consolida nell'aspetto quantitativo;

ii) l'accantonamento relativo al *bonus* deve essere rilevato gradualmente su due anni, i.e. il periodo complessivo di maturazione del *bonus* stesso, in analogia con quanto previsto dallo IAS 19.

Le possibili scritture contabili al 31.12.202X sono dunque le seguenti:

31.12.202X – Rilevazione bonus pluriennali ai dipendenti (principi OIC - Opzione 1) (€/000)

Costo del personale	a	Passività verso il personale	2.000
---------------------	---	------------------------------	-------

31.12.202X – Rilevazione bonus pluriennali ai dipendenti (principi OIC - Opzione 2) (€/000)

Costo del personale	a	Passività verso il personale	1.000
---------------------	---	------------------------------	-------

3. I fondi per rischi e oneri.

3.1. Disciplina IAS/IFRS e OIC a confronto.

I principi contabili IAS/IFRS e OIC che disciplinano i fondi per rischi e oneri sono, rispettivamente, lo IAS 37 e l'OIC 31.

Lo IAS 37 prevede che un fondo deve essere rilevato quando sono soddisfatte le seguenti condizioni:

a) un'entità ha un'obbligazione in corso (legale o implicita) quale risultato di un evento passato;

b) è probabile che sarà necessario l'impiego di risorse atte a produrre benefici economici per adempiere l'obbligazione; e

c) può essere effettuata una stima attendibile dell'ammontare dell'obbligazione⁽¹⁸⁾.

L'OIC 31 definisce un fondo come "passività di natura determinata, certe o probabili, con data di sopravvenienza o ammontare indeterminati"⁽¹⁹⁾.

Ciò posto, un tema contabile di attualità è se gli impegni che sempre più spesso le imprese assumono pubblicamente per limitare gli impatti delle loro emissioni inquinanti diano origine o meno a fondi rischi e oneri in un bilancio redatto secondo i principi IAS e OIC. Il tema è stato di recente analizzato

⁽¹⁸⁾ Cfr. IAS 37, § 14.

⁽¹⁹⁾ Cfr. OIC 31, § 4. Nello specifico, i fondi per rischi "rappresentano passività di natura determinata ed esistenza probabile, i cui valori sono stimati. Si tratta, quindi, di passività potenziali connesse a situazioni già esistenti alla data di bilancio, ma caratterizzate da uno stato d'incertezza il cui esito dipende dal verificarsi o meno di uno o più eventi in futuro". I fondi per oneri sono definiti come "passività di natura determinata ed esistenza certa, stimate nell'importo e nella data di sopravvenienza, connesse a obbligazioni già assunte alla data di bilancio, ma che avranno manifestazione numeraria negli esercizi successivi".

dall'IFRS *Interpretations Committee* in ambito IAS/IFRS⁽²⁰⁾, mentre non è ancora stato oggetto di approfondimento in ambito OIC. Si consideri il seguente esempio.

3.2. Casi pratici.

Impegni di natura ambientale comunicati al pubblico

Nel corso dell'esercizio 202X, la società Y ha assunto pubblicamente l'impegno a ridurre gradualmente le proprie emissioni fino ad arrivare a un abbattimento del 60% entro l'esercizio 202X+9. A supporto delle proprie dichiarazioni, la società ha pubblicato un piano operativo in cui descrive le modalità con cui intende raggiungere l'obiettivo dichiarato; il piano prevede, tra l'altro, l'acquisto di nuovi impianti a ridotto impatto ambientale. Il management stima che la società continuerà ad essere profittevole anche a seguito della riconversione delle modalità produttive.

In aggiunta, la società Y ha assunto anche l'impegno a compensare integralmente, attraverso l'acquisto e l'utilizzo di crediti di carbonio, le emissioni residue che avranno luogo dal 202X+9 in avanti.

Il tema che si pone è dunque se l'impresa debba rilevare un fondo in relazione all'impegno, assunto nel 202X:

- ad effettuare investimenti "green" fino al 202X+9;
- a compensare le emissioni residue al 202X+9 attraverso l'acquisto e l'utilizzo di crediti di carbonio.

Bilancio IAS/IFRS

In termini generali, lo IAS 37 non consente la rilevazione di un fondo per investimenti futuri, anche se la società ha assunto un'obbligazione in tal senso. Ciò in quanto, di norma:

i) gli investimenti futuri configurano *executory contracts* (contratti a prestazioni corrispettive non ancora eseguiti) non onerosi, e, come tali, genereranno, in futuro, benefici economici almeno pari al costo iniziale; pertanto, non è configurabile alcuna fuoriuscita di risorse in termini netti, condizione, questa, necessaria per iscrivere un fondo;

ii) gli investimenti futuri, nonché l'acquisto di crediti di carbonio, sono costi necessari per operare in futuro che dipendono dalle "*entity's future actions*", sicché manca il requisito dell'evento passato che genera l'obbligazione attuale⁽²¹⁾; l'"evento passato" sarà configurabile quando l'impresa effettuerà gli investimenti e si verificheranno le emissioni da compensare con i crediti di carbonio.

Pertanto, come chiarito nel 2024 dall'IFRS *Interpretations Committee*,

⁽²⁰⁾ Cfr. *Climate-related Commitments*, Addendum all'IFRIC Update di marzo 2024.

⁽²¹⁾ Cfr. IAS 37, §§ 18 e 19.

l'impresa, anche ove assumesse un'obbligazione implicita, cioè fosse in grado di creare nei terzi la valida aspettativa che gli impegni ambientali saranno onorati nei tempi prospettati, non potrebbe rilevare alcun fondo, né in relazione agli investimenti futuri, né in relazione alla compensazione delle emissioni future.

Va osservato che l'Exposure Draft "*Provisions - Targeted Improvements*" pubblicata a novembre 2024, pur modificando alcuni passaggi dello IAS 37, conferma sostanzialmente l'impostazione di cui sopra⁽²²⁾.

Rimane il fatto che la società Y dovrà valutare gli impatti sul bilancio derivanti dalla riduzione della vita utile dei vecchi impianti, sia in termini di maggiori quote di ammortamento, sia in termini di eventuale *impairment*.

Bilancio OIC

L'OIC 31 non contiene una previsione analoga a quella dello IAS 37 sopra riportata, secondo la quale gli investimenti futuri e, più in generale, i costi relativi all'operatività futura non danno origine a fondi per rischi e oneri.

Si potrebbe dunque ritenere, in prima approssimazione, che la rilevazione di un fondo nel caso di specie sia per lo meno ammissibile secondo l'OIC 31, anche tenuto conto del principio di prudenza che permea il bilancio italiano e che, nel caso di specie, potrebbe condurre a rilevare anticipatamente, sotto forma, appunto, di accantonamenti, gli oneri connessi ai futuri investimenti e all'acquisto di crediti di carbonio.

Nondimeno, all'interno dei principi OIC è possibile individuare alcuni riferimenti utili per risolvere il dubbio interpretativo in esame.

Con riguardo agli impegni per investimenti futuri si osserva che l'esempio, contenuto nell'OIC 31, relativo al fondo manutenzione ciclica, precisa che tale fondo "*non intende coprire costi per apportare migliorie, modifiche, ristrutturazioni o rinnovamenti che si concretizzino in un incremento significativo e tangibile di capacità o di produttività o di sicurezza dell'impianto, da rilevarsi come immobilizzazioni materiali, per i quali si rimanda all'OIC16 "Immobilizzazioni materiali"*"⁽²³⁾. Il passaggio riportato chiarisce che un fondo ex OIC 31 non può accogliere anticipatamente i costi relativi a investimenti futuri, in quanto tali costi devono essere iscritti solo al momento dell'acquisto dell'immobilizzazione e non prima, anche se la società si è implicitamente obbligata in tal senso⁽²⁴⁾. Si tratta di un chiarimento di

⁽²²⁾ Cfr. in particolare *Illustrative Examples, Example n. 15 - Climate-related commitments*.

⁽²³⁾ Esempi relativi alle principali tipologie di fondi per rischi e oneri, § 24.

⁽²⁴⁾ Milita in tal senso anche il fatto che, ove fosse rilevato un fondo per investimenti futuri, il conto economico risulterebbe gravato dagli accantonamenti nel periodo che precede l'investimento, ma non anche dagli ammortamenti nel periodo di utilizzo dei beni, i quali sarebbero compensati, direttamente in conto, dal rilascio del fondo. Pertanto, tale rappresentazione sarebbe poco trasparente con riguardo alla dinamica degli ammortamenti dell'impresa nel periodo di utilizzo dei cespiti.

rilievo che, tuttavia, è inserito all'interno degli esempi illustrativi i quali "non sono parte integrante del principio" ⁽²⁵⁾.

Con riguardo agli impegni all'acquisto di crediti di carbonio finalizzati a compensare le emissioni future, il principio di correlazione costi-ricavi induce a ritenere che i costi relativi ai crediti siano di competenza non già dell'esercizio in corso, bensì dell'esercizio in cui si generano le emissioni inquinanti e si realizzano i relativi ricavi. Del resto, nei due esempi di fondi ambientali prospettati dal principio contabile (fondo per oneri di smantellamento e ripristino e fondi per recupero ambientale), non è sufficiente, ai fini dell'iscrizione del fondo, l'impegno della società al sostenimento di oneri in futuro, bensì è necessario che si sia verificato l'evento specifico che fa sorgere l'obbligazione (nel caso del fondo di smantellamento e ripristino, l'acquisto del cespite che genera gli oneri di smantellamento/ripristino e, nel caso del fondo di recupero ambientale, i danni ambientali provocati dall'impresa). Pertanto, per analogia, è ragionevole ritenere che l'iscrizione di un fondo per l'acquisto di crediti di carbonio presupponga non solo l'impegno della società in tal senso, ma anche l'effettivo realizzarsi delle emissioni.

In conclusione, quindi, la soluzione più corretta, anche secondo i principi OIC, appare essere ad avviso di chi scrive quella di non rilevare un fondo al 31.12.202X a fronte degli impegni ambientali della società, in analogia con quanto sopra descritto con riguardo allo IAS 37.

4. Conclusioni.

Gli esempi illustrati portano a conclusioni differenziate con riguardo alla rappresentazione contabile delle passività potenziali nei bilanci IAS/IFRS e OIC. In particolare:

i) nell'area delle passività finanziarie, paiono esservi rilevanti differenze tra i due *corpus* di principi contabili e ciò può condurre a rappresentare un medesimo strumento finanziario come debito in un bilancio IAS/IFRS e come *equity* in un bilancio OIC;

ii) nell'area dei benefici ai dipendenti, i principi OIC, a differenza dei principi IAS/IFRS, sono privi di una disciplina organica, il che lascia spazio, nei bilanci italiani, a maggiore flessibilità e a soluzioni applicative non necessariamente coincidenti con quelle previste dai principi IAS/IFRS. Si ricorda, al riguardo, che l'OIC 11 prevede che, in caso di vuoto normativo, il redattore del bilancio abbia solo la facoltà (non l'obbligo) di applicare i principi IAS/IFRS (tra l'altro a condizione che non vi siano altri OIC applicabili in via analogica e che il principio IFRS selezionato sia coerente con i postulati dell'OIC 11);

iii) nell'area dei fondi per rischi e oneri, possono presentarsi casi di

⁽²⁵⁾ Cfr. OIC 31, p. 21.

dubbio interpretativo legati, nel caso dello IAS 37, alla complessità della disciplina e, nel caso dell'OIC 31, alla mancanza, nel testo del principio, di precisazioni di rilievo e di linee guida applicative. In assenza di interventi di modifica dei principi e/o di chiarimenti interpretativi ufficiali (che al momento interessano solo i principi IAS/IFRS), possono esservi casi di trattamento contabile non omogeneo nei bilanci predisposti secondo i due *set* di principi.

Le differenze delineate sono destinate a permanere anche nel futuro prevedibile, dal momento che, allo stato attuale, non sono prefigurabili, in ambito OIC, chiarimenti interpretativi o interventi normativi che possano contribuire a limitare gli spazi di flessibilità ad oggi consentiti. Il che, al di là della convergenza o meno con i principi IAS/IFRS, sarebbe di per sé un risultato auspicabile, specialmente tenuto conto della rilevanza delle passività che presentano elementi di incertezza, siano essi relativi ad aspetti ESG o di altra natura.

LA FUSIONE INVERSA

di ALESSANDRO SAVOIA

1. Introduzione.

Nell'ambito delle operazioni di riorganizzazione societaria la fusione cosiddetta "inversa" ha trovato probabilmente più spazio nell'ambito di contributi della dottrina, che non — vuoi anche a causa di talune complicazioni di carattere fiscale — nell'esperienza pratica.

Tuttavia, meglio comprese le problematiche di carattere civilistico e contabile, nonché quelle prettamente tributarie, essa può rappresentare una valida alternativa alla fusione "diretta", tramite la quale giungere all'aggregazione di due o più società con minori impatti operativi sia a livello amministrativo, sia nei rapporti con le controparti esterne, quali clienti, fornitori, etc., del soggetto che opera sul mercato.

2. La fusione inversa nella prospettiva aziendalistica.

La dottrina aziendalistica⁽¹⁾ e la prassi contabile⁽²⁾ sono concordi nell'identificare la fusione inversa in quella particolare forma di fusione per incorporazione, nell'ambito della quale la società partecipata incorpora la società partecipante. Le ipotesi più ricorrenti nella prassi sono quelle in cui la

⁽¹⁾ Cfr. L. POTTI, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2025, p. 138 e ss.; M. CONFALONIERI, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2023, p. 398 e ss.; G. SAVIOLI, *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2020, p. 434 e ss.; M. MANCIN, *La fusione: aspetti contabili*, in M. MANCIN (a cura di), *Le operazioni straordinarie di impresa*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2020, p. 206, e ss.; E. ZANETTI, *Manuale delle operazioni straordinarie*, Eutekne, Torino, p. 680 e ss.; R. PEROTTA - L. BERTOLI, *Le operazioni straordinarie*, Giuffrè, Milano, 2015, p. 387 e ss.; F. DEZZANI, *La fusione inversa*, in *RIREA*, 9/10, 2010, p. 585 e ss.; F. DEZZANI - L. DEZZANI - R. SANTINI, *Operazioni straordinarie*, Egea, Milano, 2009, p. 342 e ss.; M. CARATTOZZOLO, *I bilanci straordinari*, Giuffrè, Milano, 2009, p. 608 e ss.; G.M. GAREGNANI, *Note in tema di rappresentazione in bilancio dei valori originati nelle operazioni di fusione inversa*, in *Riv. Dott. Com.*, 5, 2008, p. 863 e ss.; CNDC - FONDAZIONE ARISTEIA, *Aspetti contabili della fusione inversa*, documento 79, settembre 2007; R. PEROTTA, *La fusione inversa*, Giuffrè, Milano, 2007; G.M. GAREGNANI, *Fusione inversa*, Egea, Milano, 2002; G. CAPODAGLIO, *Una concentrazione aziendale «stimolante»: la fusione «inversa»*, in *RIREA*, 11/12, 2000, p. 638 e ss.

⁽²⁾ ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *OIC 4, Fusioni e scissioni*, gennaio 2007.

partecipante esercita il controllo sulla partecipata, e possono essere così sintetizzate:

a) società controllante-incorporata che detiene il 100% della società controllata-incorporante. Si tratta dell'ipotesi principale di fusione inversa, anche detta fusione "rovesciata";

b) società controllante-incorporata che detiene una partecipazione di maggioranza non totalitaria nella società controllata-incorporante;

c) società controllante-incorporata che possiede una partecipazione di controllo non maggioritario nella società controllata-incorporante, nella quale tuttavia ai sensi di quanto previsto dall'art. 2359, comma 1, n. 2, del c.c., dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria⁽³⁾.

Infine, meno frequente, ma ugualmente riconosciuto dalla dottrina⁽⁴⁾, il caso di società controllante-incorporata che possiede una partecipazione di minoranza nella partecipata-incorporante.

Le ragioni economiche per cui due società ritengono opportuno procedere ad una fusione inversa, e non già ad una classica fusione diretta, possono essere varie. A motivazioni di carattere prettamente economico, legate alla possibilità di ottenere risparmi o di evitare aggravii, si pensi al caso in cui alla società controllata fanno capo rapporti giuridici o beni la cui trasferibilità risulti onerosa, difficoltosa o impossibile⁽⁵⁾, se ne aggiungono altre legate di carattere operativo e commerciale. La controllata potrebbe infatti godere di un particolare *status* sul mercato, od ancora questa potrebbe essere la società operativa, controllata dalla partecipante *holding*. In tal caso, a ben vedere, la fusione inversa potrebbe consentire di ottenere benefici in termini di adempimenti contabili ed amministrativi, quali ad esempio le comunicazioni a clienti e fornitori, le volture di autorizzazioni e licenze, il subentro nei rapporti contrattuali e le trascrizioni ipotecarie e catastali.

In tale prospettiva questa tipologia di fusione ha trovato diffusione nell'ambito delle operazioni di acquisizione con indebitamento (c.d. *leveraged buy out*), ossia in quelle operazioni che vedono dapprima la costituzione di una società veicolo funzionale a reperire le risorse finanziarie, anche di debito, necessarie per l'acquisizione della società operativa *target*, e una volta acquisite le azioni (o le quote) di quest'ultima, la fusione tra il veicolo e la società *target*. Ciò, nell'evidente fine di riposizionare l'indebitamento contratto per

⁽³⁾ Questo caso, non trattato nei suoi aspetti pratici dall'OIC 4, è stato oggetto di approfondimento da parte di M. AGOSTINI - A. LAZZARIS, *Fusione inversa con partecipazione di controllo non di maggioranza. Implicazioni contabili ed analisi di un caso pratico*, in *Riv. Dott. Com.*, 4, 2012, p. 787 e ss.

⁽⁴⁾ In tal senso M. CARATTOZZOLO, *op. cit.*, p. 620.

⁽⁵⁾ Si veda M.S. SPOLIDORO, *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*, in *Le Società*, 3, 2000, p. 334.

l'acquisizione nell'ambito della società operativa, la quale potrà così provvedere al suo rimborso con i flussi di cassa generati dalla gestione ⁽⁶⁾.

Paiono visibili in tal caso i vantaggi e le semplificazioni offerte dalla fusione inversa, in luogo di quella diretta, afferenti alla possibilità di incorporare una società veicolo, senza storia amministrativa e contabile, il cui attivo è rappresentato generalmente dalla sola partecipazione acquistata, senza ingenerare alcuna interruzione o complicazione nella società operativa, la quale può in tal modo continuare ad operare sul mercato, intessendo relazioni e contratti con le proprie controparti, senza soluzione di continuità.

3. La disciplina giuridica della fusione inversa.

La fusione inversa non gode nell'ambito del codice civile di una specifica disciplina.

Ad essa si applicano, più in generale, le stesse disposizioni della fusione diretta, relative alla documentazione necessaria, al procedimento e quindi alla tempistica, nonché a quelle in materia di bilanci e situazioni contabili da predisporre.

In particolare, dovranno essere predisposti:

— il progetto di fusione di cui all'art. 2501-ter del c.c., con tutte le informazioni afferenti al rapporto di cambio, alla modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società incorporante, alla data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili e alla data a decorrere dalla quale le operazioni delle società che partecipano alla fusione sono imputate al bilancio della società incorporante, etc.;

— le situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione secondo quanto previsto dall'art. 2501-quater del c.c., fatta salva la possibilità di fare utilizzo al bilancio dell'ultimo esercizio, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del giorno del deposito presso la sede sociale della società, o della pubblicazione sul sito *internet* di questa, del progetto di fusione;

— la relazione dell'organo amministrativo di cui all'art. 2501-quinquies del codice civile;

— la relazione dell'esperto *ex art.* 2501-sexies del codice civile.

Nel corso del procedimento si dovranno inoltre rispettare i canonici termini di trenta giorni previsti dall'art. 2501-septies del c.c. per consentire ai soci di prendere visione del set documentale di cui sopra, e di poter partecipare in modo informato all'assemblea (art. 2502 del c.c.) della società in cui detengono la propria partecipazione al fine di approvare, o meno, l'operazione.

Allo stesso modo si dovrà attendere il decorso del termine di sessanta

⁽⁶⁾ Cfr. L. MAGNANO SAN LIO, *L'equivalenza contabile della fusione per incorporazione diretta e inversa*, in *www.federnotizie.it*, del 6 settembre 2018.

giorni di cui all'art. 2503 del c.c. prima di poter dare corso alla stipula dell'atto di fusione previsto dal successivo art. 2504.

Trovano peraltro applicazione anche alla fusione inversa le semplificazioni previste dal legislatore per consentire di dare corso all'operazione da un lato con un minor aggravio amministrativo connesso alla predisposizione dei documenti in precedenza indicati, dall'altro in un minore tempo. In tal senso, le società interessate alla riorganizzazione, con il consenso unanime dei soci, potranno dar corso all'operazione anche senza la predisposizione delle situazioni patrimoniali (art. 2501-*quater*, comma 3), della relazione dell'organo amministrativo (art. 2501-*quinques*, comma 4), e della relazione dell'esperto (art. 2501-*sexies*, comma 7), nonché evitando il decorso dei trenta giorni del deposito degli atti (art. 2501-*septies*, comma 1).

Infine, ancorché la norma sia scritta per la fusione diretta, troveranno applicazione anche alla fusione inversa le ulteriori semplificazioni previste in tema di fusione per incorporazione di società interamente possedute di cui all'art. 2505, del codice civile ⁽⁷⁾.

Alla fusione inversa, alla stregua di ogni altro tipo di fusione, si applica nondimeno il disposto dell'art. 2504-*bis*, comma 3, del c.c., in base al quale *“nel primo bilancio successivo alla fusione le attività e le passività sono iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima; se dalla fusione emerge un disavanzo, esso deve essere imputato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per la differenza e nel rispetto delle condizioni previste dal numero 6 dell'articolo 2426, ad avviamento. Quando si tratta di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, devono altresì essere allegati alla nota integrativa prospetti contabili indicanti i valori attribuiti alle attività e passività delle società che hanno partecipato alla fusione e la relazione di cui all'articolo 2501 sexies. Se dalla fusione emerge un avanzo, esso è iscritto ad apposita voce del patrimonio netto, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri”*.

Senonché, mentre nella fusione diretta la controllante-incorporante deve annullare la partecipazione detenuta nella incorporata, e sostituirla con gli elementi dell'attivo e del passivo di quest'ultima, evidenziando nella generalità dei casi una differenza — avanzo o disavanzo da annullamento — tra il costo della partecipazione, e il valore contabile di quanto ricevuto, nella fusione inversa la controllata-incorporante non detiene, a ben vedere, alcuna partecipazione da annullare. La diversa prospettiva con la quale viene intrapresa l'operazione di aggregazione pone quindi all'operatore non poche pro-

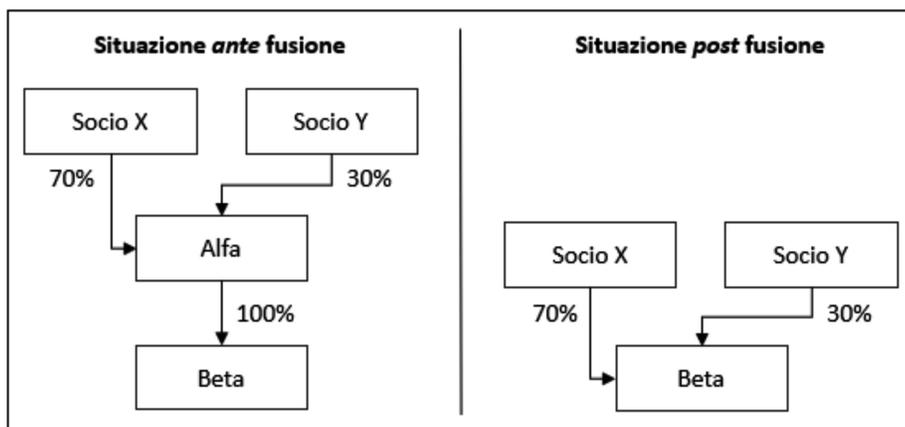
(7) Si veda in proposito CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *La fusione cd. semplificata di cui all'art. 2505 c.c.: casistica e problemi dopo la riforma*, Studio n. 204-2009/I; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Presupposti della procedura semplificata della fusione: profilo temporale e ipotesi ulteriori (art. 2505 c.c.)*, Massima n. 22, 18 Marzo 2004. Dello stesso avviso anche COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE con l'orientamento L.A.5. - *Fusione inversa semplificata*, 1° pubbl. 9/04 - motivato 9/11.

blematiche di carattere contabile, che — solo dopo l’emanazione del principio contabile OIC 4 da parte dello *standard setter* nazionale — hanno trovato una disciplina organica a cui fare riferimento.

4. Aspetti contabili della fusione inversa: considerazioni generali.

Per meglio comprendere l’impatto sull’organigramma societario di due soggetti giuridici coinvolti in una fusione inversa si faccia riferimento al grafico di Tavola 1, per quanto concerne al caso di controllante che detiene una partecipazione totalitaria nella controllata, e al successivo grafico di Tavola 2, relativo invece al diverso caso in cui sono presenti soci terzi nel capitale sociale della controllata, a fronte dei quali in sede di fusione si dovrà dar corso anche ad un concambio.

TAVOLA 1 - Fusione inversa con partecipazione totalitaria



Già dall’esame della prima fattispecie emerge chiaramente come per effetto della fusione inversa, fra gli elementi dell’attivo dell’incorporata (Alfa) che a seguito della fusione passano all’incorporante (Beta), vi siano anche le azioni (o quote) della società incorporante.

Ciò aveva alimentato in passato un vivace dibattito in dottrina e in giurisprudenza in merito alla necessità, o meno, di dover rispettare i dettami dell’art. 2357-*bis* del c.c. in materia di acquisto di azioni proprie al fine di poter dar corso all’operazione in commento, a cui si aggiungevano in taluni casi – stante i vincoli previsti dall’art. 2357-*ter* del c.c. – problematiche di capienza di riserve. Tale dibattito vede ormai consolidato l’orientamento a favore della fusione inversa, in base al quale le azioni dell’incorporante (Beta) devono essere assegnate *pro-quota* ai soci della società che si estingue (Alfa), così che si verrebbe ad escludere a priori qualsiasi problematica afferente all’acquisto di azioni proprie, e all’applicabilità della relativa disciplina.

Allo stesso tempo, a maggior ragione, si può dar corso alla stessa opera-

zione anche da parte di soggetti giuridici per i quali il legislatore non ha previsto – o allorquando lo ha fatto, ne ha limitato l’ambito di applicazione ⁽⁸⁾ – una specifica disciplina in tema di acquisto di quote proprie quali, ad esempio, le società a responsabilità limitata.

Per quanto riguarda il “concambio”, o per taluni più correttamente lo “scambio” ⁽⁹⁾, e l’assegnazione delle azioni (o quote) dell’incorporante a favore dei soci della controllante-incorporata, si è soliti riscontrare nella prassi quanto segue:

— l’incorporante procede in primo luogo ad un aumento del capitale sociale sulla base del valore di cambio fra incorporante e incorporata;

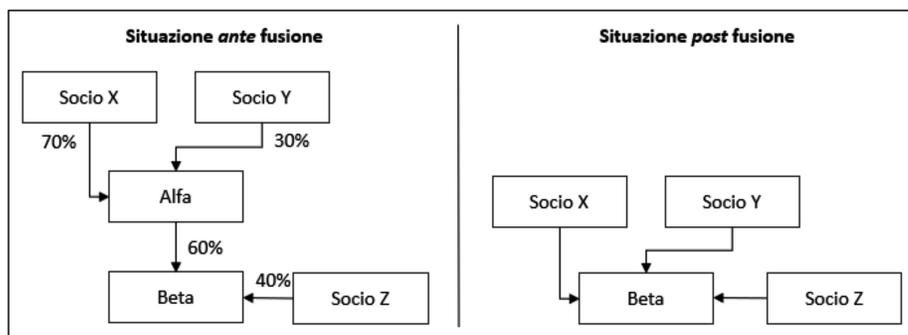
— le azioni (o quote) emesse dall’incorporante vengono quindi assegnate ai soci della società incorporata in base al rapporto fra i valori effettivi dei patrimoni delle due società. Nell’ipotesi di controllo al 100%, i soci dell’incorporata ricevono le azioni (o quote) dell’incorporante nella medesima proporzione della loro partecipazione nell’incorporata;

— successivamente si procede all’annullamento delle azioni (o quote) proprie ed alla conseguente riduzione del capitale stesso.

Nell’ipotesi di partecipazione totalitaria dell’incorporata nell’incorporante, l’operazione può altresì essere realizzata non con un aumento di capitale come sopra indicato, ma più semplicemente assegnando direttamente le azioni (o quote) proprie ai soci della controllante-incorporata in cambio delle azioni (o quote) da questi detenute che vengono annullate.

In tal modo si evita il passaggio intermedio dell’aumento di capitale ed il successivo annullamento delle azioni (o quote) proprie.

TAVOLA 2 - Fusione inversa con rapporto di concambio



L’assegnazione diretta delle azioni proprie ai soci della controllante-incorporata non può, per contro, essere perseguita nel caso in cui siano presenti soci terzi nel capitale sociale della controllata-incorporante.

⁽⁸⁾ Più diffusamente si veda CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Il regime delle quote proprie nelle s.r.l.* PMI, Studio n. 67/2021/I.

⁽⁹⁾ Così M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, p. 335.

In tal caso, infatti, il capitale sociale *post* fusione deve essere attribuito in parte anche ai soci terzi della controllata. A tal riguardo è dunque necessario che vengano determinati i valori economici effettivi dei patrimoni delle due società al fine di stabilire il più opportuno rapporto di cambio, attraverso il quale si potrà dare corso ad un aumento di capitale della controllata-incorporante riservato ai soci della controllante-incorporata. I soci terzi dell'incorporante, da parte loro, continueranno a mantenere le azioni (o quote) già possedute.

In tale prospettiva ne conseguirà un nuovo assetto nel libro soci della incorporante, la quale vedrà presenti al termine dell'operazione — sulla base del rapporto di cambio definito — sia i soci della società incorporata, che i soci preesistenti diversi dal socio che è stato incorporato.

Grazie all'intervento dell'Organismo Italiano di Contabilità hanno infine trovato risposta due delle principali problematiche contabili che tipicamente emergono nell'ambito della fusione inversa, ed in particolare:

a) quale sia la natura delle “differenze di fusione” che si vengono a formare in sede di redazione del bilancio di apertura;

b) se sia applicabile, o meno, la disciplina dei disavanzi ed avanzi di fusione prevista dall'art. 2504-bis, comma 4, del c.c. afferente alla possibilità di attribuire il disavanzo di fusione a incremento dei valori dei beni, nonché dell'avviamento della società controllata-incorporante, specie nell'ipotesi principale di fusione inversa in cui la società controllante possiede il 100% della società controllata-incorporante, e non ha al suo attivo altre poste se non tale partecipazione.

A tal riguardo, si procederà nel prosieguo a dare più diffusamente evidenza degli aspetti contabili della fusione inversa, dapprima esaminando il caso in cui la società controllante possiede il 100% del capitale sociale della controllata-incorporante, e quindi allargando il campo di osservazione al caso in cui siano presenti anche soci terzi nella compagine sociale della stessa incorporante.

Resta inteso che ogni qual volta ci si accinge a ricevere nei libri contabili gli impatti dell'operazione in commento non si può non tenere in considerazione quanto indicato dallo *standard setter* nazionale al § 4.6.2. dell'OIC 4 circa il fatto che “*poiché la fusione diretta e la fusione inversa costituiscono due modalità diverse della fusione per incorporazione ed hanno un'identica disciplina giuridica, e poiché gli effetti economici dell'operazione (anche in base al principio di prevalenza della sostanza sulla forma) non possono essere diversi, il complesso economico unificato dopo la fusione non può che avere lo stesso valore, sia che si effettui una incorporazione diretta o una incorporazione rovesciata*”. Detto in altri termini, comunque si strutturi la fusione di due società, sia essa diretta, che inversa, il risultato finale sotto l'aspetto contabile non potrà cambiare essendo il complesso aziendale risultante dall'aggregazione il medesimo.

5. La fusione inversa con partecipazione totalitaria nella incorporante: ipotesi emersione di disavanzo.

Nel caso in cui l'intera partecipazione al capitale sociale della controllata-

incorporante sia riferibile alla controllante-incorporata, la fusione inversa può essere perfezionata con due differenti modalità:

1) al fine di reperire le azioni (o quote) da assegnare ai soci della controllante-incorporata la società controllata-incorporante delibera un apposito aumento di capitale sociale. Il suddetto aumento di capitale viene liberato attraverso l'attribuzione delle attività e passività della controllante, unitamente alle stesse azioni (o quote) proprie della controllata, le quali vengono annullate immediatamente al momento dell'efficacia dell'operazione⁽¹⁰⁾ a fronte della riduzione del corrispondente patrimonio netto della stessa controllata-incorporante. In tal modo le azioni (o quote) proprie non andranno mai a diventare parte dell'attivo della incorporante.

In siffatta ipotesi, il capitale sociale della controllata-incorporante sarà rappresentato dalle azioni (o quote) emesse a seguito del suindicato aumento, ed attribuite ai soci della controllante-incorporata, che vedranno in tal modo sostituite le azioni (o quote) in precedenza detenute nella incorporata, con quelle di nuova emissione della incorporante.

2) non si dà luogo ad alcun aumento di capitale sociale, bensì si procede ad attribuire le azioni (o quote) della società controllata-incorporante direttamente ai soci della controllante-incorporata in sostituzione delle azioni (o quote) in questa detenute, che vengono annullate⁽¹¹⁾.

In entrambi i casi, l'esatto procedimento attraverso il quale verrà perfezionata la fusione inversa troverà illustrazione nell'ambito del progetto di fusione redatto dagli organi amministrativi delle società coinvolte nell'operazione.

Per apprezzare gli impatti contabili delle due impostazioni si faccia riferimento al seguente esempio basato sulle situazioni patrimoniali di Alfa (controllante) e Beta (controllata) riportate in Tavola 3.

5.1. Gli effetti della fusione inversa nella ipotesi di aumento di capitale sociale della controllata.

La prima delle due impostazioni prevede nell'ordine:

1) un aumento di capitale sociale della controllata-incorporante (Beta) attraverso il quale si reperiscono le azioni (o quote) da assegnare ai soci della controllante-incorporata (Alfa). L'aumento di capitale sociale⁽¹²⁾ potrà essere pari al capitale sociale della incorporata (50), dandosi quindi luogo a seguito

⁽¹⁰⁾ In taluni casi le azioni proprie potrebbero, nel rispetto della disciplina civilistica, permanere nel patrimonio dell'incorporante per formare oggetto di successivo annullamento, piuttosto che di alienazione. Si veda M. MANCIN, *op. cit.*, p. 211; E. ZANETTI, *op. cit.*, p. 681.

⁽¹¹⁾ In questa fattispecie troverebbe esecuzione un « scambio convenzionale, consistente nell'attribuzione ai soci dell'incorporata della sola partecipazione nell'incorporante riveniente dall'incorporata medesima ». Cfr. R. PEROTTA - L. BERTOLI, *op. cit.*, p. 566.

⁽¹²⁾ Si annota che gli esempi proposti dall'OIC 4 fanno per semplicità utilizzo al solo capitale sociale quale unica posta rappresentativa del patrimonio netto delle società interessate alla fusione. E in tal senso l'aumento di capitale sociale effettuato dalla incorporante coincide negli esempi dell'OIC 4 con l'ammontare del capitale sociale dell'incorporata. Dalla evidenza della pratica professionale emerge, tuttavia, come il patrimonio delle imprese sia in

TAVOLA 3 - Situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione

Alfa (controllante / incorporata)

Attivo	100	Capitale sociale	50
Partecipazione in Beta (100%)	450	Riserve	380
		Patrimonio Netto	430
		Debiti	120
Totale	550	Totale	550

Beta (controllata / incorporante)

Attivo	500	Capitale sociale	100
		Riserve	200
		Patrimonio Netto	300
		Debiti	200
Totale	500	Totale	500

delle scritture di fusione, ad un avanzo (da concambio) che « rappresenta, ad evidenza, la parte del patrimonio netto di A [incorporata, n.d.r.] non ricostituito in capo a B [incorporante, n.d.r.] (le riserve), assumendone conseguentemente, anche ai fini fiscali, la medesima natura »⁽¹³⁾.

In dottrina⁽¹⁴⁾ si ritiene altresì possibile stabilire l'aumento di capitale sociale della incorporante Beta ad un importo superiore, sino all'ammontare del patrimonio netto di quest'ultima (430). Nel qual caso, non emergeranno avanzi o disavanzi da concambio. Tenuto conto dell'assenza di soci terzi nell'incorporante, nulla vieta, ad avviso di chi scrive, fare riferimento pure ad aumenti di capitale a cifra inferiore al capitale della controllante-incorporata, e più in generale ad importi intermedi all'ammontare del patrimonio netto di quest'ultima, liberamente stabiliti dagli organi amministrativi delle società partecipanti all'operazione a prescindere dai valori economici delle stesse⁽¹⁵⁾.

realtà composto anche da altre poste, tipicamente riserve di utili e di capitale che si sono formate nel corso degli anni.

Nell'esempio proposto nel presente contributo si è fatto riferimento ad un aumento di capitale sociale di importo pari al capitale sociale della controllante-incorporata, ciò al fine di ottenere agevolmente, senza l'implementazione di ulteriori variazioni di poste del patrimonio netto, il pieno rispetto del principio di equivalenza tra le due forme di fusione, diretta e inversa, di cui si dirà nel prosieguo.

⁽¹³⁾ In tal senso G. SAVIOLI, *op. cit.*, p. 441.

⁽¹⁴⁾ Cfr. M. MANCINI, *op. cit.*, p. 209; F. DEZZANI, *op. cit.*, p. 586.

⁽¹⁵⁾ Di diverso avviso parte della dottrina per la quale vi sarebbe sempre la necessità di dover fare riferimento ai valori economici delle società partecipanti alla fusione inversa. Cfr. G. CAPODAGLIO, *op. cit.*, p. 644.

Nel caso prospettato la scrittura contabile rilevata dalla incorporante è la seguente.

Crediti verso soci	50	
Capitale sociale		50

2) a liberazione dell'aumento di capitale sociale l'incorporante (Beta) rileva tutte le attività e passività della incorporata, ivi comprese le azioni (o quote) proprie. La differenza ⁽¹⁶⁾ fra il valore dell'aumento di capitale sociale della società incorporante (Beta) e il patrimonio netto contabile della incorporata (Alfa) darà origine ad un avanzo da concambio, che potrà essere usato per ricostituire le riserve della incorporata.

Di seguito le conseguenti scritture contabili.

Crediti verso soci		50
Attività	100	
Azioni proprie	450	
Debiti		120
Differenza di fusione		380

Differenza di fusione	380	
Avanzo		380

3) a fusione inversa avvenuta si procede quindi all'annullamento delle azioni (o quote) proprie (450) a questo punto detenute, a fronte della riduzione del correlato capitale sociale (100) e delle riserve ⁽¹⁷⁾ preesistenti all'aumento (200), della incorporante (Beta). Da ciò ne deriva il sorgere di un disavanzo da annullamento di 150 (450-300).

La scrittura contabile in capo all'incorporante è in tal caso la seguente.

⁽¹⁶⁾ Si evidenzia come sul tema in dottrina sia stato evidenziato che « le differenze di fusione che possono generarsi assurgono a differenze di concambio (positive o negative) il cui computo scaturisce dal raffronto tra la variazione in aumento del capitale deliberata e l'entità del patrimonio netto trasferito. Pertanto, relativamente a quelle negative, le stesse saranno iscritte tipicamente tra quelle ideali del netto; diversamente, per quanto concerne quelle positive, da concambio, in generale le medesime saranno imputate a riduzione di riserve disponibili ». In proposito CNDC - FONDAZIONE ARISTEIA, *op. cit.*, p. 9.

⁽¹⁷⁾ L'annullamento delle riserve potrà intervenire anche in maniera non proporzionale. In tal senso R. PEROTTA - L. BERTOLI, *op. cit.*, p. 555 i quali evidenziano come « [...] in altri termini, occorre accertare se la quota di valore di bilancio della partecipazione eccedente la frazione di capitale sociale annullato debba necessariamente tradursi in una proporzionale riduzione delle voci componenti il patrimonio netto. Tuttavia, non sembrano sussistere limitazioni in tal senso, in quanto anzitutto non si comprende quale maggior contributo alla qualità dell'informativa di bilancio possa derivare dall'annullamento proporzionale delle voci di patrimonio netto rispetto a criteri non proporzionali demandati alla discrezionalità degli amministratori ». Ad avviso degli stessi Autori, peraltro, « è necessario procedere ad una selezione qualitativa delle riserve e delle poste ideali del netto che possono legittimamente essere oggetto di annullamento, la quale non può che assumere, quale elemento discriminante, l'effettiva disponibilità ».

Azioni proprie		450
Capitale sociale	100	
Riserve	200	
Disavanzo	150	

Circa il trattamento da riservare al disavanzo da annullamento di azioni proprie, la prassi contabile nazionale e la dottrina⁽¹⁸⁾ concordano sulla possibilità di utilizzare tale posta per incrementare il valore dei beni, ivi compreso l'avviamento, della stessa incorporante. Ciò in quanto, si è detto in precedenza, nel rispetto del principio della prevalenza della sostanza sulla forma, gli effetti economici dell'operazione di aggregazione perpetrata dovranno essere gli stessi a prescindere dalla direzione, diretta o inversa, seguita per giungere all'unificazione dei soggetti giuridici coinvolti.

Da ciò ne consegue che « le differenze in parola hanno la stessa natura economica di quelle di annullamento, derivando dal maggior (o minore) costo della partecipazione nella controllata (incorporante) rispetto alla corrispondente quota del suo patrimonio contabile »⁽¹⁹⁾.

Pertanto, per quanto previsto anche dal § 4.6.2. dell'OIC 4 *“il disavanzo che si viene a creare, se sono presenti le condizioni previste al paragrafo 4.4.3.1, deve essere imputato alle attività e passività della società controllata-incorporante e/o al suo avviamento”*.

L'impatto delle suddette operazioni nei conti della controllata-incorporante è meglio rappresentato in Tavola 4.

Si può osservare come la situazione così ottenuta sia sostanzialmente la stessa⁽²⁰⁾ che si sarebbe conseguita nell'ipotesi di fusione diretta, a seguito della quale la controllante avrebbe dapprima ricevuto nei propri conti le attività e le passività della controllata, ed annullato quindi la partecipazione detenuta nella incorporata (450) con le poste di patrimonio netto di quest'ultima (300). Anche in tal caso sarebbe emerso un disavanzo da annullamento di identico ammontare (150) a quello ottenuto con la fusione inversa, da utilizzarsi — in presenza dei necessari presupposti — per le attribuzioni agli elementi dell'attivo, nonché per l'iscrizione dell'avviamento, dell'incorporata.

⁽¹⁸⁾ Cfr. G. SAVIOLI, *op. cit.*, p. 442; M. MANCIN, *op. cit.*, p. 214. La soluzione è accolta anche dall'Agenzia delle Entrate, la quale ne consente l'affrancamento con il pagamento dell'imposta sostitutiva prevista dall'art. 172, comma 10-bis, del Tuir. Così la Risoluzione del 27 aprile 2009, n. 111/E. In dottrina E. ZANETTI, *Risoluzione n. 46/E del 24 febbraio 2009: l'affrancamento fiscale dei maggiori valori contabili in caso di fusione inversa*, in *il fisco*, 10, 2009, p. 1595 e ss.; F. DEZZANI - L. DEZZANI, *Documento Oic n. 4 - Risoluzione n. 111/E del 27 aprile 2009: fusione inversa; l'Agenzia delle Entrate condivide il “Documento Oic n. 4”*, in *il fisco*, 20/2009, p. 3195 e ss.; M. BEGHIN, *Fusione inversa e affrancamento dei maggiori valori contabili: una condivisibile « retromarcia » dell'Agenzia delle entrate*, in *Corr. Trib.*, 21, 2009, p. 1714 e ss.

⁽¹⁹⁾ Così G. SAVIOLI, *op. cit.*, p. 439.

⁽²⁰⁾ È solo il caso di notare che anche nel caso in cui si fosse proceduto con un aumento di capitale sociale di importo pari al patrimonio netto (430) della controllante-incorporata il soggetto incorporante avrebbe presentato al termine dell'operazione un patrimonio netto di identico ammontare (430), ancorché di differente composizione. Per apprezzarne gli effetti contabili si rinvia più diffusamente a M. MANCIN, *op. cit.*, p. 213.

TAVOLA 4 - Effetti della fusione inversa nei conti della controllata-incorporante
(ipotesi aumento di capitale sociale e annullamento di azioni proprie)

Voce	Alfa (controllante)	Beta (controllata)	Aumento capitale sociale		Post aumento capitale sociale	Annullamento azioni	Ricostituzione riserve	Beta post fusione
Attivo	100	500		100	600			600
Crediti vs. soci			50	-50	0			0
Partecipazione in Beta (100%)	450			450	450	-450		0
Disavanzo					0	150		150
Totale	550	500	50	500	1.050	-300	0	750
Capitale sociale	50	100	50		150	-100		50
Riserve	380	200			200	-200	380	380
Avanzo				380	380		-380	0
Patrimonio Netto	430	300	50	380	730	-300		430
Debiti	120	200		120	320			320
Totale	550	500	50	500	1.050	-300	0	750

Per meglio apprezzare gli effetti contabili della fusione diretta nei conti della controllante-incorporante si veda Tavola 5.

TAVOLA 5 - Effetti della fusione diretta nei conti della controllante-incorporante

Voce	Alfa (controllante)	Beta (controllata)	Aggregato	Scritture fusione	Alfa post fusione
Attivo	100	500	600		600
Partecipazione in Beta (100%)	450		450	-450	0
Disavanzo			0	150	150
Totale	550	500	1.050	-300	750
Capitale sociale	50	100	150	-100	50
Riserve	380	200	580	-200	380
Avanzo			0		0
Patrimonio Netto	430	300	730	-300	430
Debiti	120	200	320		320
Totale	550	500	1.050	-300	750

In entrambi i casi, all'esito della fusione — sia essa diretta, che inversa — il soggetto incorporante presenterà un patrimonio netto di identico ammontare (430) e procederà ad allocare, ove ve ne sia i presupposti, un disavanzo da annullamento (150) tra le poste dell'attivo e l'avviamento riferibili alla controllata.

Si potrebbe ora obiettare che tramite una fusione inversa, e l'allocatione del disavanzo da annullamento di azioni (o quote) proprie, si darebbe la possibilità ad una società di rivalutare beni propri, nonché di iscrivere l'avviamento proprio in violazione delle previsioni dell'art. 2426, comma 1, n. 9) del codice civile. In tal senso, tuttavia, l'Organismo Italiano di Contabilità non ha mancato di rilevare che *“un'autorevole dottrina, prima ancora della introduzione nel nostro ordinamento (sia pure in forma parziale ed in modo non chiaro, con la modifica delle disposizioni dell'art. 2423-bis, 1° comma, n. 1 Cod. Civ.) del principio di prevalenza della sostanza sulla forma, ha sostenuto che con la fusione inversa i soci della controllante, che prima erano i titolari, in senso economico, del patrimonio della controllata in via mediata ed indiretta attraverso la partecipazione totalitaria posseduta dalla controllante, lo diventano ora direttamente per effetto della fusione attraverso la*

titolarità ad essi attribuita di quella partecipazione". Motivo per cui, considerando anche l'introduzione nel diritto contabile del principio di prevalenza della sostanza sulla forma, si può concludere che "qualunque siano le modalità di attuazione della fusione, per i soci della controllante-incorporata i beni della controllata-incorporante hanno sempre lo stesso costo e l'attribuzione del plusvalore agli elementi dell'attivo della controllata-incorporante e l'iscrizione dell'avviamento rispondono sempre al principio posto dall'art. 2504-bis, quarto comma, del Codice Civile, con il trasferimento del costo della partecipazione sui beni della controllata".

5.2. Gli effetti della fusione inversa nell'ipotesi di assegnazione delle azioni della controllata.

La seconda delle impostazioni contabili in precedenza delineate, anche denominata "fusione inversa in senso proprio"⁽²¹⁾, prevede invece che non si dia luogo ad alcun aumento di capitale sociale.

In tal caso si procederà ad attribuire le azioni (o quote) della società controllata-incorporante direttamente ai soci della controllante-incorporata in sostituzione delle partecipazioni in questa detenute, che verranno conseguentemente annullate.

L'operazione si articolerà sostanzialmente in due fasi⁽²²⁾, di cui la prima caratterizzata dall'aggregazione dei patrimoni netti contabili, e delle altre poste attive e passive, delle società coinvolte dalla fusione, e la seconda contraddistinta dall'annullamento delle azioni (o quote) della controllante-incorporata a fronte dell'assegnazione ai soci di questa delle azioni (o quote) proprie già detenute dalla controllante-incorporata.

Per comprendere i relativi riflessi contabili si riprende il precedente esempio.

Più nel dettaglio, dapprima la controllata-incorporante acquisirà tutte le attività e passività della incorporata fatta eccezione delle proprie azioni (o quote). Queste per semplicità di procedimento le si faranno transitare, per un solo attimo, nella contabilità dell'incorporante.

La scrittura contabile rilevata dalla incorporante è la seguente.

Società Alfa conto fusione		430
Attivo	100	
Azioni proprie	450	
Debiti		120

Proseguendo nelle rilevazioni contabili, vi sarebbe nel caso prospettato

⁽²¹⁾ Cfr. M. CONFALONIERI, *op. cit.*, p. 403.

⁽²²⁾ Cfr. F. DEZZANI, *Fusione inversa: divergenze tra Agenzia delle entrate e OIC 4*, in *il fisco*, 30, 2020, p. 2957.

l'emersione di una differenza di fusione, pari all'ammontare del patrimonio netto della controllante-incorporata (430), non ricostituito dalla controllata-incorporante, imputabile ad avanzo ⁽²³⁾ da concambio.

Società Alfa conto fusione	430	
Differenza di fusione		430

Differenza di fusione	430	
Avanzo		430

L'assegnazione delle azioni (o quote) proprie a favore dei soci della controllante-incorporata fa emergere quindi una posta differenziale di importo pari al loro valore di carico, che può essere allocata per l'intero importo — in via transitoria — alla voce disavanzo, come si evince dalla seguente scrittura contabile.

Azioni proprie		450
Disavanzo	450	

Al fine di rispettare il principio della prevalenza della sostanza sulla forma occorre, tuttavia, che la rappresentazione contabile complessiva dell'operazione porti allo stesso risultato complessivo visto in precedenza.

Il disavanzo, pertanto, deve essere limitato al maggior valore della partecipazione annullata (450), in questo caso in realtà assegnata ai soci della incorporata, rispetto al valore del patrimonio netto contabile della stessa partecipata (300), e pertanto all'importo di 150.

La parte eccedente sarà imputata, alla stregua di quanto avviene per tutti i disavanzi che non trovano giustificazione negli attivi e nell'avviamento del soggetto incorporato, a diretta riduzione del patrimonio netto della incorporante ⁽²⁴⁾. Nel caso di specie, la differenza di 300 sarà imputata a riduzione della posta contabile di avanzo in precedenza rilevata.

L'incorporante procederà quindi a rilevare la seguente scrittura contabile.

⁽²³⁾ Così G. SAVIOLI, *op. cit.*, p. 443.

⁽²⁴⁾ A tal riguardo si annota quanto indicato in dottrina circa la necessità di un'opera di aggiornamento dell'OIC 4 speculare a quanto fatto dallo *standard setter* nazionale con gli altri principi contabili a seguito dell'emanazione del d.lgs. n. 139/2015. Con riferimento al trattamento contabile del disavanzo di annullamento è stato evidenziato, riprendendo il contenuto del § 4.4.3.1. dell'OIC 4, è stato evidenziato, in particolare, come « [...] “nelle ipotesi in cui il disavanzo da annullamento, in base alla sua origine e natura economica, corrisponda a perdite o ad un eccesso di costo, analogamente a quanto previsto dall'art. 33 del D. Lgs. n. 127/1991 per il residuo positivo da consolidamento, esso è eliminato, portandolo a riduzione del patrimonio netto post-fusione [...]”. Tuttavia, il citato art. 33 del D. Lgs. 127/91 è stato oggetto di una radicale modifica da parte del D. Lgs. 139/2015, ed oggi prevede per tale disavanzo di annullamento (che corrisponda a perdite o ad un eccesso di costo) l'unica sorte della rilevazione integrale nel conto economico dell'esercizio; non è dunque consentito il trattamento contabile previgente di rilevazione a diretta riduzione di una o più riserve di patrimonio netto, ove presenti e capienti ». Cfr. L. MAGNANO SAN LIO, *op. cit.*, p. 8.

Disavanzo		300
Avanzo	300	

La parte di avanzo che residua (130) rappresenta il patrimonio detto della controllante-incorporata non ricostituita in capo alla controllata-incorporante, e rappresenterà a tutti gli effetti una posta di netto di quest'ultima.

L'impatto delle suddette operazioni nei conti della controllata-incorporante è meglio rappresentato in Tavola 6.

TAVOLA 6 - Effetti della fusione inversa nei conti della controllata-incorporante (ipotesi assegnazione delle azioni alla controllata)

Voce	Alfa (controllante)	Beta (controllata)	Aggregato	Scritture fusione	Beta post fusione
Attivo	100	500	600		600
Partecipazione in Beta (100%)	450		450	-450	0
Disavanzo			0	150	150
Totale	550	500	1.050	-300	750
Capitale sociale	50	100	100		100
Riserve	380	200	200		200
Avanzo			430	-300	130
Patrimonio Netto	430	300	730	-300	430
Debiti	120	200	320		320
Totale	550	500	1.050	-300	750

Anche in tal caso il soggetto incorporante presenterà al termine dell'operazione un patrimonio netto di identico ammontare (430), ancorché di differente composizione, e procederà ad allocare, ove ve ne siano i presupposti, un disavanzo da annullamento (150) tra le poste dell'attivo e l'avviamento ad essa stessa riferibili.

Si evidenzia, per completezza, come l'impostazione contabile appena illustrata, che prevede l'annullamento del valore della partecipazione con il corrispondente patrimonio netto della controllante-incorporata, rappresenti una delle due possibilità operative attraverso le quali giungere alla quantificazione degli eventuali avanzi/disavanzi.

Tale modalità, anche detta opzione "orizzontale" ⁽²⁵⁾ di integrazione, porta — in prima battuta — a determinare valori di avanzi/disavanzi di fusione differenti rispetto alla medesima integrazione operata tramite una fusione diretta.

Alla modalità orizzontale si contrappone quella cosiddetta "obliqua", la quale prevede invece l'annullamento della partecipazione con il patrimonio netto della controllata-incorporante come avviene nella fusione diretta.

In dottrina si è evidenziato come tale « singolare » ⁽²⁶⁾ impostazione porti sì a risultati sostanzialmente identici a quelli propri della fusione attuata direttamente, tuttavia, potrebbe presentare aspetti problematici di natura

⁽²⁵⁾ Cfr. M. AGOSTINI - A. LAZZARIS, *op. cit.*, p.792.

⁽²⁶⁾ Cfr. M. CONFALONIERI, *op. cit.*, p. 403.

civilistica connessi al fatto che il capitale della società incorporante risulterebbe ridotto per effetto dell'operazione (27).

6. La fusione inversa con partecipazione totalitaria nella incorporante: ipotesi emersione di avanzo.

Un caso non trattato dall'OIC 4, ma che è stato invece oggetto di interessamento da parte della dottrina (28), stimolata a tal proposito anche da una serie di pronunce dell'Agenzia delle Entrate (29), è quello in cui a seguito dell'annullamento delle azioni (o quote) proprie emerge contabilmente una differenza assimilabile ad un avanzo.

Va da sé che ancorché la fattispecie non sia espressamente trattata dallo *standard setter* nazionale, anche il tal caso si dovrà tenere fermo il più volte richiamato principio della prevalenza della sostanza sulla forma, giungendo ancora una volta a dare una rappresentazione contabile complessiva dell'operazione eseguita nella modalità inversa sostanzialmente speculare a quella si sarebbe ottenuta per la via diretta. Da ciò ne consegue, pertanto, che l'ammontare del patrimonio netto contabile della incorporante *post* fusione dovrà essere di uguale importo in entrambi gli scenari di fusione.

Come in precedenza, per meglio comprendere le problematiche connesse alla fattispecie in esame si farà riferimento al seguente esempio basato sulle situazioni patrimoniali di Gamma (controllante) e Delta (controllata) riportate in Tavola 7, per il quale si procederà dapprima a rappresentare gli impatti contabili della fusione diretta.

Nell'ipotesi di fusione diretta a seguito dell'annullamento della partecipazione in Delta (250) con le poste di patrimonio della partecipata (300) si sarebbe generata una differenza (50) che — allorquando non riferibile a rettifiche di valori di attività, o all'iscrizione di passività, o ad un fondo rischi e oneri correlato al *badwill* della partecipata (30) — sarebbe stata imputata ad avanzo da annullamento con conseguente incrementato dell'ammontare del patrimonio netto *post* fusione della incorporante (480).

(27) Più diffusamente G.M. GAREGNANI, *op. cit.*, 2002, p. 52.

(28) A. TUBELLI - G. ANDREANI, *Fusione inversa: composizione del patrimonio netto contabile ed effetti fiscali*, in *Corr. Trib.*, 11, 2020, p. 983 e ss.; A. GARCEA, *Le "consumazioni" del patrimonio netto nelle fusioni e scissioni inverse*, in *Corr. Trib.*, 10, 2020, p. 853 e ss.; L. GAIANI, *Fusione inversa: determinazione dell'avanzo e regime fiscale delle riserve della incorporata*, in *Corr. Trib.*, 43, 2018, p. 3319 e ss.; F. DEZZANI, *Fusione inversa: scritture contabili e calcolo dell'avanzo*, in *il fisco*, 44, 2018, p. 4217 e ss.; A. TUBELLI - G. ANDREANI, *Stratificazione fiscale del patrimonio netto della incorporante dopo l'attuazione di una fusione inversa*, in *il fisco*, 44, 2018, p. 4207 e ss.; A. TUBELLI, *Le variazioni del patrimonio netto contabile nella fusione inversa*, in *il fisco*, 39, 2017, p. 3734 e ss.; G. SCIFONI, *Fusione inversa con conservazione (necessità) della composizione del patrimonio dell'incorporante*, in *Corr. Trib.*, 32-33, 2017, p. 2543 e ss.; *il fisco*, 25/2017, p. 2465; F. DEZZANI, *"Fusione inversa": la "stratificazione del patrimonio netto" della società incorporante*, in *il fisco*, 25, 2017, p. 2465 e ss.; G. VASAPOLLI - A. VASAPOLLI, *La stratificazione fiscale del patrimonio netto nella fusione inversa*, in *Corr. Trib.*, 1, 2011, p. 73 e ss.

(29) Si vedano Risoluzione del 24 maggio 2017, n. 62/E e Risposta a interpello del 4 ottobre 2018, n. 27.

(30) Cfr. OIC 4, § 4.4.3.2.

TAVOLA 7 - Situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione

Gamma (controllante / incorporata)

Attivo	300	Capitale sociale	50
Partecipazione in Delta (100%)	250	Riserve	380
		Patrimonio Netto	430
		Debiti	120
Totale	550	Totale	550

Delta (controllata / incorporante)

Attivo	500	Capitale sociale	100
		Riserve	200
		Patrimonio Netto	300
		Debiti	200
Totale	500	Totale	500

Tale avanzo (50) lo si sarebbe quindi potuto utilizzare per la ricostituzione, anche ai fini fiscali, delle riserve della incorporata Delta.

Gli effetti contabili della fusione diretta nei conti della controllante-incorporante è meglio rappresentato in Tavola 8.

TAVOLA 8 - Effetti della fusione diretta nei conti della controllante-incorporante

Voce	Gamma (controllante)	Delta (controllata)	Aggregato	Scritture fusione	Gamma post fusione
Attivo	300	500	800		800
Partecipazione in Beta (100%)	250		250	-250	0
Totale	550	500	1.050	-250	800
Capitale sociale	50	100	150	-100	50
Riserve	380	200	580	-200	380
Avanzo				50	50
Patrimonio Netto	430	300	730	-250	480
Debiti	120	200	320		320
Totale	550	500	1.050	-250	800

Procedendo ora con la fusione inversa, anche nella fattispecie in commento potrà farsi riferimento tanto all'ipotesi che prevede l'aumento di capitale sociale della controllante-incorporata ed al successivo annullamento delle azioni (o quote) proprie, quanto al diverso scenario che prevede l'assegnazione delle azioni (o quote) della controllata-incorporante a favore dei soci della controllante-incorporata.

Ripercorrendo il *modus operandi* in precedenza delineato, con un aumento di capitale di importo pari al capitale sociale della controllante-incorporata, ed il successivo annullamento delle azioni (o quote) proprie con le

correlate poste di patrimonio netto della controllata-incorporante, si evidenzia come:

— dapprima, la differenza fra il valore dell'aumento di capitale sociale (50) della società incorporante (Delta) e il patrimonio netto contabile della incorporata (Gamma) darà origine ad un avanzo da concambio (380), che potrà essere usato per ricostituire le riserve della incorporata;

— quindi, la differenza tra il valore delle azioni (o quote) proprie e le poste del patrimonio netto della controllata-incorporante, darà evidenza di un avanzo da annullamento (50), che potrà essere usato per ricostituire le riserve della incorporante;

Complessivamente ne deriva la rappresentazione contabile meglio illustrata in Tavola 9.

La società controllata-incorporante presenterà al termine dell'operazione un ammontare di patrimonio netto (480) identico a quello che si sarebbe ottenuto con la modalità diretta della fusione.

TAVOLA 9 - Effetti della fusione inversa nei conti della controllata-incorporante (ipotesi aumento di capitale sociale e annullamento di azioni proprie)

Voce	Gamma (controllante)	Delta (controllata)	Aumento capitale sociale		Post aumento capitale sociale	Annullamento azioni	Ricostituzione riserve	Delta post fusione
Attivo	300	500		300	800			800
Crediti vs. soci			50	-50	0			0
Partecipazione in Delta (100%)	250			250	250	-250		0
Totale	550	500	50	500	1.050	-250		800
Capitale sociale	50	100	50		150	-100		50
Riserve	380	200			200	-200	380	380
Avanzo				380	380	50	-380	50
Patrimonio Netto	430	300	50	380	730	-250		480
Debiti	120	200		120	320			320
Totale	550	500	50	500	1.050	-250		800

Gli effetti contabili della fusione inversa nell'ipotesi di assegnazione delle azioni (o quote) della controllata-incorporante ai soci della controllante-incorporata sono invece meglio illustrati in Tavola 10.

Si annota come in tal caso vi sarebbe in primo luogo l'emersione di una differenza di fusione, pari all'ammontare del patrimonio netto della controllante-incorporata (430), non ricostituito dalla controllata-incorporante, imputabile ad avanzo da concambio. L'assegnazione delle azioni (o quote) proprie a favore dei soci della controllante-incorporata farebbe quindi emergere una posta differenziale di importo pari al loro valore di carico (250), da imputarsi transitoriamente alla voce disavanzo, e quindi da portarsi a diretta riduzione del patrimonio netto della incorporante. Nel caso di specie, sarà imputata a riduzione della posta contabile di avanzo in precedenza rilevata.

La parte di avanzo che residua (180) rappresenta il patrimonio detto della controllante-incorporata non ricostituita in capo alla controllata-incorporante, e rappresenterà a tutti gli effetti una posta di netto di quest'ultima.

Anche in tal caso la società controllata-incorporante presenterà al termine della fusione lo stesso ammontare di patrimonio netto (480) che si sarebbe ottenuto con la modalità diretta della fusione. Tuttavia, ancora una volta si potrà apprezzare come la composizione dello stesso sia diversa a seconda della modalità adottata.

TAVOLA 10 - Effetti della fusione inversa nei conti della controllata-incorporante (ipotesi assegnazione delle azioni alla controllata)

Voce	Gamma (controllante)	Delta (controllata)	Aggregato	Scritture fusione	Delta post fusione
Attivo	300	500	800		800
Partecipazione in Delta (100%)	250		250	-250	0
Totale	550	500	1.050	-250	800
Capitale sociale	50	100	100		100
Riserve	380	200	200		200
Avanzo			430	-250	180
Patrimonio Netto	430	300	730	-250	480
Debiti	120	200	320		320
Totale	550	500	1.050	-250	800

7. L'avanzo da fusione e le connesse problematiche tributarie.

L'emersione di un avanzo al termine della fusione porta necessariamente l'attenzione alle connesse problematiche tributarie che fanno riferimento a tale posta di patrimonio netto.

A tal riguardo occorre ricordare quanto previsto dall'art. 172, comma 5, del Tuir⁽³¹⁾ circa la necessità di utilizzare l'eventuale avanzo da fusione per la ricostituzione di riserve in sospensione di imposta presenti nel bilancio delle società incorporate, al fine di evitare che queste diventino materia imponibile in capo alla incorporante. Tematica a ben vedere non di poco conto nella prospettiva di fusione in cui vi è stata l'inversione dei ruoli tra la controllante e la controllata.

Nell'esempio da ultimo considerato, infatti, il disposto del legislatore tributario avrebbe comportato — nella prospettiva della fusione diretta — che laddove presenti nel patrimonio netto della controllata Delta tali riserve,

⁽³¹⁾ Così dispone l'art. 172, comma 5, del Tuir "le riserve in sospensione di imposta, iscritte nell'ultimo bilancio delle società fuse o incorporate concorrono a formare il reddito della società risultante dalla fusione o incorporante se e nella misura in cui non siano state ricostituite nel suo bilancio prioritariamente utilizzando l'eventuale avanzo da fusione. Questa disposizione non si applica per le riserve tassabili solo in caso di distribuzione le quali, se e nel limite in cui vi sia avanzo di fusione o aumento di capitale per un ammontare superiore al capitale complessivo delle società partecipanti alla fusione al netto delle quote del capitale di ciascuna di esse già possedute dalla stessa o da altre, concorrono a formare il reddito della società risultante dalla fusione o incorporante in caso di distribuzione dell'avanzo o di distribuzione del capitale ai soci; quelle che anteriormente alla fusione sono state imputate al capitale delle società fuse o incorporate si intendono trasferite nel capitale della società risultante dalla fusione o incorporante e concorrono a formarne il reddito in caso di riduzione del capitale per esuberanza".

l'incorporante Gamma avrebbe dovuto utilizzare l'avanzo di fusione generatosi per ricostituirla.

Nella prospettiva della fusione inversa, per contro, si è avuto modo di evidenziare come la stessa — nell'ipotesi di partecipazione totalitaria — possa trovare attuazione con due differenti modalità operative. Con ciò ingenerando, tra l'altro, dubbi tra gli operatori circa il fatto che le riserve da ricostituire siano quelle della controllante-incorporata, o piuttosto quelle controllata-incorporante, nel rispetto — in questo caso — del più volte richiamato principio di equivalenza della due modalità attraverso le quali dar corso alla fusione.

È solo il caso di evidenziare come la seconda delle ipotesi rappresentate nel precedente paragrafo, ossia quella che prevede l'assegnazione diretta delle azioni (o quote) proprie della controllata-incorporante ai soci della controllante-incorporata, rappresenti ad avviso dell'Amministrazione Finanziaria la più corretta modalità di rappresentazione contabile dell'operazione in commento ⁽³²⁾.

A detta dell'Agenzia delle Entrate, infatti, « in una fusione inversa per incorporazione, a conservarsi è il PNC della società che sopravvive legalmente all'operazione (i.e. incorporante/controllata), il quale non muta in conseguenza dell'operazione, conservando la composizione storica quali-quantitativa, in termini di capitale sociale, riserve di utili e di capitale, che aveva prima della fusione inversa » ⁽³³⁾.

Da ciò ne consegue che l'avanzo così generatosi sarà nel caso utilizzato per la ricostituzione di eventuali riserve in sospensione di imposta presenti non già nel bilancio della controllata-incorporante, bensì nel bilancio della controllante-incorporata, con una sostanziale differenza — sotto questo versante — rispetto a quanto avviene nell'ambito di una fusione diretta.

L'impostazione qui illustrata non è tuttavia pacifica, ed è stata oggetto di un più ampio dibattito in dottrina in merito all'esatta portata del principio di equivalenza delle due modalità di attuazione della fusione.

Da un lato vi è chi sostiene, in particolare l'Agenzia delle Entrate ⁽³⁴⁾, che l'OIC 4 nello statuire il principio della equivalenza tra fusione inversa e fusione diretta « si occupa solo di fissare il principio che il patrimonio netto (totale) post-fusione inversa deve essere pari al patrimonio netto (totale) post-fusione diretta poiché il valore complessivo delle due società "incorporate" è sempre lo stesso ». Evidenziando peraltro come l'OIC 4 « non tratta e non fornisce alcuna indicazione sulla composizione e sulla natura delle singole voci del patrimonio netto ».

Da ciò ne deriva che il principio della equivalenza tra le due forme di fusione « non può espandersi fino a coinvolgere la qualificazione delle voci di patrimonio netto della società risultante dalla fusione poiché esso concerne gli

⁽³²⁾ Si veda anche F. DEZZANI, *op. cit.*, 2018, p. 4217 e ss.

⁽³³⁾ Cfr. Risposta a interpello del 4 ottobre 2018, n. 27.

⁽³⁴⁾ Si veda Risoluzione del 24 maggio 2017, n. 62/E.

effetti economici complessivi dell'operazione stessa e, di conseguenza, non può portare a far prevalere la stratificazione del patrimonio netto già presente presso la controllante-incorporata, a dispetto del dato giuridico formale che vede la controllata nella posizione di incorporante ».

L'impostazione adottata dall'Amministrazione Finanziaria rientra, a ben vedere, in quella che la dottrina ⁽³⁵⁾ definisce tesi della “eguaglianza limitata”, secondo cui l'eguaglianza tra fusione diretta e fusione inversa dovrebbe essere limitata alla quantificazione delle differenze di fusione (avanzo o disavanzo a seconda dei casi) e alla determinazione dell'ammontare del patrimonio netto contabile dell'incorporante *post* fusione. Ciò in quanto le prescrizioni dell'OIC non impongono particolari prescrizioni circa la composizione delle poste del netto patrimoniale dell'incorporante, e la necessaria equivalenza a quella che si sarebbe ottenuta in caso di fusione diretta.

A tale tesi si contrappone, per contro, quella della “eguaglianza piena”, per la quale invece fusione diretta e inversa dovrebbero essere perfettamente fungibili, anche con riferimento alla composizione del patrimonio netto contabile *post* fusione, in quanto la scelta della direzione verso la quale impostare la fusione dovrebbe conseguire a logiche di natura amministrativa e imprenditoriale, ma dovrebbe risultare assolutamente neutrale sotto il profilo contabile ⁽³⁶⁾.

Gli esempi riportati evidenziano all'apposto come l'impostazione indicata dall'Amministrazione Finanziaria, per la quale a seguito della fusione inversa si deve conservare il patrimonio netto della controllata-incorporante, conduca ad un ammontare di patrimonio netto di uguale entità a quello che si ottiene con la fusione diretta, ma di differente composizione ⁽³⁷⁾.

Peraltro, chi ha criticato l'impostazione rappresentata dall'Agenzia delle Entrate ⁽³⁸⁾ non ha mancato di evidenziare come a seguito della riforma del diritto societario, ad opera del D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, sia ormai pacificamente assodato che la fusione non sia equiparabile ad una successione *mortis causa*, con contestuale estinzione delle società assoggettate a fusione e della contestuale sostituzione ad essa della società risultante od incorporante, bensì essa rappresenti una vicenda modificativa degli statuti delle società coinvolte nell'operazione straordinaria stessa, con la conseguenza che, a seguito della fusione, non si estingue né si crea una nuova società ⁽³⁹⁾, o come affermato anche dalla Corte di Cassazione essa rappresenti “*una vicenda*

⁽³⁵⁾ Cfr. A. TUBELLI - G. ANDREANI, *op. cit.*, 2020, p. 986.

⁽³⁶⁾ Tra le varie posizioni critiche nei confronti della posizione dell'Agenzia delle Entrate si veda A. VASAPOLLI - G. VASAPOLLI, *Fusione inversa: regole controverse sulla stratificazione del patrimonio netto*, in *Norme&Tributi Mese*, Luglio-Agosto 2017, p. 14 e ss.; M. DI SIENA, *Fusione inversa e composizione del patrimonio netto: una glossa minima*, in *Rivista del Notariato*, 1, 2016, p. 139 e ss.

⁽³⁷⁾ Più dettagliatamente F. DEZZANI, *op. cit.*, 2020, p. 2956 e ss.

⁽³⁸⁾ Cfr. A. TUBELLI - G. ANDREANI, *op. cit.*, 2020, p. 986.

⁽³⁹⁾ Cfr. M. CONFALONIERI, *op. cit.*, p. 104.

meramente evolutiva del medesimo soggetto, che conserva la propria identità in un nuovo assetto organizzativo” (40).

È stato altresì evidenziato come l'impostazione adottata dall'Amministrazione Finanziaria presenterebbe criticità operative in tutti quei casi in cui le poste dell'attivo della controllante-incorporata, al netto delle azioni (o quote) proprie da annullare, dovessero essere di importo inferiore alle passività della stessa. In tal caso, a seguito della fusione inversa sorgerebbe la necessità di dover gestire un decremento del patrimonio netto contabile della incorporante rispetto a quello *ante* fusione. Evidente al riguardo come nei casi in cui tale circostanza si dovesse verificare, l'adozione della tesi della eguaglianza limitata comporterebbe la necessità di individuare specifiche poste del patrimonio netto contabile della incorporante alle quali imputare tale riduzione. Nella diversa prospettiva della tesi della eguaglianza piena questa ulteriore scelta non sarebbe invece richiesta, in quanto la composizione del patrimonio netto contabile sarebbe identica a quella che sarebbe risultata in caso di fusione diretta (41).

Si evidenzia da ultimo come, per i sostenitori della piena uguaglianza delle due forme di fusione, non vi sarebbero dubbi sul fatto che il netto contabile della partecipata/incorporante debba venire a perdere la propria originaria connotazione, e ciò a maggior ragione « in modo tanto netto quanto incontestabile dalla sua elisione in conseguenza dell'annullamento delle azioni proprie acquisite ove mai si dovesse optare per questa modalità di esecuzione giuridica della fusione inversa » (42).

Riman vero che per i sostenitori della tesi dell'eguaglianza piena tra fusione diretta e inversa, a fronte della situazione patrimoniale rappresentata in Tavola 10 si dovrà intervenire sull'ammontare dell'avanzo generatosi nell'ambito della fusione inversa, così come su parte del capitale sociale, al fine di ripristinare la composizione del patrimonio netto che si sarebbe avuta nel caso di fusione diretta e meglio riportata in Tavola 8.

8. La fusione inversa con presenza di soci terzi nella incorporante.

L'ultimo caso analizzato dall'OIC 4 è quello che prevede la presenza di soci terzi nella controllata-incorporante.

In tale scenario, pertanto, il capitale sociale *post* fusione non può essere attribuito per intero ai soci della controllante-incorporata, come nei casi in precedenza illustrati, bensì deve essere di spettanza in parte anche ai soci terzi della controllata.

(40) In tal senso Cass., SS.UU., 8 febbraio 2006, n. 2637.

(41) Cfr. A. TUBELLI - G. ANDREANI, *op. cit.*, 2020, p. 988.

(42) Cfr. M. DI SIENA, *Fusione inversa e composizione del patrimonio netto: considerazioni erratiche su di un caso fiscale controverso*, in *Rivista del Notariato*, 3, 2015, p. 517.

Sorge quindi la necessità di determinare i valori economici effettivi dei patrimoni delle due società e di stabilire il conseguente rapporto di cambio.

La controllata-incorporante effettuerà di conseguenza un aumento di capitale da attribuire ai soci della controllante-incorporata mentre i soci terzi della prima manterranno le azioni (o quote) già possedute.

Le azioni (o quote) proprie che pervengono nell'attivo della controllata-incorporante, non più rappresentative di una partecipazione totalitaria, saranno, di solito, annullate, generando per differenza tra il loro valore contabile e la corrispondente frazione di patrimonio netto contabile della controllata-incorporante una differenza di fusione (avanzo o disavanzo da annullamento, a seconda dei casi).

Per ciò che attiene al trattamento contabile delle differenze originate dall'annullamento, valgono in generale le considerazioni esposte nei precedenti paragrafi.

A tal riguardo lo *standard setter* nazionale precisa, inoltre, al § 4.6.2. dell'OIC 4 che *“se i maggiori valori latenti dei beni e l'avviamento sussistono in relazione alla prima differenza (relativa all'annullamento a seguito dello storno della partecipazione), evidentemente sussistono ugualmente in relazione alla seconda differenza (relativa all'aumento di capitale per soddisfare le esigenze del concambio) e di conseguenza non possono essere ammessi trattamenti contabili differenziati”*.

Riprendendo l'esempio illustrato nel paragrafo 5, si ipotizzi ora che la partecipazione di Alfa in Beta sia dell'80%, e che il valore corrente del patrimonio di Alfa e Beta sia rispettivamente 1.000 e 400.

Nella prospettiva della fusione diretta Alfa dovrebbe aumentare il proprio capitale sociale a servizio dei soci terzi di Beta. Tale aumento sarà effettuato avendo a riferimento i valori economici delle due società, e tenendo conto del fatto che dopo la fusione il valore economico complessivo dell'unica società sarà pari a 1.080 (100% x 1.000 + 20% x 400).

L'ammontare del capitale sociale *post* fusione sarà calcolato sulla base della seguente equazione:

$$VE \text{ Alfa: } CS \text{ Alfa} = VE \text{ post fusione: } X$$

dove:

VE Alfa	=	Valore economico di Alfa
CS Alfa	=	Capitale sociale di Alfa
VE post fusione	=	Valore economico di Alfa <i>post</i> fusione

E pertanto come segue:

$$1.000: 50 = 1.080: X$$

Da cui ne consegue che:

Dato 50 il capitale sociale di Alfa, e 54 il capitale sociale della stessa al

$$X = \frac{50 \times 1.080}{1.000} = 54$$

termine della fusione, ne consegue che l'aumento di capitale sociale riservato ai soci terzi di Beta sarà pari a 4.

Considerato che il patrimonio netto di Beta era pari a 300, e che la quota di pertinenza dei terzi era pari a 60 (300 x 20%), ne deriva che per effetto della fusione si originerà una differenza tra la porzione del patrimonio netto annullato della incorporata e l'aumento di capitale sociale della incorporante pari a 56 (60 - 4) riconducibile ad un avanzo da concambio.

Allo stesso tempo l'incorporante dovrà provvedere all'annullamento della partecipazione in Beta. Dal confronto tra il valore di carico della partecipazione annullata (450), e la quota parte del patrimonio netto contabile della partecipata (300 x 80% = 240) emerge in tal caso una differenza di 210 (450-240) imputabile a disavanzo da annullamento.

La rappresentazione contabile della suddetta fusione è meglio illustrata in Tavola 11.

TAVOLA 11 - Effetti della fusione diretta nei conti della controllante-incorporante (con partecipazione non totalitaria)

Voce	Alfa (controllante)	Beta (controllata)	Aggregato	Scritture fusione (concambio)	Scritture fusione (annullamento)	Alfa post fusione
Attivo	100	500	600			600
Partecipazione in Beta (800%)	450		450		-450	0
Disavanzo			0		210	210
Totale	550	500	1.050	0	-240	810
Capitale sociale	50	100	150	-16	-80	54
Riserve	380	200	580	-40	-160	380
Avanzo			0	56		56
Patrimonio Netto	430	300	730	0	-240	490
Debiti	120	200	320			320
Totale	550	500	1.050	0	-240	810

Venendo ora alla fusione inversa, anche in tal caso si dovrà provvedere ad un aumento di capitale sociale, questa volta di Beta, riservato ai soci della controllante-incorporata Alfa.

Nello specifico, l'aumento di capitale sociale terrà conto del fatto che i soci terzi possiedono una partecipazione di 20 al capitale sociale di Beta, il cui valore economico è di 80, e che dopo la fusione il valore economico complessivo dell'unica società sarà pari anche in tal caso a 1.080 (100% x 1.000 + 20% x 400).

L'ammontare del capitale sociale *post* fusione sarà calcolato sulla base della seguente equazione:

$$VE \text{ terzi Beta: } CS \text{ terzi Beta} = VE \text{ post fusione: } X$$

dove:

VE terzi Beta = Valore economico della partecipazione dei soci terzi di Beta
 CS terzi Beta = Capitale sociale di pertinenza dei soci terzi di Beta
 VE post fusione = Valore economico di Alfa *post* fusione

E pertanto come segue:

$$80: 20 = 1.080: X$$

Da cui ne consegue che:

$$X = \frac{20 \times 1.080}{80} = 270$$

Dato 20 il capitale sociale di Beta di pertinenza dei soci terzi, e 270 il capitale sociale della stessa al termine della fusione, ne consegue che l'aumento di capitale sociale riservato ai soci di Alfa sarà pari a 250.

Considerato peraltro che il patrimonio netto di Alfa era pari a 430, ne deriva in questo caso che a seguito della fusione si originerà una differenza tra il patrimonio netto annullato della controllante-incorporata e l'aumento di capitale sociale della incorporante pari a 180 (430-250) riconducibile ad un avanzo da concambio.

Anche in tal caso l'incorporante dovrà quindi provvedere all'annullamento delle azioni (o quote) proprie nel frattempo pervenute per effetto della fusione. Dal confronto tra il valore di carico della partecipazione annullata (450) e la quota parte del patrimonio netto contabile della partecipata (300 x 80% = 240) emerge anche in siffatta ipotesi una differenza di 210 imputabile a disavanzo da annullamento.

La rappresentazione contabile della suddetta fusione inversa è meglio illustrata in Tavola 12.

TAVOLA 12 - Effetti della fusione inversa nei conti della controllata-incorporante (con partecipazione non totalitaria)

Voce	Alfa (controllante)	Beta (controllata)	Aumento capitale sociale		Post aumento capitale sociale	Annullamento azioni	Beta <i>post</i> fusione
Attivo	100	500		100	600		600
Crediti vs. soci			250		-250	0	0
Partecipazione in Beta (80%)	450			450	450	-450	0
Disavanzo					0	210	210
Totale	550	500	250	300	1.050	-240	810
Capitale sociale	50	100	250		350	-80	270
Riserve	380	200			200	-160	40
Avanzo				180	180		180
Patrimonio Netto	430	300	250	180	730	-240	490
Debiti	120	200		120	320		320
Totale	550	500	250	300	1.050	-240	810

Come si evince dal confronto tra quanto riportato in Tavola 11 e in Tavola 12 la situazione patrimoniale *post* fusione, a prescindere dalla direzione

seguita nell'esecuzione dell'operazione, presenta la stessa composizione delle attività — ivi compreso l'importo del disavanzo da annullamento — e delle passività, così come lo stesso ammontare di patrimonio netto.

Ciò che cambia, tuttavia, è la composizione di quest'ultimo, il quale differisce nei due scenari illustrati nell'ammontare del capitale sociale e dell'avanzo da concambio.

Per quanto concerne il capitale sociale è possibile evidenziare come:

— nella fusione diretta, l'aumento è limitato all'ammontare necessario a soddisfare il concambio con le azioni (o quote) detenute dai soci terzi in Beta, mentre nella fusione inversa lo stesso deve invece soddisfare il concambio dell'intero capitale sociale della incorporata;

— l'ammontare dell'aumento di capitale può inoltre dipendere da altri fattori quali, la diversa composizione dei capitali delle due società e il diverso valore unitario delle azioni (o quote) ⁽⁴³⁾.

Relativamente all'avanzo da concambio si annota invece come nella fusione diretta l'aumento di capitale è posto a confronto con la quota di patrimonio netto della incorporata di pertinenza dei soci terzi, mentre nella fusione inversa l'aumento di capitale è confrontato con l'intero patrimonio netto contabile della controllante-incorporata.

Per i sostenitori della tesi della eguaglianza limitata tra le due forme di fusione il risultato così ottenuto può considerarsi già definitivo. L'ammontare del patrimonio netto *post* fusione, così come quello del disavanzo da annullamento, sono infatti coincidenti in entrambi i due scenari prospettati.

Per chi invece ritiene che l'eguaglianza tra fusione diretta e inversa debba essere piena, in ossequio al principio della prevalenza della sostanza sulla forma previsto dall'OIC 4, occorre invece utilizzare l'avanzo generatosi nell'ambito della fusione inversa, così come parte del capitale sociale, per ripristinare la composizione del patrimonio netto che si sarebbe avuta nel caso di fusione diretta ⁽⁴⁴⁾.

⁽⁴³⁾ Cfr. G. SAVIOLI, *op. cit.*, p. 449.

⁽⁴⁴⁾ A tal proposito è stato opportunamente evidenziato in dottrina come ciò non generi particolari problematiche nel caso in cui dalle due modalità di fusione emergano degli avanzi, posto che lo *standard setter* nazionale attribuisce a tali poste natura di poste di patrimonio netto.

Più articolato pare invece il caso in cui in una o in entrambe le società dovesse emergere un disavanzo, da utilizzarsi — laddove sussistano i presupposti individuati dall'OIC 4 — per rivalutare i beni della controllata.

In tal caso, come peraltro visto anche nell'ambito del paragrafo 5.2 il disavanzo potrà essere imputato ad incremento del valore dei beni della controllata, o all'avviamento di quest'ultima, nel limite del valore che sarebbe emerso nell'ambito di una fusione diretta, e per la differenza dovrà essere portato a riduzione del patrimonio netto *post* fusione. Più diffusamente si veda G. SAVIOLI, *op. cit.*, p. 449.

PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

LA CONSERVAZIONE E IL REALIZZO DEL VALORE D'AZIENDA

NELLA LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

di DANIELA RUPO e ALESSANDRA BUONASERA

1. Introduzione.

La riforma della crisi d'impresa, ispirata agli obiettivi del “Capital Market Union”, ha introdotto un impianto normativo organico che attribuisce nuova centralità alla valutazione dell'azienda, dei suoi rami e dei singoli asset. Fa da perno al dettato normativo il dialogo fra due primarie esigenze: la soddisfazione dei creditori, da una parte, la salvaguardia dell'attività economica, dall'altra.

In piena coerenza con queste linee di fondo del Codice della Crisi e dell'Insolvenza d'Impresa (CCII) i procedimenti di valutazione del capitale economico d'azienda, dei rami d'azienda e dei singoli cespiti dell'attivo presentano particolare significato e connotazioni specifiche. Si recupera, fino alla fase della procedura in cui il sistema aziendale sembra essere destinato al necessario dissolvimento - la visione unitaria del complesso aziendale, qualora ciò consenta una maggiore soddisfazione dei creditori.

Nell'ottica di una adeguata lettura valutativa, appare sistematicamente rilevante, all'interno del capo IV, denominato “Esercizio dell'impresa e liquidazione dell'attivo”, del titolo V dedicato alla liquidazione giudiziale, l'inserzione della disciplina relativa degli istituti afferenti allo stesso disegno operativo: l'affitto dell'azienda o di suoi rami (art. 212) e la vendita dell'azienda o di suoi rami o di beni o rapporti in blocco (art. 214). Nella disciplina del CCII, è, infatti, riservata particolare attenzione agli atti diretti alla conservazione del valore aziendale, tra cui l'eventuale esercizio provvisorio, l'affitto o la cessione unitaria dell'azienda o di rami di essa; tali soluzioni operative sono volte alla tutela degli asset aziendali quali generatori di flussi di risultato (Lamanna, 2024).

La conservazione del valore aziendale è finalizzata a consentire il migliore realizzo nell'ambito della procedura di liquidazione, e ove possibile non

precludere, ma semmai assecondare, le possibilità di ritorno al valore di aziende in crisi, o di parti-rami di esse.

Dopo aver introdotto brevemente i profili procedurali inerenti al programma di liquidazione (art. 213), l'articolo sofferma l'attenzione sugli aspetti salienti degli istituti della prosecuzione dell'attività del debitore e dell'affitto d'azienda che più interessano gli ambiti della valutazione d'azienda. Tali istituti sono stati concepiti dal Legislatore quali soluzioni da vagliare coerentemente al principio di "convenienza economica", e in questa prospettiva si offrono riflessioni e spunti operativi utili per il professionista.

La seconda parte del contributo considera, quindi, le logiche e configurazioni di valore riconducibili al dettato normativo del CCII, per quanto attiene alla vendita dell'azienda, dei suoi rami o di beni e rapporti in blocco nella procedura di liquidazione. Senza pretesa alcuna di esaustività, si intende offrire uno spaccato dei metodi e delle problematiche valutative sottese ad aziende attratte dalla procedura di concordato giudiziale, essendosi avverato il presupposto patologico dell'insolvenza.

Tale ambito di analisi, che rappresenta l'esito di una situazione di crisi in assenza di percorsi adeguati di recupero dell'economicità, essendosi determinate le "condizioni di deterioramento" economico, finanziario e patrimoniale dell'azienda (Migliori, 2013), costituisce un banco di prova di significativa valenza economica e sociale, potendosi ancora ricercare, nell'ambito della procedura, vie alternative alla liquidazione atomistica del capitale, dirette al recupero dell'azienda quale entità creatrice di ricchezza.

Opportune riflessioni sono riferite all'incarico di stima assegnato all'esperto indipendente e al ruolo svolto dagli organi della procedura.

Diversi sono i contributi forniti dalla dottrina in materia, tra i quali si richiamano studi recenti che offrono una lettura aziendalistica del fenomeno della crisi (Fellagara et al., 2023), approfondimenti sulla valutazione delle aziende in crisi (Liberatore et al., 2014) e riferimenti specifici alla valutazione economica nel contesto della liquidazione giudiziale (Rupo e Buonasera, 2024).

Sono altresì di ausilio, ai fini delle stime di valore da parte dell'esperto incaricato, e in senso più ampio per le valutazioni in capo agli organi della procedura, unitamente ai principi di valutazione italiani (PIV) e internazionali (IVS), anche le linee guida CNDCEC-SIDREA (2016) e da ultimo il *Discussion Paper OIV* "La valutazione delle aziende in crisi" (2025).

2. La conservazione del valore aziendale nella procedura di liquidazione giudiziale: la prosecuzione dell'attività e l'affitto d'azienda.

2.1. Il programma di liquidazione.

L'art. 213 del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII),

dedicato al programma di liquidazione, riconosce la necessità di garantire la conservazione del valore dell'impresa sin dal momento dell'apertura della liquidazione giudiziale, imponendo una tempistica stringente per la predisposizione dello stesso.

Il curatore, infatti, è tenuto a redigere il programma entro 60 giorni dall'inventario, e comunque non oltre 150 giorni dalla sentenza dichiarativa di avvio della procedura, per sottoporlo all'approvazione del comitato dei creditori, in seguito ad autorizzazione da parte del giudice delegato.

Emerge immediatamente la rilevanza della *valutazione di convenienza economica* circa l'attività di liquidazione. Se tale requisito di convenienza è "manifestamente assente", il curatore può decidere — previa autorizzazione dei creditori — di non acquisire all'attivo o di rinunciare a liquidare uno o più beni (c. 2, art. 213, CCII).

Il contenuto del programma, come definito dal c. 3 dell'art. 213 CCII, deve essere articolato in sezioni distinte, con indicazione di criteri e modalità di liquidazione dei beni immobili e mobili, della riscossione dei crediti, dei costi previsti e dei tempi di realizzo. Devono inoltre essere dettagliate le azioni giudiziali in corso o da intraprendere, le modalità di subentro in eventuali contenziosi, nonché gli esiti delle liquidazioni già compiute.

Ai sensi del recente d.lgs. 13 settembre 2024, n. 136 (c.d. Correttivo ter⁽¹⁾), il programma, ex art. 213 CCII, deve anche indicare i termini di avvio e completamento della liquidazione, che non può eccedere cinque anni, salvo proroghe motivate da eccezionale complessità su assenso del giudice delegato. Il mancato rispetto di tali scadenze, se non giustificato, è causa di revoca del curatore.

Il programma di liquidazione è frutto dell'esperienza in materia fallimentare vissuta dai tribunali di maggiore dimensione, nonché nell'ambito delle procedure di amministrazione straordinaria delle grandi imprese di cui al d.lgs. 270/1999, art. 54 e ss. (Michelotti e Irimca, 2025). Si conferma nello spirito del Correttivo *ter*, il "principio della programmazione condivisa nella liquidazione dell'attivo" (CNDCEC, 2011, 4) quale prerogativa di iniziativa esclusiva del curatore, benché sottoposta all'approvazione del comitato dei creditori e del giudice. Tale principio pone l'accento sulle *capacità manageriali* del curatore, fino a ieri relegato ad un ruolo dai confini e dalle attribuzioni frammentarie nel panorama della procedura (Panzani, 2009).

Il programma riveste una funzione significativa anche con riferimento allo scopo ed al tempo quali parametri valutativi delle stime di realizzo, delle modalità prescelte, garantendo la trasparenza delle operazioni ed il controllo dell'operato del curatore.

Specificamente, esso risulta avere funzione dirimente:

⁽¹⁾ C.d. *Correttivo ter al CCII* è il d.lgs. 13/09/2024, n. 136 complessivamente volto a superare le criticità applicative evidenziate dagli operatori della materia.

- per il controllo della gestione attuata in sede di rendiconto, per il controllo successivo / a consuntivo;
- per il controllo concomitante della liquidazione dell'attivo, mediante il confronto semestrale con i risultati della liquidazione;
- per la valutazione di convenienza delle proposte di concordato nella liquidazione giudiziale.

Il programma di liquidazione rappresenta un vero e proprio *benchmark* di confronto nel caso in cui si acceda alla soluzione concordataria, a fronte dell'alternativa di prosecuzione della liquidazione giudiziale.

È previsto un duplice vaglio: preliminarmente del giudice delegato, il quale attua un controllo preventivo di legalità sul programma di liquidazione, e successivamente da parte dal comitato dei creditori.

La lettera della legge non precisa l'ampiezza del controllo del giudice delegato, ma è chiaro che esso autorizzi singoli atti liquidatori solo se coerenti, esercitando una verifica che si estende anche al merito delle scelte effettuate dal curatore. Tale riscontro mira a verificare la conformità delle scelte ai principi di economicità, efficacia e congruenza funzionale, valutando, ad esempio, la razionalità della scelta tra una cessione unitaria dell'azienda e una vendita frazionata. Il CCII aderisce, infatti, ad una visione olistica dell'azienda quale entità il cui valore trascende dalla mera sommatoria degli elementi che ne compongono il patrimonio, considerando il realizzo atomistico quale ipotesi assolutamente residuale (c. 1, art. 214, CCII).

Il correttivo del 2024 ha inoltre ampliato il ruolo del comitato dei creditori, consentendogli di proporre modifiche al programma, oltre ad autorizzare (per come detto sopra) l'eventuale rinuncia alla liquidazione di beni o all'acquisizione all'attivo di uno o più di essi qualora la cessione risulti manifestamente non conveniente. In vigenza della precedente norma, il comitato dei creditori non aveva il potere di proporre modifiche al programma presentato, essendogli riservata unicamente la facoltà di respingere o accettare il progetto di programma.

Questo aspetto si distingue dalla facoltà di non acquisizione dei beni, regolata dal c. 3 dell'art. 142 CCII, che può essere esercitata anche in un momento differente della procedura, con esplicito raccordo in proposito da parte del Correttivo *ter*, qualora i costi da sostenere per il loro acquisto e la loro conservazione risultino superiori al presumibile valore di realizzo dei beni stessi.

Particolare attenzione è rivolta agli atti volti alla conservazione del valore aziendale, tra cui l'eventuale esercizio provvisorio, l'affitto o la cessione unitaria dell'azienda o di rami di essa.

La determinazione delle modalità di conservazione del valore aziendale richiede un approccio congiuntamente analitico e iterativo, e ciò in special modo nel caso di imprese appartenenti ad un gruppo economico. Le scelte strategiche, cui il curatore nella redazione del programma è chiamato, si fondano su una ricognizione delle aree operative dell'impresa, sull'analisi

delle cause della crisi e sulla valutazione di diverse opzioni — dall'esercizio provvisorio, alla vendita di rami d'azienda o di singoli beni, fino a operazioni sul capitale — con l'obiettivo di ottimizzare la valorizzazione del patrimonio e perseguire l'interesse dei creditori.

2.2. L'esercizio dell'impresa del debitore.

Nel contesto della liquidazione giudiziale, la prosecuzione dell'esercizio dell'impresa del debitore, *ex art. 211*, rappresenta una fattispecie emblematica del cambio di rotta intrapreso dal Legislatore del CCII.

Il nuovo registro lessicale, superando quel passato di discredito associato alle procedure concorsuali, si imprints a definire “debitore” colui il quale era chiamato “fallito”, e a considerare l'impresa vivo elemento del contesto sociale in cui opera, da incentivare e sostenere anche nella fase della crisi e dell'insolvenza (Monico, 2025a).

La volontà di supportare l'attività di impresa sino alla fase ultima della vendita è testimoniata ancora dall'espunzione dell'aggettivo “provvisorio”, a definizione dell'esercizio d'impresa, nella rubrica dell'art. 211.

La norma apre il capo IV, denominato “Esercizio dell'impresa e liquidazione dell'attivo”, del titolo V dedicato alla liquidazione giudiziale. Il capo IV disciplina tre istituti progressivamente delineanti un percorso comune: l'esercizio dell'impresa del debitore (art. 211), l'affitto dell'azienda o di suoi rami (art. 212) e la vendita dell'azienda o di suoi rami o di beni o rapporti in blocco (art. 214).

Tali istituti rappresentano tre diverse soluzioni del medesimo disegno legislativo volto a preservare il plusvalore intrinseco determinato dai beni intangibili dell'impresa e dall'avviamento. Questi elementi, notoriamente avvinti all'evoluzione dei fattori produttivi verso una esponenziale dematerializzazione, sono fondamentali *value driver* dell'organismo aziendale olisticamente considerato quale entità durevole (Giuliani e Marasca, 2018; Rupo e Doni, 2020).

L'unità dell'impresa viene perseguita, nello spirito della riforma del Codice, a tutela dei creditori, dell'azienda, dell'interesse economico generale (cfr. Relazione illustrativa al d.lgs. n. 14/2019). La legge incentiva la prosecuzione dell'attività aziendale nel corso della liquidazione giudiziale, ferme le aspettative di soddisfacimento dei creditori. L'esercizio dell'impresa del debitore travalica, dunque, il debitore stesso, rispondendo a tutti gli stakeholders coinvolti nella crisi. Ecco che la definizione atomistica di “complesso dei beni organizzati”, di cui all'art. 2555 c.c., emerge come residuale e relegata alle ipotesi di irreversibile decozione.

La lettera della norma appare chiara: l'apertura della liquidazione giudiziale non determina la cessazione dell'attività d'impresa (art. 211), ciò anche limitatamente a specifici rami dell'azienda, seppur a determinate condizioni:

— l'autorizzazione giudiziale del curatore, a fronte dell'assenza di pregiudizio per le ragioni creditorie;

— la proposta del curatore, previo parere favorevole del comitato dei creditori e l'autorizzazione del Tribunale.

Alla sentenza che dichiara l'apertura della liquidazione giudiziale seguono, allora, lo spossessamento e l'apertura del concorso, non la fine dell'attività d'impresa.

Interessante rilevare anche la novella di cui al comma 10 dell'art. 211, riguardante il rapporto tra il curatore autorizzato all'esercizio dell'impresa e le stazioni appaltanti. Nel caso in cui sia intervenuta l'aggiudicazione, su autorizzazione del giudice delegato, i contratti con l'ente pubblico appaltante proseguono (art. 124, d.lgs. 36/2023), anche nell'interesse superiore della gestione pubblica.

L'esercizio d'impresa non ha come fine autonomo la produzione di utili, bensì la tutela e valorizzazione del patrimonio, funzionale a una più efficiente liquidazione insieme ad un auspicabile risanamento (Pezzano, 2016).

I flussi economico-finanziari generati durante tale fase devono essere interpretati in chiave strumentale, e il curatore è chiamato a esercitare funzioni non solo tecniche, ma anche manageriali, per garantire un controllo sistematico sull'andamento della gestione. Infatti, ogni semestre, o alla conclusione del periodo di esercizio, il curatore deve depositare un rendiconto dell'attività, informando, comunque, senza indugio il giudice delegato e il comitato dei creditori di circostanze sopravvenute che possano influire sulla prosecuzione dell'esercizio (c. 6, art. 211). Egli è chiamato, inoltre, a riferire trimestralmente sull'andamento della gestione (c. 4, art. 211). Tale rendicontazione rappresenta uno strumento necessario per ponderare costantemente l'opportunità di proseguire l'attività aziendale, evitando l'interruzione che comporterebbe una drastica riduzione del valore patrimoniale, in particolare dell'avviamento e degli attivi immateriali.

Ai fini di tale monitoraggio, si ritiene necessario includere nel processo di rendicontazione una valutazione approfondita della performance gestionale, tramite indicatori quali l'EBIT e l'EBITDA, con particolare attenzione alla loro capacità di riflettere la sostenibilità economica della prosecuzione aziendale (Loprevite et al., 2024). Tuttavia, l'uso dell'EBITDA, pur utile per escludere ammortamenti non rilevanti in un orizzonte temporale definito dalla procedura, può risultare fuorviante se non accompagnato da un'attenta analisi delle dinamiche del *Capitale Circolante Netto Operativo* (CCNO). Si dovrà quindi integrare l'analisi reddituale con quella finanziaria, valutando la monetizzabilità dei flussi nel rispetto dei tempi della procedura, che tenga conto sia dell'EBITDA sia del CCNO. L'indicatore chiave per misurare l'efficacia dell'esercizio provvisorio è ritenuto il flusso di cassa operativo al netto degli interessi passivi (Loprevite et al., 2024) — flusso di cassa generato dalla gestione operativa — che consente di valutare la reale capacità dell'impresa di generare risorse liquide a fronte della gestione corrente.

Nella prospettiva indicata, l'indebitamento deve essere contenuto e preferibilmente strutturato su base autoliquidante (ad esempio anticipi su crediti o su merci), per ridurre i rischi di insolvenza e facilitare il rimborso mediante il naturale compimento delle operazioni sottostanti. Tali operazioni possono essere ulteriormente garantite mediante strumenti assicurativi a tutela del rischio di credito.

Un'attenzione specifica va inoltre posta alle rimanenze e al rischio commerciale associato agli invenduti: l'incremento temporaneo di scorte e crediti deve essere monitorato e limitato, anche attraverso analisi storiche delle vendite e previsioni attendibili. L'efficacia gestionale dipende, infine, dall'adozione di un adeguato sistema di *risk management*, comprensivo di mappature dei rischi, presidi organizzativi e deleghe operative.

A fondamento di tutto il processo deve collocarsi un assetto contabile-amministrativo solido che consenta il costante monitoraggio di fatturato, costi, crediti e debiti commerciali, movimenti finanziari con il sistema bancario (Loprevite et al, 2024).

Alla luce di quanto sopra, la trasparenza e la tracciabilità delle operazioni costituiscono requisiti imprescindibili per garantire non solo l'efficienza della gestione, ma anche la legittimità e la sostenibilità dell'esercizio provvisorio nel quadro della procedura liquidatoria.

2.3. L'affitto di azienda: finalità economico-conservative e stima del congruo canone.

Nell'ambito programma di liquidazione giudiziale, come già anticipato, anche l'affitto d'azienda è inteso quale soluzione strategica finalizzata alla conservazione del valore del complesso aziendale e alla prevenzione della disgregazione dell'attivo. La previsione normativa vigente di cui all'art. 212 CCII, rubricata *Affitto dell'azienda o di suoi rami*, rappresenta la trasposizione testuale del previgente art. 104-bis l. fall., confermando la centralità della preservazione del valore dell'attività di impresa quale *going concern* (Monico, 2025b).

Il giudice, su proposta del curatore e previo parere favorevole del comitato dei creditori, può autorizzare l'affitto dell'azienda del debitore a terzi, anche limitatamente a specifici rami, quando ciò appaia utile al fine della più proficua vendita dell'azienda o di parti della stessa.

L'affitto di azienda, ex art. 212, appare in successione logica rispetto alla precedente ipotesi dell'esercizio d'impresa, ex art. 211, facendo parte del medesimo disegno normativo votato alla massimizzazione del valore di realizzo della liquidazione (c. 4, art. 213). Tale impostazione intende assicurare il mantenimento dell'azienda in condizioni di efficienza e di redditività, sino all'ipotesi di alienazione.

Sebbene le fattispecie dell'esercizio d'impresa e dell'affitto di azienda

siano complementari, la pratica operativa ne ha segnato diversa fortuna applicativa con riferimento a (Monico, 2025b):

- l’allocazione del rischio di impresa;
- la prevedibilità dei crediti maturati nel periodo;
- la durata della procedura.

Nell’affitto di azienda, il rischio d’impresa grava sul terzo affittuario e il curatore e i creditori della procedura sono estranei ad ogni responsabilità per i debiti maturati in costanza di affitto; inoltre, all’affittuario è richiesto un canone.

Nel caso dell’esercizio di impresa, invece, il curatore e la procedura assumono la veste dell’imprenditore per il profilo di rischio, dunque, secondo l’ordine di distribuzione delle somme (art. 221) i crediti prevedibili maturati durante la procedura sono preferiti a quelli dei creditori concorsuali (c. 8, art. 211).

L’affitto appare allora l’opzione preferibile a fronte della possibilità per il curatore di inventariare i beni aziendali in maniera puntuale, stimandone il valore, e di procedere alla vendita dell’impresa (Penta, 2018).

È utile rammentare la natura di operazione straordinaria dell’affitto di azienda *ex art. 2562 c.c.*, dove il concedente o locatore trasferisce il godimento dell’impresa, anche qualora sia necessaria, da parte dell’affittuario, l’integrazione di nuovi fattori produttivi. L’istituto in parola si conferma deputato alla salvaguardia del valore d’azienda, dei livelli occupazionali, delle pretese creditorie, a prescindere dal momento in cui sorga: prima, in funzione o in esecuzione della liquidazione.

Nel caso di vendita l’affittuario può esercitare l’eventuale diritto di prelazione concesso convenzionalmente, previa autorizzazione del giudice delegato e previo parere favorevole del comitato dei creditori. In tale ipotesi, esaurito il procedimento di determinazione del prezzo di vendita dell’azienda o del singolo ramo, il curatore lo comunica all’affittuario (c. 5, art. 212).

Il Codice della crisi, e prima di esso la Legge fallimentare, disciplina tre tipologie di contratti di affitto: quello c.d. *esoconcorsuale* o pendente *ex art. 184 CCII* (cfr. art. 79 l. fall.) e due di tipo *endoconcorsuale*, *ex art. 212 e 213 CCII*. Si definisce affitto:

— *esoconcorsuale o pendente, ex art. 184*, il contratto di affitto d’azienda stipulato dal concedente o dall’affittuario prima o in funzione della dichiarazione di apertura della liquidazione giudiziale;

— *endoconcorsuale, ex art. 212*, il contratto proposto dal curatore anche prima della presentazione del programma di liquidazione di cui all’articolo 213, su autorizzazione del giudice e previo parere favorevole del comitato dei creditori;

— *endoconcorsuale, ex art. 213, c. 4.*, dove l’affitto è inserito dal curatore all’interno del programma di liquidazione.

Le diverse ipotesi intendono evitare soluzioni di continuità dell’esercizio di impresa quale “strumento funzionale”, al fine di “conservare integri i propri

valori intrinseci anche immateriali c.d. intangibles” sia nell’ipotesi di “affitto-ponte” che di “affitto-puro”, rispettivamente con e senza l’obbligo dell’affittuario di procedere al successivo acquisto dell’azienda²

Nelle ipotesi endoconcorsuali centrale appare la figura del curatore, autore dell’iniziativa in merito all’adozione della soluzione d’affitto. Il curatore sceglie l’affittuario mediante procedura competitiva adeguatamente pubblicizzata, “sulla base di stima” effettuata da soggetti specializzati, quali “esperti nominati” dallo stesso, su autorizzazione del comitato dei creditori. Tali esperti possono anche comprendere il debitore o gli amministratori della società in liquidazione, sotto responsabilità del medesimo curatore (cfr. artt. 212, 216 e 129).

Da analisi condotte in questo ambito, si rileva, tuttavia, che l’attività di valutazione propriamente detta, da parte di operatori esperti incaricati, è riscontrata solo per valori d’impresa superiori a 250.000 euro, mentre per valori inferiori sembrerebbe più frequente il ricorso da parte del curatore e del giudice delegato a metodi empirici — *rules of thumb* — giustificati dalla ridotta dimensione operativa e strutturale dell’impresa (Gonnella e Talarico, 2022).

La procedura competitiva comprende le fasi della stima del compendio aziendale, la *due diligence* e la gara per la scelta dell’affittuario secondo i criteri *ex c. 2*, art. 212:

- del canone di affitto offerto;
- delle garanzie prestate dal candidato;
- dall’attendibilità del piano di prosecuzione dell’impresa, avuto riguardo alla conservazione dei livelli occupazionali.

La salvaguardia dei livelli occupazionali, quale corollario della prosecuzione dell’attività di impresa, sebbene abbia da contrappunto la consultazione delle rappresentanze sindacali per le aziende con più di 15 dipendenti, non può essere preferita ai primi due criteri di scelta, ponendo il curatore nella difficile posizione di porre in equilibrio le varie opzioni prospettabili con i criteri imposti dalla Legge.

Al termine delle procedure competitive *ex art. 216*, esaurito il procedimento di determinazione del prezzo di vendita dell’azienda o del singolo ramo, l’affittuario che intenda esercitare il diritto di prelazione dovrà rispondere alla comunicazione del prezzo di vendita fatta dal curatore con offerta di acquisto. È previsto un generale *favor* nei confronti dell’affittuario che intenda acquistare l’impresa: può avvantaggiarsi dell’eventuale prelazione, non risponderebbe dei debiti pregressi (cfr. 2560, c. 2, cc.) tranne che per i rapporti di lavoro subordinato, non subentra nei contratti qualora ciò sia escluso dal contratto di affitto o dalla natura degli stessi, quali ad esempio i rapporti di conto corrente bancario.

Il curatore, tuttavia, dovrà valutare con attenzione la scelta d’affitto in

(²) Cfr. C. civ., n. 29742/2018, con nota di M. Fabiani e G. Carmellino.

relazione anche a specifici rischi: che il canone non venga corrisposto e che la gestione da parte dell'affittuario sia inefficiente. Il suo potere di ispezione dell'azienda, la presenza di idonee garanzie fideiussorie, l'opzione di recesso, l'idonea durata del contratto, sono tutti meccanismi rivolti alla tutela delle complessive esigenze di liquidazione.

Qualora non vi siano acquirenti al momento della cessazione del contratto di affitto, si ha la retrocessione dell'azienda alla procedura di liquidazione giudiziale.

Un punto centrale della valutazione è la *congruità del canone d'affitto*, da stimarsi in base al valore economico dell'azienda e a un appropriato tasso di remunerazione del capitale di rischio.

Canone equo = Tasso di rendimento del capitale x Valore dell'azienda

Il tasso di rendimento, per come sottolineato dal Discussion Paper OIV sulle aziende in crisi (OIV 2025) dovrà considerare:

— il *saggio risk free* (ad esempio, rendimento dei titoli del debito pubblico) coerente con la durata del contratto d'affitto stipulato tra le parti;

— il *rischio di perdita di funzionalità e di efficienza* del complesso produttivo. Si deve tenere conto, in particolare, della necessità di riassorbire le riduzioni di valore derivanti dalle quote di ammortamento;

— del *rischio di perdita dell'avviamento* derivante dalle incertezze connesse ai possibili trasferimenti di proprietà dell'azienda o del ramo d'azienda e delle ripercussioni sui risultati economici.

L'OIV per la stima del canone di affitto delle aziende in crisi assume il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) come misura del costo del capitale, a partire dalla stima del costo dell'equity secondo il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), e considerando il rischio di insolvenza rispetto agli impegni assunti nell'accordo, precisando che:

“Al fine di opportunamente riflettere il rischio legato alla locazione del ramo, nel range di valori compresi tra il tasso privo di rischio ed il WACC, è ipotizzabile considerare il costo del debito relativo al soggetto locatario, in maniera da riflettere il rischio di insolvenza di quest'ultimo”. (OIV 2025, par. 133, pag. 53).

In altri termini, si suppone che trattandosi di un'azienda o ramo aziendale i cui asset non sono in grado di remunerare adeguatamente il capitale, il tasso di rendimento ai fini della stima del congruo canone possa essere assunto in una misura inferiore al WACC.

Quando, in particolare, la valutazione è condotta nell'ambito delle procedure, si sottolinea, poi, che:

“... occorre considerare il canone di affitto che un partecipante al mercato potrebbe riconoscere tenuto conto dei costi indiretti di dissesto e della loro reversibilità” (OIV 2025, par. 95, lett. d4).

La stima del congruo canone è imprescindibile per individuare eventuali

intenti fraudolenti e garantire la tutela dell'interesse concorsuale. Nel caso in cui la liquidazione riguardi l'affittuario, le valutazioni si concentrano sulla capacità del complesso aziendale di generare flussi di cassa positivi, depurati dai canoni, che giustifichino la prosecuzione dell'affitto in funzione del beneficio per i creditori.

3. Il realizzo del valore: la vendita dei singoli beni, del complesso aziendale o di rami d'azienda nella liquidazione giudiziale.

Come già detto in premessa, il CCII riconosce come residuale la liquidazione dei beni isolati, favorendo il recupero del complesso aziendale ove ciò garantisca una maggiore soddisfazione per i creditori. Anche gli intangibili non iscritti in bilancio, come l'avviamento e il *know-how*, sono considerati rilevanti, purché siano ancora in grado di generare benefici economici futuri. Al fine di una migliore valorizzazione di tali elementi patrimoniali si richiede una gestione attenta e tempestiva, oltre che tramite gli istituti descritti della prosecuzione dell'esercizio d'impresa e dell'affitto d'azienda o di suoi rami, attraverso la vendita unitaria dell'azienda, come disciplinato dagli articoli 211, 212 e 214 CCII.

La disciplina mira a conciliare la tutela dei creditori con la salvaguardia dell'attività economica, e in più in generale dell'interesse pubblico. In questa logica, sono possibili anche operazioni straordinarie come conferimenti in Newco (art. 214, c. 7) che favoriscono la tenuta del valore sistemico dell'impresa.

Ben si comprende che l'intervento valutativo dell'esperto indipendente, previsto dall'art. 129, è di significativo supporto al curatore nelle scelte strategiche tra alienazione dei singoli beni aziendali, vendita in blocco e conferimento. Il professionista incaricato della relazione giurata di stima deve essere iscritto al registro dei revisori legali e possedere i requisiti di indipendenza previsti dall'art. 358 CCII.

3.1. Le configurazioni di valore nella liquidazione giudiziale e le condizioni particolari di realizzo nella vendita forzata.

La normativa attuale presenta definizioni sfumate del concetto di valore, delineate in modo non sistematico lungo i diversi segmenti della crisi e dell'insolvenza. La difficoltà nel fissare una nozione univoca e operativa di valore ha spinto alcuni commentatori a evocare la figura dell'Araba Fenice: tutti ne parlano, ma nessuno sa esattamente dove si trovi. Questa metafora riflette l'intrinseca complessità e volatilità del valore nelle procedure concorsuali, specialmente nel contesto delle vendite giudiziarie.

Merita di essere sottolineato che nel CCII il concetto di valore di mercato compare esplicitamente solo nell'ambito del concordato nella liquidazione

giudiziale, in particolare all'art. 240, comma 4, riferito al ricavato della vendita di beni e diritti sui quali sussiste una causa di prelazione.

Nel contesto specifico della liquidazione giudiziale, la valutazione d'azienda richiede l'adozione di configurazioni di valore (basi di valore) coerenti con la finalità e con la fase della procedura, e che informano lo *scope of work* dell'incarico peritale.

Come è noto, le opzioni valutative si articolano, principalmente, in due prospettive: quella della *continuità aziendale* (*going concern*), da applicare se l'impresa o suoi rami possono conservare unitarietà operativa, e quella della *liquidazione a stralcio*, nei casi in cui la vendita atomistica degli asset rappresenti la soluzione economicamente più vantaggiosa.

Ponendosi la liquidazione l'obiettivo di massimizzare il valore dell'attivo aziendale (liquidazione dell'azienda in continuità o in forma atomistica o per gruppi di attività), si sottolinea che nel caso di grandi aziende diversificate si verifica con frequenza che alcuni business sono attrattivi per il mercato mentre altri invece non suscitano particolare interesse. Ciò è dovuto spesso al fatto che l'azienda ha attuato un processo di diversificazione "di insuccesso" con l'effetto di *diluire le buone performance della sua attività originaria*, investendo in altre attività a redditività negativa o con redditività sensibilmente inferiore al costo del capitale. L'analisi da parte dell'esperto incaricato dovrà mirare alla definizione del *perimetro di cessione* in grado di attirare il maggior numero possibile di potenziali acquirenti (OIV, 2025, par. 104).

Nel caso di liquidazione dell'azienda in continuità (anche riferita a singoli rami aziendali redditizi), si valuta il complesso aziendale organizzato nella sua attitudine a generare benefici economici futuri. Per quanto attiene alla valutazione di rami di aziende nell'ambito della procedura, è utile richiamare quanto osservato nelle Linee Guida Sidrea - CNDCEC 2026:

"L'azienda, o un suo ramo, è costituita da un complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane unite da una finalità economica comune e dalla capacità di generare un autonomo flusso di risultati; così, in un contesto di crisi, il professionista deve verificare la presenza di tutte queste condizioni indicando nella stima l'esistenza o meno delle predette condizioni ed i pregiudizi sul normale esercizio dell'azienda (o del ramo di azienda)". (CNDCEC - SIDREA, 2016, punto 7.1.3).

I Principi Italiani di Valutazione (PIV) precisano che la prospettiva del *going concern* può valere anche se il soggetto giuridico è in liquidazione, purché l'entità aziendale valutata conservi una potenziale operatività autonoma. In merito i PIV chiariscono che:

la prospettiva del "going concern", in quanto riferita a una entità aziendale non necessariamente coincidente con il soggetto giuridico al quale l'azienda appartiene, "può essere assunta, a fini valutativi, anche nell'ipotesi in cui il soggetto giuridico sia in liquidazione ai sensi di legge, qualora oggetto della valutazione sia un'entità aziendale che possa operare in funzionamento quando 'estrapolata' dal soggetto giuridico in liquidazione cui 'appartiene' (OIV, PIV, III.1.8, Commento)".

Tranne il caso in cui l'esperto sia chiamato ad accertare concretamente l'applicabilità del presupposto di *going concern*, la sussistenza di tale requisito non è di competenza del professionista incaricato di valutare l'azienda o suoi rami/segmenti come entità in funzionamento. Egli dovrà in ogni caso tenere conto dei rischi e delle incertezze che riguardano la continuità con opportune correzioni da apportare ai flussi reddituali o finanziari prospettici e/o ai tassi di sconto da utilizzare per esprimere a valore attuale i benefici economici futuri. L'esperto che ha ricevuto l'incarico di valutare l'entità secondo uno scenario di continuità aziendale potrà chiarire nella relazione se la continuità configuri una *condizione ipotetica* — che non necessariamente ci si attende si manifesterà — o una *ipotesi speciale* — una ipotesi che un partecipante al mercato non formulerebbe alla data della valutazione⁽³⁾ — in quest'ultimo caso ponendosi le cautele derivanti dalla peculiarità del mercato nel contesto delle valutazioni rese in sede di liquidazione giudiziale (Rupo e Buonasera, 2024).

È utile sottolineare che nel caso della liquidazione giudiziale, pur potendosi considerare, almeno astrattamente, entrambe le prospettive (*going concern* o liquidazione a stralcio) ricorre l'ipotesi di liquidazione "forzata"⁽⁴⁾ (*forced sale o fire sale*), contraddistinta dalla necessità della liquidazione e da condizioni temporali da rispettare (nel più breve tempo possibile e comunque nei tempi definiti dalla procedura). Dette circostanze non solo impattano sulla base di valore da adottare, ma pongono il soggetto imprenditoriale (debitore) in una condizione di debolezza contrattuale che si riflette inevitabilmente sul "prezzo probabile" (valore di stima) e su quello effettivo di realizzo, tanto nel caso di vendita di singoli asset aziendali quanto in ipotesi di vendita del complesso aziendale (azienda o ramo d'azienda).

Quando oggetto di valutazione è l'azienda o suoi rami/segmenti nella prospettiva della continuità aziendale, in ipotesi di cessione o conferimento *ex art. 214*, commi 1 e 7 del CCII, o ancora *ex art. 240* (concordato nella liquidazione giudiziale), in linea generale si tratta di ricercare il valore c.d. "intrinseco" (o valore fondamentale) che "esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi"⁽⁵⁾. Detto valore non tiene conto delle sinergie o attività di recupero di efficienza che potrebbero incidere nella valutazione del terzo soggetto interessato all'acquisizione (che invece dal suo lato potrà essere orientato alla scelta di acquisto in funzione di un "valore sinergico" che considera i vantaggi specifici e le opportunità strategiche per uno specifico acquirente).

⁽³⁾ OIV, cit. PIV III.1.8, Commento.

⁽⁴⁾ La liquidazione forzata è notoriamente contrapposta alla liquidazione ordinaria, che si assume possa essere attuata "nel tempo che ragionevolmente consente il migliore realizzo dei beni da liquidare" (PIV III.1.9.).

⁽⁵⁾ OIV, cit. PIV I.6.8.

Il valore intrinseco esprime un valore “as is”, dell’azienda nelle condizioni in cui si trova, delle sue capacità reddituali e delle opportunità di crescita correlate a progetti in corso, su cui l’azienda si è già impegnata.

Questo valore tende ad allinearsi, in un mercato efficiente, al *valore di mercato*, definito dagli IVS e dai PIV come il “prezzo più probabile” ottenibile in condizioni ordinarie, tra soggetti indipendenti e informati, senza pressioni.

Secondo la definizione dei PIV, coincidente con quella degli IVS:

“Il valore di mercato di un’attività reale o finanziaria (o di un’entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)” ⁽⁶⁾.

Il valore di mercato riflette il c.d. *highest and best use* del bene, poiché il mercato tenderebbe ad allocarlo verso tale massimo e migliore uso. Dalla lettura della definizione richiamata, è evidente come la considerazione del valore di mercato nell’ipotesi di liquidazione giudiziale (e ciò vale tanto per la vendita dell’azienda quale complesso unitario, quanto per la vendita atomistica dei suoi beni) trova difficile applicazione al caso di specie. Come peraltro sottolineato negli stessi PIV, *“il prezzo realizzabile in una vendita forzata ha solo incidentalmente una relazione con il valore di mercato o con qualsiasi altra configurazione di valore riportata in questi principi”* ⁽⁷⁾.

La liquidazione giudiziale non opera in un mercato ordinato: mancano le condizioni di trasparenza, continuità e regolarità tipiche di un mercato efficiente. In questo senso, il perito dovrà tenere conto delle specifiche condizioni di mercato, che all’interno della procedura in discorso possiedono elementi di maggiore imperfezione, non potendosi osservare progressivi aggiustamenti tra domanda ed offerta, tali da rendere affidabile e stabile la formazione del valore.

Per comprendere la portata pratica di questa osservazione, si consideri che in questo ambito la valutazione del complesso aziendale (azienda o suo ramo), se ancorata al metodo multipli di mercato sconta elementi di approssimazione e incertezza peculiari.

Nel caso di *liquidazione atomistica*, si stimano singolarmente i beni (o gruppi di attività), al netto dei costi di liquidazione, riconoscendo la dissoluzione dell’unità sistemica. In ipotesi di liquidazione forzata a stralcio (ma lo stesso vale per la liquidazione ordinaria), la configurazione di valore più appropriata sarà il c.d. valore di smobilizzo, che identifica un “prezzo fattibile” in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d’investimento, attraverso la vendita di specifici beni (o gruppi di beni) ⁽⁸⁾. Il valore si identifica quindi con

⁽⁶⁾ OIV, cit. PIV I.6.3. Parimenti, IVSC, cit. IVS 102, A10.01.

⁽⁷⁾ OIV, cit., PIV III.1.10.

⁽⁸⁾ OIV, cit., PIV I.6.7.

quanto concretamente ottenibile, in tempi ristretti, vendendo beni “as-is, where-is” tramite aste pubbliche.

Sempre con riferimento alle configurazioni di valore, una particolare attenzione è riservata alla *liquidazione dei gruppi di imprese*, dove il Legislatore ha cercato di superare l’approccio frammentato del passato, introducendo con il correttivo una disciplina organica per il concordato di gruppo nell’ambito del concordato nella liquidazione giudiziale (art. 240, comma 4-*bis* CCII). La valutazione dovrà quindi assumere un orizzonte sistemico, riconoscendo le interazioni tra le aziende del gruppo, anche ai fini della predisposizione di operazioni con finanza esterna o interventi di terzi, previsti *ex art.* 240 CCII. L’art. 284, co. 4, CCII impone, in tali casi, che i piani di concordato o ristrutturazione siano redatti con riferimento all’intero gruppo, e non separatamente per ogni entità. La proposta unitaria, se ben fondata, può garantire un miglior soddisfacimento complessivo dei creditori delle diverse società, grazie alla possibilità di *valorizzare sinergie interne*, scambi di beni e servizi e la coerenza dell’aggregato economico. Tale valorizzazione non si limiterebbe alla somma dei singoli valori d’impresa, ma prenderebbe in considerazione le dinamiche interorganizzative e funzionali tra le componenti del gruppo.

In questo quadro, il valore di stima sarà da considerare nel quadro del gruppo al quale l’impresa appartiene, laddove la disciplina del CCII è orientata, tra l’altro, a scongiurare che l’insolvenza si propaghi da una società del gruppo all’intero gruppo.

Alla luce di quanto sopra, in sede di liquidazione giudiziale la valutazione economica coniuga, in relazione all’esigenza di massimizzare il realizzo in favore dei creditori, le stime basate sul valore intrinseco (semmai anche riferito a singoli rami aziendali) con il valore di liquidazione a stralcio, e talora può contemplare ipotesi di valore sinergico, imponendo al perito appropriate scelte metodologiche nel contesto della procedura.

Di frequente, il mandato prevede che il perito espliciti lo scarto tra valore di mercato dei beni e il valore di realizzo atteso in un’asta, riflettendo così la differenza tra stima teorica e concreto risultato atteso dalla vendita forzata. L’esistenza di un gap significativo tra il valore di stima e il prezzo effettivamente ottenuto in sede di vendita forzata (*sconto calcolato come differenza tra prezzo di aggiudicazione e valore di stima, rapportata al valore di stima*) è documentata da studi specifici condotti nel contesto delle aste giudiziarie aventi ad oggetto la vendita di aziende o rami aziendali.

Sebbene il 39% delle vendite vengono aggiudicate al valore di stima, in circa due casi su cinque lo sconto rispetto al valore a base d’asta sale fino al 50%, mentre in oltre un caso su cinque lo sconto supera il 50%, con un valore mediano di circa il 40% rispetto alla base d’asta (Gonnella e Talarico, 2022). Merita di essere sottolineato, ancora, che in circa il 69% dei casi, le vendite giudiziarie riguardano complessi aziendali per i quali si era stipulato un contratto di affitto prima dell’apertura della procedura, il che testimonia la

relativa efficacia dell'affitto d'azienda nel contesto della liquidazione giudiziale al fine di preservare l'azienda in continuità.

A ciò si aggiunge, anche in termini statistici — dal momento che i dati sopra richiamati sono riferiti a stime che non inglobano già uno sconto — che in non pochi casi, già nella perizia di stima, il perito applica degli sconti al valore per tenere conto del contesto in cui esso si andrà a realizzare.

Come evidenziato in merito dall'OIV (2025) lo sconto è “*funzione inversa dell'attrattività dell'azienda per i potenziali acquirenti*”. Per contro, mancando un vero processo competitivo, i partecipanti al mercato stentano a riconoscere nel valore di acquisizione una qualche sinergia *universale* o *speciale* (che si tradurrebbe in una maggiorazione rispetto al valore a base d'asta). Ciò presupporrebbe una competizione accesa, e in particolare sono rari i casi in cui il prezzo incorpora sinergie speciali (par. 95, c).

Per altro verso, è plausibile che l'esperto, pur cercando di mantenere oggettività e rigore metodologico, sia condizionato dalla presunta “forbice” tra valore stimato e valore realizzabile, già nel formulare le assunzioni valutative. In tal caso, senza esplicitare l'applicazione di sconti al valore, la stima tenderebbe a collocarsi verso il limite inferiore, per evitare eccessive discrepanze tra valore teorico e prezzo di aggiudicazione nella procedura di vendita forzata. Il rischio è che tale approccio possa guidare la formazione di prezzi di realizzo nelle aste giudiziarie tendenzialmente prudentiali, il che può tradursi in un “buon affare” per il compratore, sacrificando però il soddisfacimento delle attese dei creditori.

3.2. Il concordato liquidatorio e la *absolute priority rule*.

Nel concordato proposto nell'ambito della liquidazione giudiziale, il piano può prevedere una soddisfazione non integrale dei creditori privilegiati solo se questa non scende al di sotto del valore di liquidazione, al netto delle spese procedurali. Tale soglia di tutela si basa sull'assunto che il confronto debba avvenire tra quanto il creditore riceverebbe mediante la prosecuzione della procedura liquidatoria e quanto previsto nel piano proposto. Questa impostazione garantisce la *par condicio creditorum*, rispettando l'ordine delle preliezioni legittime.

A differenza del concordato preventivo, nel concordato nella liquidazione giudiziale rimane ferma la *absolute priority rule*, secondo cui un creditore subordinato può essere soddisfatto solo dopo il pagamento integrale dei creditori con rango superiore, salvo apporto di nuova finanza. Tale regola, disciplinata dall'art. 240, c. 4, si oppone alla *relative priority rule*, la quale avrebbe consentito pagamenti a classi inferiori anche in assenza di pieno soddisfacimento dei creditori privilegiati, purché nel rispetto della proporzionalità tra classi. Il rispetto della “*absolute priority rule*” è fondamentale per garantire la legittimità e la corretta applicazione delle proposte concordatarie.

In questo contesto, la relazione giurata del perito rappresenta il fondamento tecnico a sostegno delle decisioni del giudice, chiamato a verificare che i valori di realizzo dei beni garantiscano ai creditori privilegiati un soddisfacimento almeno pari al minimo legale. Il professionista dovrà pertanto valutare i beni e i diritti su cui insistono cause di prelazione, considerando costi di vendita, oneri procedurali, e potenzialità di azioni recuperatorie, come nel caso di trasferimenti infragruppo sospetti. Anche la variabile tempo risulta determinante, poiché il decorso procedurale tende a ridurre progressivamente il valore realizzabile.

4. Approcci e metriche di stima: spunti di pratica professionale nell'ambito della liquidazione giudiziale.

La valutazione di un'azienda, dei suoi rami o di singoli asset patrimoniali si fonda, secondo la dottrina aziendalistica e i principali standard nazionali (PIV) e internazionali (IVS), su tre approcci (o prospettive generali di stima)⁽⁹⁾, sulla base dei quali è definita la tassonomia dei metodi di stima.

La letteratura e i PIV riconoscono il valore dell'utilizzo di approcci multipli per migliorare la solidità della stima, soprattutto per gli intangibili. Per altro verso, si sottolinea che l'uso indiscriminato di medie aritmetiche tra risultati di metodi diversi è ritenuto poco rigoroso. Tali medie possono essere utilizzate solo a titolo comparativo, e devono essere giustificate da coerenza metodologica tra i modelli applicati.

È utile rimarcare, ancora, che la qualità della valutazione dipende in larga misura dalla competenza tecnica dell'esperto incaricato della stima, che deve selezionare e applicare i metodi con coerenza, trasparenza e motivazione. Sebbene la valutazione mantenga sempre una componente soggettiva (la c.d. "equazione personale del valutatore"), la relazione finale dovrà documentare l'intero processo logico e giustificare ogni scelta metodologica.

Di seguito vengono sommariamente richiamati i tre approcci di stima, offrendo alcuni spunti di riflessione sull'applicazione dei vari metodi nel contesto della liquidazione giudiziale, anche avuto riguardo alle metriche *asset side* ed *equity side* in cui gli stessi metodi vengono declinati.

4.1. Metodi basati sui risultati (*Income approach*).

L'approccio dei flussi di risultati include metodi basati sui benefici economici futuri — flussi di cassa o di reddito — attualizzati alla data della valutazione. La base informativa e l'analisi fondamentale rivestono centra-

⁽⁹⁾ Si vedano i paragrafi I.14., I.15., I.16. e I.17. dei Principi Italiani di Valutazione (PIV), 2015. Per gli *International Valuation Standards*, si veda pag. 36 e successive del documento IVSC, IVS Standards sopra citato.

lità, a partire dall'analisi storica dei risultati economico-finanziari e dal giudizio di affidabilità sui piani pluriennali. Ai fini della coerenza delle stime, la determinazione del tasso di attualizzazione richiede un'attenta ponderazione del rischio connesso alla gestione aziendale, sia sotto il profilo operativo, sia nell'aspetto finanziario, tenuto conto del contesto di insolvenza in cui è resa la valutazione.

Tra i molteplici aspetti meritevoli di considerazione (Rupo e Buonasera, 2024), nella stima dei flussi normalizzati la decurtazione delle passività, sorte anteriormente al trasferimento dell'azienda a seguito di soluzioni negoziali della crisi d'impresa o perché i debiti restano in carico alla procedura concorsuale, impone l'assunzione di precise ipotesi in ordine alla evoluzione della struttura del capitale circolante netto e dell'indebitamento, all'epoca della stima e negli anni a venire assunti nel piano⁽¹⁰⁾, sia per l'orizzonte temporale definito di previsione analitica, sia per il periodo a regime per cui si stimano in modo sintetico i flussi attesi nel lungo termine (valore terminale o finale).

All'interno dell'approccio basato sui risultati, si annoverano spesso anche i *metodi misti*, che combinano il valore patrimoniale con una componente di redditività. In tale contesto, l'avviamento (*goodwill*) viene stimato come differenziale attualizzato tra il reddito normalizzato e il reddito equo, da sommarsi al valore del patrimonio netto rettificato. Se tale differenza è negativa (*badwill*), si segnala un'insufficiente redditività dell'impresa rispetto agli standard di settore, rendendo talvolta preferibile la liquidazione a stralcio.

4.2. Metodi patrimoniali (*Cost approach*).

Il *cost approach* è ricondotto al metodo patrimoniale, per come definito nel linguaggio teorico e professionale proprio del contesto italiano (nel linguaggio anglosassone "Asset-based Approach" o "Adjusted book value"). Tale metodo stima il valore dell'azienda in base all'espressione degli elementi patrimoniali attivi e passivi a valori correnti — di sostituzione o ricostruzione⁽¹¹⁾ per l'attivo, e di estinzione per il passivo — pervenendo così ad esprimere il patrimonio netto rettificato. Si valuta quindi il costo necessario per sostituire o riprodurre il patrimonio aziendale, tenendo conto dello

⁽¹⁰⁾ Cfr. "Linee guida per la valutazione di aziende in crisi" CNDCEC - SIDREA, *cit.*, punto 6.5.8. Inoltre, "Il professionista deve verificare se nel complesso aziendale sono compresi debiti privilegiati che passano al cedente (se ciò è compatibile con le disposizioni delle procedure concorsuali in cui si opera la valutazione) o viceversa se essi restano a carico della procedura e quindi sono soddisfatti secondo le regole del concorso" (punto 9.1.10).

⁽¹¹⁾ Il costo di riproduzione/ricostruzione considera l'onere da sostenere per un nuovo bene (materiale o immateriale), identico o dotato di utilità analoga a quella oggetto di valutazione. Il metodo del costo di sostituzione/rimpiazzo ritenuto opportuno quando la riproduzione non è possibile, fa invece ricorso al prezzo/costo di mercato da sostenere per ottenere un bene simile dotato di un'utilità ragionevolmente equivalente. Cfr. Liberatore et al. (a cura di) (2020), 222. Ivi Il riferimento è agli intangibili ma in termini concettuali vale lo stesso per i beni materiali.

stato di usura e in senso lato obsolescenza degli asset e delle condizioni di rinegoziazione o di estinzione dei debiti, in questo caso limitatamente a quelli non trasferiti nell'ambito della procedura.

Sebbene il metodo patrimoniale semplice sia di scarsa significatività come stima economica autonoma, esso è utile per aggiornare lo stato patrimoniale ai valori correnti, specie nell'analisi fondamentale. Quale metodo di stima di un'azienda in continuità trova impiego in contesti particolari, ad esempio per holding o società immobiliari, dove i beni hanno valore individuale e la redditività è collegata a singole attività piuttosto che a una combinazione sistemica.

Nella versione complessa, il metodo patrimoniale include nella stima anche i beni immateriali non presenti a bilancio. Questa versione del metodo è più coerente con la logica del valore in funzionamento (*going concern*), poiché incorpora una stima separata degli intangibili (es. marchi, brevetti, *know-how*). La corretta valutazione di questi beni richiede una stima affidabile della loro capacità di generare benefici economici futuri. Si rammenta l'esigenza di rispettare il c.d. "vincolo dello scenario reddituale" (Guatri e Bini, 2009): il valore degli intangibili, sommato al valore delle altre attività, deve essere coerente con i flussi di reddito attesi. Questo vincolo è verificato tramite un appropriato *reasonableness check*, ossia la verifica di congruità tra redditività prospettica e capitale investito.

In ottica liquidatoria, il metodo patrimoniale risulta particolarmente utile, specie in presenza di liquidazione forzata ai sensi dell'art. 214 CCII. Per come richiamato dai PIV, il caso di specie configura un'alternativa necessaria:

"la vendita in blocco di un complesso non più in grado di far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie e non operativo, offerto in forma adeguatamente pubblicizzata, con il venditore costretto a vendere e nel presupposto che la struttura sia venduta in blocco ed intatta" (OIV, PIV III.6.6).

La valutazione atomistica, basata sulla somma dei valori di realizzo dei singoli asset (o al più di gruppi omogenei di asset), dovrà distinguere tra:

— liquidazione *ex situ*, quando gli asset sono separabili e cedibili singolarmente;

— liquidazione *in situ*, per beni venduti in blocco in uno stato non operativo. In quest'ultimo caso, bisognerà includere i costi di smantellamento e rimozione nel calcolo del valore netto di realizzo.

Va rilevato che in presenza di *intangibili separabili*, il metodo patrimoniale complesso — preferibile per aziende in funzionamento, in quanto capace di rappresentare il valore atteso degli immateriali legati alla tecnologia (software, brevetti, ecc.) o al marketing (marchi, licenze, clienti fidelizzati) — può trovare applicazione anche in ottica di liquidazione a stralcio (forzata). Ciò, evidentemente, se ricorrono i presupposti anche legali per la sua adozione, tra cui l'autonoma trasferibilità e quindi la possibilità concreta di alienazione separata di taluni beni intangibili (ad esempio il marchio).

La stima dei beni immateriali richiede una selezione rigorosa del metodo

più adeguato, in base alla natura dell'intangibile, alla disponibilità di dati, e al contesto valutativo. Per la valutazione degli intangibili rimangono valide le tre principali famiglie metodologiche richiamate (Rupo e Doni, 2020). Il *cost approach* viene considerato come criterio residuale, quando mancano dati di mercato o prospettive affidabili di redditività. Tale criterio di stima viene utilizzato soprattutto per intangibili in fase di sviluppo (es. progetti di R&S), ponendo il tema, ai fini della liquidazione giudiziale, della utilizzabilità solo in scenari di *going concern*. L'*income approach*: rappresenta invece la scelta ottimale per intangibili che generano vantaggi competitivi (es. *premium pricing*), diritti esclusivi (es. brevetti), o entrate da *royalties*. Questi metodi stimano direttamente i flussi futuri o indirettamente i redditi differenziali generati dall'intangibile. Il *market approach*, infine, si applica quando esistono transazioni comparabili per beni simili, ponendosi il problema di affidabilità dei multipli in un mercato, quello delle aste giudiziarie, come già detto, *sui generis*.

4.3. I multipli (Market approach).

L'approccio di mercato — identificato anche come famiglia di metodi relativi — si basa sull'osservazione dei prezzi riferiti ad aziende comparabili. Il valore aziendale è stimato mediante formazione di un campione di aziende quotate comparabili, o nella versione dei multipli di transazioni comparabili su prezzi effettivi di cessioni o acquisizioni di società non quotate.

Sulla criticità nell'applicazione di tali metodi si è già accennato in precedenza. L'esistenza di squilibri economici pone inevitabili difficoltà in particolare nell'adozione del metodo dei multipli di borsa di società comparabili, per via di margini negativi che rendono il più delle volte automaticamente insensata l'adozione del multiplo⁽¹²⁾. Le stime di mercato a mezzo di moltiplicatori, laddove possibili, assumeranno preferibilmente multipli *asset side*, non influenzati dai costi dell'indebitamento e dall'esistenza di risultati reddituali netti negativi. Saranno perciò adottate configurazioni di risultato lordo, quali ad esempio l'EBITDA, se non negativo, o il fatturato (*Sales*), che consentono ancora di identificare driver di valore pur in presenza di squilibri economici o di redditività inferiore a quella normale/equa.

Rientrano tra i metodi dei multipli le cosiddette regole del pollice (*Rules of Thumb*), ossia parametri empirici consolidati nella prassi professionale. Sebbene non rappresentino tecniche rigorose, tali parametri offrono indicazioni utili per una prima stima approssimativa. Come si è detto in precedenza, ad essi si fa un certo ricorso, anche nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale, nelle stime di aziende di modeste dimensioni.

⁽¹²⁾ Cfr. "Linee guida per la valutazione di aziende in crisi" CNDCEC - SIDREA, *cit.*, punto 6.7.5.

4.4. Metriche *asset side/equity side* e logiche “as is” o “as it may be”.

Nella valutazione di aziende, rami aziendali o partecipazioni societarie, l'obiettivo primario è determinare il valore economico del patrimonio netto (*Equity Value*), ovvero dei diritti spettanti ai soci. Questo valore può essere ottenuto tramite due differenti approcci metodologici:

— l'approccio *equity side*, che stima direttamente il valore del capitale proprio. I flussi considerati sono quelli disponibili per i soci, come i redditi netti o i flussi di cassa netti, attualizzati mediante il costo del capitale proprio (*Cost of Equity*). Nel caso di valutazioni basate su multipli di mercato, si utilizzano indicatori riferiti a grandezze azionarie (es. capitalizzazione di borsa, valore contabile del patrimonio netto);

— l'approccio *asset side*, che parte invece dalla valutazione del capitale operativo investito netto (COIN), per ottenere l'*Enterprise Value* (EV). A questo valore si aggiungono gli asset accessori (*Surplus Assets*) e si sottrae la posizione finanziaria netta (PFN), per ottenere il valore del patrimonio netto. In questo approccio, i flussi di riferimento sono quelli lordi, attualizzati al WACC, e i multipli sono calcolati in funzione delle grandezze espressive dell'attivo aziendale (capitale operativo).

Pur seguendo percorsi diversi, entrambi gli approcci dovrebbero condurre — se correttamente applicati — allo stesso valore del capitale economico (*Equity*), a condizione che i modelli siano coerenti e i dati di input selezionati in modo rigoroso.

Nel contesto di imprese in crisi o in stato di insolvenza, l'approccio *asset side* risulta particolarmente utile. Esso permette di neutralizzare gli effetti della struttura finanziaria (ossia l'incidenza del debito sull'equilibrio economico-finanziario) e offre una visione più trasparente della capacità dell'impresa di generare valore industriale. Peraltro, si deve tenere conto dell'eventualità che taluni debiti siano trasferiti nell'ambito della procedura.

Questo approccio risulta, inoltre, idoneo alla valutazione di scenari di risanamento su base *stand alone*, senza considerare sinergie derivanti da eventuali operazioni straordinarie (es. aggregazioni, acquisizioni).

Peraltro, la considerazione di scenari di risanamento potrebbe prevedere un riequilibrio della struttura delle fonti (es. aumento del capitale proprio o riduzione dell'indebitamento), con l'obiettivo di alleggerire l'onere di servizio del debito e migliorare la sostenibilità dei flussi operativi.

In sintesi, l'approccio *asset side*, per la sua capacità di isolare la performance operativa dal peso della leva finanziaria, sembrerebbe fornire un'analisi più neutra e funzionale alla valutazione dei presupposti per la continuità. Quando le valutazioni riguardano l'azienda in continuità, è opportuno verificare *ex ante* l'esistenza di condizioni che rendano plausibile l'esercizio normale dell'attività.

Sotto altro profilo, nel contesto della liquidazione giudiziale, la valuta-

zione di aziende o rami d'azienda finalizzata alla cessione (*ex art. 214, co. 2, o art. 240, co. 2, lett. c, CCII*) richiede una particolare attenzione: da un lato, è necessario evitare sopravvalutazioni basate su beni o strutture economicamente non più sostenibili; dall'altro, non bisogna ignorare le potenzialità di recupero, che potrebbero incidere in maniera sostanziale sul valore effettivo dell'azienda e, di conseguenza, sulla soddisfazione dei creditori. In quest'ottica si distinguono due modalità:

- valutazioni “*as it is*”: considerano l'azienda nelle condizioni attuali;
- valutazioni “*as it may be*”: stimano il valore assumendo interventi correttivi e scenari di risanamento.

Sebbene abbiamo posto in precedenza l'accento sulle valutazioni rese in ottica “*as it is*”, va detto che in presenza di piani di risanamento le valutazioni “*as it may be*” (che tipicamente conducono alla stima di un valore potenziale), sono possibili in determinati segmenti della procedura (si pensi al concordato nella liquidazione giudiziale) ove sia possibile prevedere una ristrutturazione finanziaria o industriale tale da configurare un *valore di azienda riorganizzata* ai sensi del documento OIV 2025 (par. 12).

I metodi basati su flussi di risultato prospettici (reddito o cassa) dovranno riflettere scenari normalizzati post-risanamento, sulla base di un piano credibile (Ferri, 2014). I flussi storici andranno quindi corretti per eventi straordinari, come ristrutturazioni, accordi sindacali o dismissioni.

Il valore così ottenuto dovrà considerare gli investimenti aggiuntivi previsti nel piano di rilancio, necessari per ripristinare condizioni di equilibrio economico. L'esperto dovrà esprimersi, tra l'altro, in ordine alla *ragionevolezza delle assunzioni e ai vincoli di esecuzione del piano* (OIV, 2025, par. 167, punto 3.).

Il tasso di attualizzazione, inoltre, sarà generalmente più elevato rispetto alle valutazioni ordinarie, poiché rifletterà il maggiore rischio connesso all'incertezza sul futuro dell'azienda. L'esperto dovrà integrare nel tasso un giudizio probabilistico sulla fattibilità del piano, costruendo scenari impliciti o espliciti di realizzazione.

Le assunzioni sui debiti pregressi — che in parte possono rimanere in carico alla procedura o essere risolti attraverso soluzioni negoziali — richiedono attenzione nella stima del capitale circolante netto e dell'indebitamento futuro, sia nel breve che nel lungo periodo (incluso il valore terminale).

5. Conclusioni.

Alla luce di quanto discusso nell'articolo, l'orientamento del CCII è chiaramente proteso a valorizzare l'azienda come entità generatrice di valore, anche quando sottoposta a liquidazione giudiziale. Nello spirito della riforma, la salvaguardia del valore d'impresa non è quindi vista solo in funzione

patrimoniale, ma come espressione della sua funzione strumentale nella società, in grado di rispondere ai bisogni economici, sociali e collettivi.

Nel momento di crisi e di insolvenza, il ventaglio degli interessi coinvolti va ben oltre i soci originari e i creditori sociali, comprendendo i potenziali acquirenti di beni o rami aziendali, i lavoratori e più in generale vari *stakeholder* pubblici e privati.

A conferma di tale orientamento, si sottolinea che nel contesto del concordato nella liquidazione giudiziale, l'art. 240, c. 2, lett. c) del Codice della Crisi e dell'Insolvenza (CCII) riconosce la possibilità di attuare operazioni straordinarie come strumenti per ristrutturare i debiti e soddisfare i crediti. Tali operazioni — che includono un ventaglio più ampio di quelle a cui si è dedicato il presente articolo — possono includere cessioni di beni, accolti, emissione o assegnazione di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, titoli convertibili), anche a favore dei creditori.

Qui l'attenzione si è concentrata prevalentemente sui due aspetti fondamentali che riguardano la prospettiva del valore nella procedura di liquidazione giudiziale:

— la *conservazione del valore*, tramite la prosecuzione dell'esercizio del debitore e l'affitto d'azienda;

— il *realizzo del valore* nella liquidazione forzata dell'azienda, secondo il possibile binomio liquidazione in continuità/liquidazione atomistica.

L'articolo ha inteso tracciare un quadro metodologico utile alla pratica professionale, in primo luogo avuto riguardo al ruolo di esperto incaricato a redigere la relazione di stima. Nell'attività di valutazione, che non può prescindere dalla visione unitaria dell'azienda e dalla verifica dei presupposti per la continuità aziendale, il supporto di esperti incaricati del giudizio di stima, tranne che in caso di aziende di ridotte dimensioni caratterizzate da strutture operative e patrimoniali modeste, è infatti, fondamentale.

Le considerazioni sviluppate sono utili, altresì con riferimento ad attività professionali esercitate nella veste di curatore fallimentare, tenuto a ponderare secondo convenienza economica le due ipotesi di base del realizzo a stralcio o come complesso unitario dell'azienda sottoposta a liquidazione giudiziale. Come evidenziato nell'articolo, la riforma del Codice, nell'assegnare un ruolo centrale al momento valutativo, riconosce l'importanza della figura del curatore, per la conservazione del valore d'impresa, sin dal momento dell'apertura della liquidazione giudiziale: nell'esercizio dell'impresa del debitore (art. 211), nell'affitto dell'azienda o di suoi rami (art. 212), nella predisposizione del programma di liquidazione (art. 213). L'impostazione descritta si conferma anche nella funzione istruttoria del parere del curatore richiesto obbligatoriamente dal giudice delegato in sede di esame della proposta di concordato giudiziale (c. 1, art. 241). La soluzione concordataria si deve infatti confermare migliore o quantomeno equivalente rispetto all'ipotesi liquidatoria (Minutoli e Fantozzi, 2024).

Delineando gli aspetti salienti dei due momenti sopra richiamati —

conservazione e realizzo del valore — il lavoro ha inteso offrire riflessioni utili per l'interpretazione della normativa di riferimento ai fini dell'impostazione del giudizio di stima, approfondendo tra l'altro il tema delle configurazioni di valore e delle relazioni tra valore e prezzo nel contesto della liquidazione giudiziale.

Opportuni riferimenti hanno riguardato gli approcci e metodi di stima, accennando alle specificità degli stessi ai fini della valutazione nella procedura.

Le analisi svolte consentono di cogliere la complessità del tema affrontato. Esse si propongono quale primo supporto metodologico allo svolgimento dell'incarico, fornendo al tempo stesso alcune indicazioni di natura più pragmatica rispetto al processo valutativo. Ciò al fine di accrescere la competenza tecnica dell'esperto nelle diverse fasi della valutazione, dalla predisposizione della base informativa all'analisi fondamentale, alla scelta dei metodi e dei parametri di stima, e infine alla conclusione di valore, frutto di un processo che sia razionale, verificabile e coerente rispetto alle finalità del giudizio di stima.

Bibliografia

- CNDCEC-SIDREA (2016), *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*.
 CNDCEC, (2011), *Il programma di liquidazione*, Roma, in www.commercialisti.it.
 FELLEGARA, A., GIUNTA, F., PAOLINI, A., & TEODORI, C. (2023), *Le parole della crisi: la lettura degli aziendalisti italiani*. Le parole della crisi, 178.
 FERRI S. (2014), *Il piano di risanamento*, in Liberatore G., Amaduzzi A., Comuzzi E., Ferraro O. (2014), *La valutazione delle aziende in crisi*, Giuffrè, Milano.
 GIULIANI M., MARASCA S. (a cura di), (2018), *La valutazione degli intangibles aziendali*, Giuffrè, Milano.
 GONNELLA E., TALARICO L. (2022), *Lo "Sconto per vendita forzata" (Forced Sale Discount) nelle aste fallimentari italiane: un'indagine sul campo*, in Riv. Dottori Commercialisti, n. 4/2022, pagg. 559-577.
 GUATRI L., BINI M. (2009), *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
 IVSC, International Valuation Standard Council (2024), *IVS Standards*, Effective 31 January 2025.
 LAMANNA F. (2019), *Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (II)*, Milano, 29 ss.
 LIBERATORE G., AMADUZZI A., COMUZZI E., FERRARO O. (2014), *La valutazione delle aziende in crisi*, Giuffrè, Milano.
 LIBERATORE G., CORBELLA S., TISCINI R. (a cura di) (2020), *Manuale di valutazione d'azienda*, Mc-Graw Hill, Milano.
 LOPREVITE S., DEL POZZO A., VERMIGLIO A. (2024), *La conservazione del valore d'azienda e la proposta di concordato nella liquidazione giudiziale di gruppo*, in A.A.V.V. a cura di Minutoli, G., & Vermiglio, F. *I concordati nella liquidazione giudiziale*. Wolters Kluwer Italia.

- MICHELOTTI F., IRIMCA A., (2025), Sub Art. 213 D.lgs. 12-01-2019, n. 14 - *Programma di liquidazione*, in www.onelegale.wolterskluwer.it.
- MIGLIORI S. (2013), *Crisi d'impresa e corporate governance*, Franco Angeli, Milano.
- MINUTOLI G., FANTOZZI L., (2024), *Il giudizio di omologazione*, in A.A.V.V. a cura di Minutoli, G., & Vermiglio, F. *I concordati nella liquidazione giudiziale*. Wolters Kluwer Italia.
- MONICO L., (2025a), Sub Art. 211 D.lgs. 12-01-2019, n. 14 - *Esercizio dell'impresa del debitore*, in www.onelegale.wolterskluwer.it.
- MONICO L., (2025b), Sub Art. 212 D.lgs. 12-01-2019, n. 14 - *Affitto dell'azienda o di suoi rami*, in www.onelegale.wolterskluwer.it. (A).
- OIV, ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE (2015), *Principi Italiani di Valutazione 2015*, Egea, Milano.
- OIV, ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE (2025), *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper n. 1/25.
- PANZANI L., (2009) *Programma di liquidazione*, in AA. VV., *Fallimento e altre procedure concorsuali*, (diretto da) Fauceglia G. e Panzani L., Torino, UTET giuridica.
- PENTA A., (2018), *Le principali questioni analizzate dalla giurisprudenza in tema di esercizio provvisorio e di vendita e affitto d'azienda*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 5/2018.
- PEZZANO A., (2016) *Esercizio provvisorio e concordato fallimentare: un propizio connubio per il futuro concorsuale*, in *Il Caso.it*.
- RUPO D., BUONASERA A., (2024), *La valutazione d'azienda nella liquidazione giudiziale di gruppo*, in A.A.V.V. a cura di Minutoli, G., & Vermiglio, F. *I concordati nella liquidazione giudiziale*. Wolters Kluwer Italia.
- RUPO D., DONI F. (2020), *La valutazione dei beni immateriali*, in Liberatore G., Corbella S., Tiscini R. (a cura di) (2020), *Manuale di valutazione d'azienda*, Mc-Graw Hill, Milano.

CORPORATE GOVERNANCE

CORPORATE SUSTAINABILITY DUE DILIGENCE DIRECTIVE (CS3D): PERCHÉ RAPPRESENTA UN CAMBIO DI PASSO NELLE DIRETTIVE EU SULLA SOSTENIBILITÀ E QUALI GLI EFFETTI ATTESI

di MASSIMO MONDAZZI

1. Introduzione.

Il 26 luglio scorso, dopo un lungo e dibattuto *iter* approvativo, è entrata in vigore la Corporate Sustainability Due Diligence Directive (Direttiva 2024-1760), nel seguito CS3D o Direttiva.

A distanza di soli 7 mesi (26 febbraio 2025), ancora prima che la Direttiva potesse generare alcun effetto, la Commissione Europea ha proposto alcuni emendamenti (Direttive “Omnibus” COM 2025 80/81) che, se approvati, modificherebbero alcuni degli obblighi introdotti ma non li rivoluzionerebbero ⁽¹⁾.

Le novità introdotte dalla CS3D sono decisamente rilevanti, con o senza *Omnibus*, e la loro natura costituisce un deciso cambio di passo rispetto alle precedenti Direttive EU quali la Tassonomia ambientale e la Direttiva sul Reporting di Sostenibilità - CSRD, anch'esse parzialmente rivisitate dalle due recentissime Direttive menzionate.

Mentre infatti Tassonomia e CSRD hanno fissato i criteri con i quali le aziende devono rendicontare le informazioni relative alla sostenibilità, la CS3D impone loro precisi comportamenti “sostenibili” da adottare nella gestione.

Si è passati quindi dalla regolamentazione sulla forma delle Disclosures a quella sulla sostanza delle azioni.

L'Unione Europea, molto attiva nel perseguire obiettivi di “giusta ed efficace transizione”, sembra dire alle aziende: “io sono arrivata fino a qui nel

⁽¹⁾ La Direttiva *Omnibus* COM 80 detta “stop the clock” è stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale europea in data 16 aprile u.s. e deve ora essere recepita nel nostro ordinamento nazionale. Per quanto concerne la COM 81 si stanno ora formando le posizioni del Consiglio e della Commissione mentre meno sviluppata appare la posizione del Parlamento. I documenti consultabili contengono proposte di ulteriori variazioni, spesso nella direzione di un “alleggerimento” della norma nella definizione dell'ambito (scope) e nei requisiti dei Transition Plan e della Due Diligence, ma in questo momento appare prematuro ogni commento.

disegnare la strada da intraprendere con la predisposizione del Next Generation EU, del Fit for 55%, e altri pacchetti di iniziative, adesso spetta a voi realizzarne i contenuti nello svolgimento dei rispettivi business”.

Scopo dell’articolo, dopo aver fornito un breve riassunto di quanto disposto dalla Direttiva e dei successivi emendamenti proposti ma non ancora approvati, è di approfondire le principali novità introdotte in tema di **Due Diligence e di Transition Plan** e di iniziare a prefigurare quali potranno essere gli effetti della loro applicazione sull’economia reale europea, in particolare nei settori cruciali delle Banche e dell’Energia, e sui rapporti della EU con il Resto del Mondo.

2. Sintesi della Direttiva.

La Direttiva si presenta con due “anime”, apparentemente ma non completamente separate nei fatti.

La prima, fino ad ora molto più citata e commentata, è quella che impone agli Organi Societari, primo tra tutti il Consiglio di Amministrazione, la migliore *Due Diligence* nel verificare il rispetto da parte della società e lungo la sua catena del valore delle norme esistenti in termini di Diritti Umani e di preservazione dell’Ambiente⁽²⁾.

Nel definire l’ambito si mantiene quindi la stessa impostazione delle precedenti Direttive in cui l’attenzione è stata estesa anche a quanto avviene a monte e a valle rispetto all’impresa, fatte salve alcune eccezioni⁽³⁾.

Si rileva inoltre come l’obbligo di *Due Diligence* non sia limitato ai soli rapporti diretti dell’azienda con fornitori e clienti, i cd *tier 1*, ma vada esteso per rilevanza e materialità all’intera catena del valore (“*tier 2-n*”) le cui condizioni di operatività vanno accertate sulla base di un criterio “risk based”. Nella recente proposta di emendamento della Direttiva tale obbligo è ora limitato ai soli clienti/fornitori diretti, con estensione ai livelli successivi quando la società ha “*plausible information that suggests an adverse impact at the level of an indirect business partner*”.

L’identificazione di fatti esistenti o potenziali contrari alle norme richiamate non rappresenta però l’unico obbligo ad agire imposto dalla Direttiva. Questa dispone infatti che, in caso le verifiche evidenzino criticità, l’azienda debba mettere in atto azioni di:

- prevenzione dei fatti negativi potenziali,
- eliminazione dei fatti negativi esistenti,
- rimedio delle conseguenze già manifestatesi a causa dei fatti negativi esistenti.

⁽²⁾ Come elencate in Annex I-II della Direttiva stessa

⁽³⁾ Tra cui i “regulated financial undertakings” la cui catena del valore in scope è quella upstream e non anche quella downstream (§ 26)

La seconda “anima” della Direttiva impone alle aziende in ambito la redazione di un *Transition Plan* inteso come piano d’azione futuro che porti alla neutralità carbonica entro il 2050 in ossequio ad uno scenario di decarbonizzazione redatto su base scientifica.

Di per sé il concetto di *Transition Plan* non è nuovo. Se ne parla infatti già nella Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e negli standard di rendicontazione E1-4 recentemente emessi dall’EFRAG. Ma mentre la CSRD prevede la rappresentazione di questo piano se già predisposto, lasciando alla società in caso negativo la spiegazione del perché non l’abbia ancora redatto e la previsione di quando sarà disponibile, la CS3D introduce l’obbligo della sua redazione e pubblicazione.

Trattandosi di una previsione futura, soggetta all’influenza di innumerevoli fattori non tutti prevedibili nel medio-lungo periodo, l’obiettivo del *Transition Plan* (azzeramento delle emissioni nette di GHG entro il 2050) costituisce una “obbligazione di mezzi e non di risultato”, il che vuol dire che l’azienda dovrà profondere i suoi migliori sforzi (“*best effort*”) per il raggiungimento dell’obiettivo “net zero”. La consistenza di questo sforzo e la sua articolazione saranno l’oggetto della valutazione a cura dell’Autorità preposta della rispondenza del piano alle aspettative del Legislatore.

Diversamente dagli obblighi di *Due Diligence*, l’obbligo di predisposizione del *Transition Plan* è esteso alla totalità delle aziende in ambito.

Come anticipato, il dibattito in fase di approvazione della Direttiva ha riguardato principalmente se non esclusivamente i temi di *Due Diligence*, imputati di essere troppo onerosi e di difficile attuazione lungo la catena del valore. Da qui anche la “tardiva” proposta di revisione dello scorso marzo. In realtà è parere di chi scrive che l’imposizione di un *Transition Plan* rappresenti:

— un tema altrettanto se non addirittura più sfidante per la maggioranza delle aziende oggi ben lontane dall’adozione qualificata del target di emissioni richiesto,

— una ragione di forte discontinuità di Mercato che, se non gestita adeguatamente, potrebbe vedere le aspettative positive sull’economia EU fortemente pregiudicate.

La successiva trattazione qualificherà meglio il fondamento di questi due punti.

Le due “anime” della Direttiva dovranno essere adottate contestualmente secondo una tempistica la cui definizione tiene conto esclusivamente della dimensione delle società quantificata in termini di fatturato e di numero dei dipendenti, come descritto nel seguente grafico.

26 Luglio 2026

Scadenza ultima per gli Stati Membri per la transposizione del contenuto della Direttiva in Legge Nazionale

26 Luglio 2028

Seconda data di efficacia (Wave 2)

Wave 2	Turnover	No. employees
EU companies	€900m*	3,000
Non-EU companies	€900m**	N/A

26 Luglio 2027

Prima data di efficacia (Wave 1)

Wave 1	Turnover	No. employees
EU companies	€1,500m*	5,000
Non-EU companies	€1,500m**	N/A

26 Luglio 2029

Terza data di efficacia (Wave 3)

Wave 3	Turnover	No. employees
EU companies	€450m*	1,000
Non-EU companies	€450m**	N/A
EU franchisers	€80m* turnover; €22.5m* royalties	
Non-EU franchisers	€80m** turnover; €22.5m** royalties	

* dato riferito al fatturato consolidato complessivo

** dato riferito al fatturato consolidato EU

La Direttiva COM 2025 80, che è previsto sia recepita dagli Stati Membri entro dicembre 2025 (rif. nota 2), propone ora la posticipazione di un anno delle prime due scadenze (trasposizione della Direttiva in legge nazionale e applicazione da parte del primo gruppo di società in ambito), lasciando invariate le successive.

Per concludere questa prima descrizione del contenuto della Direttiva è utile affrontare tre ultimi temi:

- l'applicabilità a società/gruppi non-EU,
- il ruolo della Supervisory Authority che sarà chiamata a giudicare il comportamento delle società,
- il regime delle penalties.

Per quanto concerne l'applicabilità della Direttiva, se il testo appare chiaro nel definire il perimetro di business assoggettato in caso di società/gruppi EU, altrettanto non vale per le società/gruppi non-EU. In particolare resta da chiarire definitivamente se la presenza in ambito di una controllata EU appartenente ad un gruppo non-EU implichi l'estensione dei dettami della Direttiva a tutto il gruppo non-EU.

Per risolvere questo dubbio è utile il riferimento al testo della CSRD e, in Italia, della Legge delega 125/2024 con la quale l'Ordinamento Italiano ha recepito i contenuti della Corporate Sustainability Reporting Directive. La Legge Delega, a proposito dell'applicazione della norma a società/gruppi non-EU (art. 5: Relazione di sostenibilità delle imprese di paesi terzi), recita: *“Le società figlie di cui al comma 1, che siano imprese di grandi dimensioni o piccole e medie imprese quotate, pubblicano e rendono accessibile la relazione sulla sostenibilità della società madre extra-europea nei termini di cui all'articolo 6, comma 2, redatta a livello di gruppo dalla società madre extra-*

europea, includendo le informazioni di cui all'articolo 4, comma 2, lettere a), numeri 3, 4 e 5, b), c), d), e) e f) e, se del caso, h)" (4).

Considerando lo spirito di "continuità di intenti" tra CS3D e CSRD (5), spirito più volte citato dal Legislatore, si tende quindi ad affermare che, nel caso di gruppi non-EU in ambito, gli obblighi di *Due Diligence* e di adozione del *Transition Plan* siano estesi all'intero perimetro consolidato.

Inoltre, sempre attingendo al testo della Legge Delega 125, si comprende che nel caso la casa madre di un gruppo non-EU non ottemperi, non essendoci su di essa nessuna giurisdizione territoriale EU, sarà una sua controllata EU a dover provvedere per l'intero gruppo e ad essere esposta ai regimi di responsabilità e penalties previsti in caso di inadempienza.

Per l'identificazione della controllata EU su cui ricadrà questo compito, in assenza di una sub-holding europea che consolidi gli interessi europei del

(4) Art. 4.2: Le informazioni di cui al comma 1 includono: a) una breve descrizione del modello e della strategia aziendali del gruppo, che indichi: 1) la resilienza del modello e della strategia aziendali del gruppo in relazione ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità; 2) le opportunità per il gruppo connesse alle questioni di sostenibilità; 3) i piani del gruppo, incluse le azioni di attuazione e i relativi piani finanziari e di investimento, atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5°C in linea con l'Accordo di Parigi e l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica entro il 2050 come stabilito dal regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 giugno 2021, e, se del caso, l'esposizione del gruppo ad attività legate al carbone, al petrolio e al gas; 4) il modo in cui il modello e la strategia aziendali del gruppo tengono conto delle istanze dei suoi portatori di interessi e del suo impatto sulle questioni di sostenibilità; 5) le modalità di attuazione della strategia del gruppo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità; b) una descrizione degli obiettivi temporalmente, definiti connessi alle questioni di sostenibilità, definiti dal gruppo, inclusi, se del caso, obiettivi quantitativi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra almeno per il 2030 e il 2050, una descrizione dei progressi realizzati dal gruppo nel conseguimento di tali obiettivi e una dichiarazione che attesti se gli obiettivi del gruppo relativi ai fattori ambientali sono basati su prove scientifiche conclusive; c) una descrizione del ruolo degli organi di amministrazione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e delle loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo o dell'accesso di tali organi alle suddette competenze e capacità; d) una descrizione delle politiche del gruppo in relazione alle questioni di sostenibilità; e) informazioni sull'esistenza di sistemi di incentivi connessi alle questioni di sostenibilità e che sono destinati ai membri degli organi di amministrazione e controllo; f) una descrizione: 1) delle procedure di dovuta diligenza applicate dal gruppo in relazione alle questioni di sostenibilità e, ove applicabile, in linea con gli obblighi dell'Unione europea che impongono alle imprese di condurre una procedura di dovuta diligenza; 2) dei principali impatti negativi, effettivi o potenziali, legati alle attività del gruppo e alla sua catena del valore, compresi i suoi prodotti e servizi, i suoi rapporti commerciali e la sua catena di fornitura, delle azioni intraprese per identificare e monitorare tali impatti, e degli altri impatti negativi che l'impresa madre è tenuta a identificare in virtù di altri obblighi dell'Unione europea che impongono di attuare una procedura di dovuta diligenza; 3) di eventuali azioni intraprese dal gruppo per prevenire o attenuare impatti negativi, effettivi o potenziali, o per porvi rimedio o fine, e dei risultati di tali azioni; g) una descrizione dei principali rischi per il gruppo connessi alle questioni di sostenibilità, comprese le principali dipendenze del gruppo da tali questioni, e le modalità di gestione di tali rischi adottate dal gruppo; h) indicatori pertinenti per la comunicazione delle informazioni di cui alle lettere a), b), c), d), e), f) e g).

(5) Direttiva art. 22.2: "Si considera che le società che comunicano un piano di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici a norma dell'articolo 19 bis, 29 bis o 40 bis, a seconda dei casi, della direttiva 2013/34/UE abbiano rispettato l'obbligo di adottare un piano di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici di cui al paragrafo 1 del presente articolo.

gruppo non-EU, sarà applicato il parametro del fatturato netto più elevato ⁽⁶⁾ mutuato dalla definizione dell'area di competenza delle Supervisory Authority (o Autorità) previste dalla Direttiva.

All'art. 24 la CS3D prevede infatti che ciascuno Stato Membro designerà una o più Supervisory Authority incaricate di verificare il rispetto delle obbligazioni di:

— *Due Diligence* nella verifica del rispetto dei Diritti Umani e della protezione ambientale,

— predisposizione del *Transition Plan*.

Le Autorità già ora incaricate per la supervisione dei *regulated financial undertakings* potranno ricoprire il ruolo di Supervisory Authority ai fini della Direttiva.

Gli Stati Membri assicureranno alle Supervisory Authority adeguati strumenti, risorse e poteri, inclusi quelli di investigazione e di richiesta di informazioni alle società supervisionate, e attribuiranno loro la facoltà di ordinare:

— la cessazione delle attività che non rispettano gli obblighi stabiliti dalla Direttiva,

— il divieto della loro ripetibilità,

— azioni di rimedio proporzionate alla violazione perpetrata.

Infine spetterà alle Supervisory Authorities l'imposizione delle penali.

Commentando quanto sopra risulta evidente la vastissima area di controllo attribuita all'Autorità.

Questo vale certamente per il suo ruolo di controllore e verificatore, non solo sulla carta ma anche nell'efficacia pratica, della *Due Diligence* messa in atto dalla società per scongiurare le violazioni delle norme, da quelle ambientali a quelle in difesa dei diritti umani.

A queste si aggiungono poi le nuove e per questo inesplorate attribuzioni affidate in tema di *Transition Plan*. Questa è infatti la prima volta che ad una Autorità viene attribuito il compito di vigilare sulla predisposizione e sul risultato atteso di un Piano strategico che indirizzerà le azioni e i comportamenti di breve, medio e lungo termine di una azienda.

Il Piano Strategico da sempre è stato considerato uno degli esempi iconici della "*business judgment rule*" che garantisce agli Amministratori diligenti, informati e operanti nel rispetto delle leggi, la facoltà di sviluppare a loro discrezione l'attività aziendale. La novità oggi è che nei Paesi Membri EU la riduzione delle emissioni carboniche, fino al loro annullamento al 2050, è

⁽⁶⁾ A questa conclusione si arriva consultando la Direttiva, articolo 24 "Supervisory Authority" nel quale, indicando quale Autorità in ambito europeo dovrà esercitare il controllo sulla corretta declinazione della Direttiva, stabilisce al comma 3: "*Per quanto riguarda una società di cui all'articolo 2, paragrafo 2 (non-EU), l'autorità di controllo competente è quella dello Stato membro in cui la società ha una succursale. Se la società non ha una succursale in uno Stato membro o ha succursali situate in Stati membri diversi, l'autorità di controllo competente è l'autorità di controllo dello Stato membro in cui la società ha generato la maggior parte del fatturato netto nell'Unione ...*".

divenuta legge, e questo determina l'estensione in ambito totalmente nuovo dei poteri di supervisione attribuiti ad organi di controllo esterni.

L'ampiezza di queste attribuzioni ci porta al seguente commento. Una cosa sarà per l'Autorità verificare, attraverso un *modus operandi* già consolidato in altre simili circostanze, l'esistenza ed il funzionamento di procedure interne che prevencono la violazione, ad esempio, di norme ambientali. Cosa diversa, in assenza di un *modus operandi* sperimentato, sarà verificare il "best effort" espresso dalla società nello sviluppare un *Transition Plan*.

La difficoltà è enfatizzata dallo stato dell'arte dei *cd Transition Plan* al momento sviluppati dalle aziende. Tutte o quasi dicono di averne già uno, ma in alcuni casi si tratta di mere "aspirazioni" mentre in altri, pochi, i piani sono realmente articolati e documentati. In mezzo, si rileva una enorme varietà di impostazioni. Come definire le "condizioni minime di accettabilità" di un *Transition Plan* che assicurino il rispetto della Direttiva e, al contempo, come assicurare una applicazione omogenea e consistente di queste "condizioni minime" nella valutazione di tutte le aziende?

Grande dovrà essere lo sforzo iniziale dei componenti di una Supervisory Authority nel definire quali saranno le "condizioni minime di accettabilità". L'anno di anticipo richiesto dalla Direttiva per l'identificazione delle Supervisory Authority prima della sua entrata in vigore (quindi luglio 2026⁽⁷⁾ o luglio 2027 in caso di posticipo) servirebbe proprio anche a questo scopo. Senza dimenticare che le "condizioni minime di accettabilità" dovranno essere concordate a livello EU e poi applicate a livello nazionale, questo per evitare valutazioni differenti da parte delle Autorità che porterebbero all'imposizioni di penalties in maniera non equa ed omogenea nei Paesi EU.

La Direttiva prevede (art. 28) la costituzione di un European Network of Supervisory Authority a cui attribuisce compiti di facilitazione nella identificazione degli ambiti di competenza e nello scambio di altre informazioni, anche in fase di indagini. Quello qui menzionato, relativo alla definizione di criteri omogenei di valutazione dei *Transition Plan*, potrebbe certamente essere un ulteriore compito fondamentale attribuito al Network.

L'esercizio di lettura e valutazione dei *Transition Plan* che le società in ambito cominceranno a produrre da quest'anno in ossequio alla Corporate Sustainability Reporting Directive sarà molto utile per un aggiornamento dello stato dell'arte e per guidare i lavori di predisposizione di queste "condizioni minime di accettabilità".

Un'ultima riflessione meritano poi le competenze che saranno richieste a coloro i quali faranno parte di una Supervisory Authority. Appare evidente come le due "anime" richiedano competenze molto diverse, il che farebbe propendere per lo "sdoppiamento" in una "Due Diligence Supervisory Autho-

(7) Art. 24.7 "Entro il 26 luglio 2026 ciascuno Stato membro comunica alla Commissione nome ed estremi di contatto di ciascuna autorità di controllo designata a norma del presente articolo, indicando le rispettive competenze qualora designi più di una autorità. Lo Stato membro informa la Commissione di qualsiasi modifica dei dati comunicati.

rity” e una “Transition Plan Supervisory Authority”, oppure una sola Supervisory Authority con due dipartimenti specializzati all’interno di una struttura unica congiunta che consenta di mantenere una unitarietà di approccio là dove richiesta ed opportuna.

Le competenze relative ai Transition Plan, in quanto nuove, saranno certo le più critiche da rinvenire ed istruire.

Per concludere, il tema della Supervisory Authority ci introduce direttamente alle penali monetarie che questa potrà imporre (art. 27).

Il tema è particolarmente rilevante dato l’ammontare massimo che queste potranno raggiungere, fissato in un valore non inferiore al 5% del fatturato consolidato netto del gruppo che ha violato, anche per colpa di una sola sua società controllata, gli obblighi della Direttiva.

L’art. 27.4 precisa, inoltre, che il riferimento al fatturato consolidato vale anche per i gruppi non-EU (ex art. 2.2 della Direttiva) per cui la violazione sia stata compiuta da almeno una sua società controllata europea.

Certo la Direttiva indica alcuni criteri e considerazioni che le Supervisory Authority dovranno seguire per determinare la dimensione della penale ⁽⁸⁾, ma non vi è dubbio che gli ordini di grandezza sono superiori a quelli presenti in Direttive analoghe, *in primis* la CSRD ⁽⁹⁾.

⁽⁸⁾ Art. 27.2 Nel decidere se imporre sanzioni e, qualora tali sanzioni siano imposte, nel determinarne natura e livello appropriato, è tenuto debitamente conto, secondo il caso:

a) della natura, della gravità e della durata della violazione e della gravità degli impatti da essa causati;

b) degli investimenti effettuati e del sostegno mirato fornito a norma degli articoli 10 e 11;

c) dell’eventuale collaborazione attuata con altri soggetti per affrontare gli impatti in questione;

d) se del caso, della misura in cui sono state adottate decisioni di attribuzione di priorità conformemente all’articolo 9;

e) di eventuali pertinenti violazioni delle disposizioni di diritto nazionale adottate in attuazione della presente direttiva, commesse in precedenza dalla società, constatate da una decisione definitiva;

f) della misura in cui la società ha adottato eventuali provvedimenti correttivi in relazione alla materia in questione;

g) dei benefici finanziari conseguiti o delle perdite evitate dalla società in conseguenza della violazione;

h) di eventuali altri fattori aggravanti o attenuanti applicabili alle circostanze del caso in questione

⁽⁹⁾ La CSRD rimanda alle legislazioni nazionali la determinazione delle penali pecuniarie da imporre. In Italia il DL 125/2024 all’art 10.2 recita: Per i due anni successivi all’entrata in vigore del presente decreto, ai sensi dell’articolo 17, comma 1, lettere a), b) e c), le sanzioni amministrative pecuniarie previste dall’articolo 193, commi 1.2 e 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, applicate per la violazione degli obblighi previsti dall’articolo 154-ter, comma 1-quater, del medesimo decreto legislativo n. 58 del 1998, non possono eccedere euro 150.000. Per il medesimo periodo, le sanzioni amministrative pecuniarie previste dall’articolo 193, comma 1, del decreto legislativo n. 58 del 1998, applicate per la violazione degli obblighi previsti dall’articolo 154-ter, comma 1-quater, del medesimo decreto legislativo n. 58 del 1998, non possono eccedere euro 2.500.000. Per il medesimo periodo, le sanzioni amministrative pecuniarie previste dagli articoli 24 e 26-quater del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, non possono eccedere per le società di revisione euro 125.000 e per i revisori della sostenibilità euro 50.000. 3. Quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità, si applica quanto previsto dall’articolo 193, comma 1, lettere a) e b) e comma 1.1, lettere a) e b), del decreto legislativo n. 58 del 1998. 4. Ai fini della determinazione del tipo e dell’ammontare delle sanzioni amministrative pecuniarie per la violazione degli

La “pesantezza” delle penali pecuniarie fa sì che la definizione di chiari ed omogenei criteri di identificazione delle violazioni e dei gradi di loro gravità acquisisca importanza massima.

Nella Direttiva COM 2025 81 il riferimento al valore massimo non inferiore al 5% del fatturato consolidato è stato stralciato e rimpiazzato dal seguente testo “*The Commission, in collaboration with Member States, shall issue guidance to assist supervisory authorities in determining the level of penalties in accordance with this Article. Member States shall not set a maximum limit of pecuniary penalties in their national law transposing this Directive that would prevent supervisory authorities from imposing penalties in accordance with the principles and factors set out in paragraphs 1 and 2*”.

Dal testo proposto, nonostante lo stralcio, traspare comunque la volontà di mantenere un regime di penalties che sia “*efficace, proporzionato e dissuasivo*” (all’art. 27.1), il che significa che, se considerata la potenziale dannosità di comportamenti non in linea con le prescrizioni della Direttiva (es: significative violazioni dei diritti umani, di norme ambientali e il procrastinare dannose emissioni GHG), le penalties potrebbero assumere valori di tutto rilievo e comunque sempre correlate a grandezze del consolidato a cui appartiene la società che viola.

Inoltre, resta chiaro l’intento di mantenere omogeneo il regime di penalties a livello EU attraverso la mediazione delle Supervisory Authorities, condizione indispensabile perché il regime impositivo resti equo e non lesivo della concorrenza tra i diversi Stati dell’Unione.

3. Due Diligence.

La prima “anima” della Direttiva, relativa all’obbligo di Due Diligence, è quella che come già ricordato ha più attratto l’attenzione, anche in forza della preponderanza del testo ad essa dedicata.

Il tema non è del tutto nuovo. Il concetto di due diligence nella verifica del rispetto dei Diritti Umani e dell’Ambiente è stato descritto nelle “*Guidelines for multinational enterprises*” emesse da *Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD)*. In particolare la “*Due Diligence Guidance for responsible business conduct*” è il testo cardine nell’aiutare le società

obblighi previsti dall’articolo 154-ter, comma 1-quater, del decreto legislativo n. 58 del 1998 e dall’articolo 26-quater, comma 1, del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, ai sensi dell’articolo 194-bis del predetto decreto legislativo n. 58 del 1998, la Consob tiene conto di almeno una delle seguenti circostanze: a) delle procedure adottate dall’organo amministrativo della società per la redazione della rendicontazione di sostenibilità in conformità con il presente decreto, anche alla luce delle eventuali linee guida o indicazioni fornite dalle Autorità, nazionali ed europee, relativamente all’informativa di sostenibilità; b) della violazione degli obblighi del presente decreto se connessa all’omissione o alla comunicazione di informazioni da parte delle imprese incluse nella catena del valore che non siano sottoposte a controllo della stessa società.

nell'identificazione, prevenzione, mitigazione e tracciatura degli effetti potenziali ed effettivi di violazioni.

Il concetto di due diligence è anche incluso nella *Tripartite Declaration of Principles concerning Multinational Enterprises and Social Policy* pubblicata dall'*International Labour Organization (ILO)*.

Quattro sono i passaggi della Direttiva, nella sua versione approvata nel 2024, che qualificano l'argomento:

1. Risk based assessment
2. Approccio proattivo richiesto
3. Responsabilità
4. Contributo di terze parti indipendenti

Risk based assessment significa che l'esercizio di due diligence deve dare priorità alle controparti, aree geografiche di presenza e tipologie di attività esposte ai rischi maggiori ("*severe adverse impact*") per poi passare a casistiche per le quali il rischio riscontrato/percepito è più contenuto e "fermarsi" là dove l'impatto è considerato minore e la società non ha leve, principalmente contrattuali, per contenerlo. È chiaro che qualificare in procedura "dove fermarsi" rappresenta l'elemento più critico di questo processo che d'altro canto non può essere esteso all'intera popolazione dei clienti/fornitori diretti ed indiretti.

Chiara è poi la difficoltà nel raccogliere le informazioni sull'esistenza dei rischi lungo tutta la catena, e se è pur vero che oggi la circolazione delle notizie è enormemente superiore rispetto al passato, i problemi restano quando ad esempio si investiga una specifica realtà molto lontana dai confini della società impegnata nella due diligence⁽¹⁰⁾.

Per definizione un approccio risk based non può essere deterministico (se esegui le attività 1,2 e 3 sarai "compliant") e varierà da caso a caso, ma certo l'attivazione periodica di tutti i canali di raccolta informazioni, dalle ricerche strutturate di mercato al whistler blowing passando attraverso le ricerche pubblicate da ONG, ESG rating agencies e la rilevazione delle casistiche già provate nella stessa industry, supporterà la completezza e la "difendibilità" della ricerca.

L'approccio proattivo si circoscrive attraverso le seguenti azioni richieste (art. 5 Direttiva):

- a) l'identificazione e valutazione di impatti negativi, esistenti e potenziali, conseguenza della violazione delle norme in oggetto,
- b) la prevenzione e mitigazione, fino alla definitiva eliminazione, di questi impatti negativi,
- c) la messa in atto di azioni di rimedio di impatti negativi già verificatisi.

La Direttiva richiede che tale approccio venga riflesso e divenga parte

⁽¹⁰⁾ Classico è il caso di "red flags" generalmente disponibili su come attività industriali siano condotte in determinate zone del mondo rispetto all'investigazione su una singola società lì operante ed intermediata da molti passaggi di fornitura.

integrante del Sistema di Gestione dei Rischi adottato dalla società, descritto con adeguato dettaglio (art. 7.2.b.c.) e sottoposto a consultazione preventiva dei dipendenti e dei loro rappresentanti.

Come già anticipato le azioni descritte ai punti a. b. e c. devono essere eseguite secondo priorità, ovvero dove gli impatti negativi correnti o potenziali sono più probabili e con effetti più severi. Questo è il concetto espresso agli art. 8-9 della Direttiva in cui si dice che, dopo aver effettuato una prima mappatura sull'intera catena del valore, l'attenzione deve essere concentrata *“nei settori in cui è stata individuata una maggiore probabilità che gli impatti negativi si verifichino e siano di maggiore gravità.”* (art. 8.2.b).

La Direttiva fornisce inoltre qualche elemento in più per interpretare la *“severità”* degli impatti negativi potenziali o esistenti, quando all'art. 3.1 dice *“un impatto negativo grave è un impatto che è particolarmente incisivo in ragione della sua natura, come ad esempio un impatto che comporta un danno alla vita, alla salute o alla libertà delle persone, o in ragione della sua entità, portata o carattere irrimediabile, tenendo in considerazione la sua gravità, compreso il numero di persone fisiche che sono o possono essere colpite, la misura in cui l'ambiente è o può essere danneggiato o altrimenti colpito, la sua irreversibilità e i limiti alla capacità di riportare le persone fisiche o l'ambiente colpiti a una situazione equivalente a quella esistente prima dell'impatto entro un periodo di tempo ragionevole”*.

Passando alla prevenzione e mitigazione, l'interpretazione degli obblighi a carico delle società si fa ancora più complesso.

Se è vero che all'art. 10 la Direttiva:

— riconosce che le misure appropriate variano in funzione di *“chi”* sia la causa dell'impatto negativo (la società, la società congiuntamente ad un business partner, il solo business partner), di *“dove”* l'impatto negativo avviene (presso la società o sue consociate, presso un direct business partner o presso un indirect business partner) e della *“capacità”* della società di esercitare una influenza sulla condotta di un business partner, specie se non diretto;

— indica alcune tipologie di azioni che le società dovrebbero perseguire allo scopo di prevenire/mitigare gli impatti negativi (dalla redazione di piani d'azione misurabili all'introduzione di clausole contrattuali nelle forniture e supporto alle SME),

è certamente anche vero che:

— alcune di queste azioni sono particolarmente complesse e riguardano rapporti indiretti di fornitura che, quando pur identificati, potrebbero non lasciare alcuna leva d'azione. Ne è un esempio (art.10.4): *“Per quanto riguarda gli impatti negativi potenziali che risulti impossibile prevenire o attenuare sufficientemente con le misure adeguate... la società può chiedere garanzie contrattuali a un partner commerciale indiretto al fine di assicurare il rispetto del codice di condotta o del piano d'azione in materia di prevenzione”*;

— l'onere della prova sulla due diligence esercitata dalla società nella realizzazione del modello è richiesto alla società stessa. Ne è un esempio la terminazione anche solo temporanea di un rapporto contrattuale quando gli sforzi di prevenzione o mitigazione non hanno avuto successo, fatti salvi i casi in cui si provi che la terminazione produrrebbe effetti negativi maggiori di quelli esistenti (art. 10.6): *“Prima di sospendere temporaneamente o cessare un rapporto d'affari, la società valuta se si possa ragionevolmente prevedere che gli impatti negativi di tale sospensione o cessazione siano manifestamente più gravi dell'impatto negativo che non era possibile prevenire o attenuare sufficientemente. In tal caso, la società non è tenuta a sospendere o cessare il rapporto d'affari e deve essere in grado di riferire all'autorità di controllo competente in merito alle ragioni debitamente giustificate alla base di tale decisione”*.

Ne consegue che le Responsabilità in capo alla società sono molto ampie, in molti casi soggette ad uno scrutinio di terzi non ancora fondato su “casi-stiche scuola”.

Di converso le penali pecuniarie, come già detto, possono assumere una dimensione estremamente rilevante ⁽¹¹⁾.

A queste si dovrà poi aggiungere il profilo di responsabilità civile (art. 29), in parte modificato nella proposta di revisione recentemente presentata. Se infatti la Direttiva introduce un regime di responsabilità a livello EU quando la società:

— intenzionalmente o negligenemente non ottemperi alle obbligazioni di prevenzione, mitigazione ed eliminazione finale degli impatti negativi;

— arrechi, per effetto di quanto sopra, un danno “a seguito dell'inosservanza di cui alla lettera a)... agli interessi giuridici della persona fisica o giuridica che sono tutelati dal diritto nazionale (art. 29.1.b);

la revisione proposta “cancella” questo regime e rimanda alle Norme nazionali (pag. 20 COM 2025 81): *“.. in line with the core objective of the Directive to ensure the protection of victims against human rights violations and environmental harm resulting from business operations, the proposed amendments maintain the requirements for effective access to justice, including the right to full compensation in case a company is held liable for a failure to comply with the due diligence requirements under this Directive in accordance with national law and where such failure caused damage...”*.

Importante, forse scontato, precisare che una società potrà essere considerata “colpevole” solo quando ha direttamente causato il danno, da sola o con la co-responsabilità di una consociata e/o di un business partner, diretto o indiretto. Quando il danno è stato causato congiuntamente dalla società, dalla sua filiazione e da un partner commerciale diretto o indiretto, essi sono responsabili in solido, fatte salve le disposizioni di diritto nazionale relative

⁽¹¹⁾ L'art. 27.2 prevede comunque che nell'imporre e dimensionare una penale vadano considerati alcuni elementi tra cui la gravità e la durata della violazione e la severità degli impatti negativi.

alle condizioni della responsabilità in solido e ai diritti di regresso. La società non potrà essere considerata “colpevole” se il danno è causato esclusivamente da un business partner.

Questa distinzione di responsabilità, apparentemente chiara nella teoria, è però certamente più complessa nella pratica. Si pensi ai danni che una società può causare quando, considerata la sua forza contrattuale, impone termini di fornitura ai propri fornitori che si riflettono a loro volta in condizioni di lavoro in violazione, ad esempio, dei diritti umani dei fornitori indiretti.

Molto utile sarebbe a questo riguardo la revisione dei principali contratti di fornitura da parte delle società in ambito per verificare i casi in cui determinate clausole si prestano ad una lettura dubbia e magari indesiderata sull’attrazione della responsabilità.

Infine, il contributo di terze parti indipendenti. La Direttiva (art. 20 — “Misure di accompagnamento”) prevede che, senza pregiudizio per il contenuto degli art. 25 (“Poteri delle Supervisory Authorities”), 26 (“Segnalazioni circostanziate”) e 29 (“Responsabilità civile delle società e diritto al pieno risarcimento”) le società possano ricorrere ai servizi di terzi indipendenti nell’espletamento degli obblighi di *due diligence*.

Il ricorso potrà essere in esclusiva o condiviso con altre società e associazioni di categoria, ma in ogni caso i soggetti prestatori del servizio dovranno avere solidissimi requisiti di competenza, oggettività ed indipendenza dal committente, quindi privi di qualsiasi conflitto di interesse.

Si potrebbe inoltre aggiungere che anche la modalità con cui il terzo, pur presentando i tre requisiti cardine sopra menzionati, eseguirà la sua prestazione assume importanza nella configurazione di una solida prova di due diligence. Ne è testimonianza il caso di una famosissima casa automobilistica tedesca ⁽¹²⁾ che, pur avendo ingaggiato un terzo indipendente e competente in materia di verifiche di violazioni di diritti umani, ha visto compromesso il risultato del lavoro a causa delle modalità con cui questo è stato eseguito, modalità che avevano provocato una presa di distanza da parte di molti dipendenti dello stesso fornitore terzo.

Il ricorso a terzi indipendenti aiuterà sicuramente gli approfondimenti nei casi in cui sono presenti un gran numero di controparti, a monte e a valle, su cui effettuare le verifiche, consentendo di risparmiare tempi e costi, specie nel caso di condivisione della prestazione con altre società/associazioni di categoria. Ma è utile ricordare che ciò non limiterà in alcun modo la responsabilità della società che “*comunque potrà essere ritenuta responsabile secondo i contenuti di questo articolo* (art. 29.4).

Da ultimo, per concludere il tema della *Due Diligence*, vediamo quali

⁽¹²⁾ Caso Volkswagen e accusa di violazione dei diritti umani presso l’impianto nella regione di Xinjiang in Cina.

potrebbero essere i cambiamenti alla materia qualora la Direttiva COM 2025 81 venisse approvata così come presentata lo scorso febbraio.

Tre sono gli emendamenti rilevanti per questa trattazione ⁽¹³⁾:

- limitazione dell'ambito della *Due Diligence* alle attività della società, del gruppo di appartenenza e dei fornitori/clienti diretti, con esclusione quindi dei clienti/fornitori indiretti salvo il caso in cui si abbiano “*plausibili notizie che presso di loro hanno luogo/potrebbero avere luogo violazioni in ambito*”;
- riduzione della frequenza del monitoraggio, ora proposto ogni 5 anni rispetto alla frequenza annuale prevista dalla Direttiva originaria;
- scomparsa della menzione all'interruzione dei contratti di fornitura/ vendita qualora violazioni materiali non risultassero sanabili.

Queste proposte hanno il chiaro obiettivo di semplificare il lavoro posto a carico delle società in ambito pur mantenendo “alta la guardia” nella prevenzione e sanatoria di violazioni di leggi ambientali e a difesa dei diritti umani lungo la catena. Lo scopo sarà sicuramente raggiunto in caso di approvazione, ma l'effettiva riduzione del carico di lavoro potrebbe non essere così grande come salutato da alcuni “a caldo”.

Si prenda come riferimento il testo della nuova proposta che, per chiarire meglio quali azioni dovrebbero essere intraprese per identificare “plausibili violazioni lungo la catena”, cita le fonti che la società dovrebbe considerare/attivare per raccogliere le informazioni rilevanti. Tra queste (pag. 19): “*where the company has received a complaint or is aware of credible NGO or media reports about harmful activities at the level of an indirect supplier or is aware of past incidents involving the supplier, or where the company through its business contacts knows about problems at a certain location (e.g., conflict area)*”.

A ben vedere l'attivazione di questi canali non è molto diversa da quanto previsto da un approccio allineato alle migliori prassi di “risk based assessment” richiesto dalla Direttiva originaria per l'intera catena del valore. Certo il nuovo testo proposto rende queste indagini l'eccezione e non più la prassi, e in caso di difesa legale questo potrebbe certo fare la differenza, ma nella sostanza delle attività da eseguire è probabile che non ci saranno “grandi risparmi”.

In aggiunta si noti come, almeno in Italia, la violazione dei diritti umani sul lavoro indipendentemente dal livello nella catena di fornitura in cui si è verificata abbia già comportato effetti legali rilevanti sul cliente “incombente” ⁽¹⁴⁾. Il che fa pensare che il livello di attenzione delle società, in particolare delle più grandi il cui comportamento impone gli standard di

⁽¹³⁾ Un quarto emendamento riguarda la limitazione degli stakeholders da coinvolgere nel disegno e verifica del funzionamento del modello ai soli soggetti direttamente esposti a “adverse impacts” effettivi e/o potenziali.

⁽¹⁴⁾ Si richiamano i casi di amministrazione giudiziaria imposti ad Armani e Dior riconducibili a carenze nel sistema di controllo modello D.lgs 231/2001 incapace di intercettare reati ex art. 603 bis c.p. “Intermediazione illecita e sfruttamento del lavoro” lungo la catena di fornitura.

lavoro lungo tutta la catena, debba rimanere alto, prima di tutto per motivi di giustizia etica e poi di giustizia legale.

Simile ragionamento di sostanza può essere esteso anche alla frequenza dei controlli proposta. Se è pur vero, come nel caso precedente, che la forma del controllo è alleggerita (ogni 5 anni), è anche evidente come le fonti di informazioni richiamate (lamentele ricevute, reports di NGOs, notizie stampa, ...) non abbiamo certo una frequenza prestabilita, debbano essere raccolte dalle società quando si rendono evidenti e disponibili e, una volta acquisite, non possano essere tenute “nel cassetto” fino alla scadenza del 5° anno.

Infine, il tema della scomparsa dell'interruzione del contratto come *ratio* estrema in caso di violazioni insanabili. Il nuovo testo propone una sospensione prolungata fino a risoluzione del problema che, se irrisolvibile (questa era la condizione dell'interruzione) comporterà alla sospensione illimitata, ingestibile dal punto di vista economico in quanto la fornitura in questione dovrà prima o poi essere rimpiazzata.

Si intuisce che l'attuale testo è il frutto di una negoziazione accesa sul tema e che la conclusione è un compromesso, ma la sua impraticabilità è dannosa per la certezza del diritto in base al quale le società si dovranno muovere nel gestire il bilanciamento tra responsabilità e continuità dell'attività produttiva. L'inclusione di clausole di rescissione del contratto di fornitura/subfornitura in presenza di violazioni rilevanti accertate consentirà alle società di mantenere la necessaria libertà di manovra qualora si proporgano simili circostanze.

4. Transition Plan.

Come anticipato, la Direttiva impone alle aziende in ambito la redazione di un *Transition Plan* inteso come piano d'azione futuro che porti alla neutralità carbonica entro il 2050 in ossequio ad uno scenario di decarbonizzazione redatto su base scientifica.

Si è già detto anche che, trattandosi di un Piano che per di più traguarda risultati a medio-lungo termine, la Direttiva impone alle società un'obbligazione di mezzi e non di risultati, qualificando l'obbligazione di mezzi come “*best effort*”⁽¹⁵⁾.

⁽¹⁵⁾ La proposta di revisione introdotta dalla Direttiva COM 2025 81 modifica il testo della Direttiva approvata (art. 1.1.c e art. 22,1) che recita: “*La presente direttiva stabilisce norme in materia di.... obblighi che incombono sulle società di adottare e attuare un piano di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici...*”. Nella revisione è stato stralciato “attuare”, si dice per consentire un miglior allineamento a quanto disposto dalle CSRD. Lo stralcio è discutibile, anche perché sarebbe difficile concepire un obbligo ad adottare un piano senza relativo obbligo alla sua esecuzione. Né si capisce come una società, nella sua responsabilità e comunicazione al mercato/finanziatori, potrebbe gestire la dicotomia tra adozione e attuazione. Per altro nel testo dell'emendamento rimane il riferimento al “best effort” richiesto e soprattutto al concetto di “obbligazione di mezzi (e non di risultato)”, cosa che non lascerebbe dubbi sulla onnicomprensività degli obblighi a carico delle società anche nel testo rivisto.

Ma quali sono le ulteriori specifiche richieste nell'articolazione del Transition Plan? All'art. 22.1.a.b.c.d si precisa che il Piano deve contenere la descrizione:

- degli obiettivi di decarbonizzazione fissati per il 2030 e per ciascun quinquennio successivo fino al 2050. Gli obiettivi devono esplicitare, quando rilevanti, i target di riduzione delle emissioni assolute di Green House Gas (GHG) nelle categorie 1, 2 e 3;

- delle soluzioni identificate per la decarbonizzazione, quali la variazione del portafoglio di prodotti/servizi, l'adozione di nuove tecnologie e le principali azioni pianificate per il conseguimento degli obiettivi come fissati al punto precedente;

- degli investimenti necessari, loro quantificazione e finanziabilità;

- del ruolo degli Organi Amministrativi, di Gestione e di Controllo nel processo di approvazione, realizzazione e verifica del Piano.

A ben guardare queste specifiche non introducono nulla di particolarmente nuovo rispetto a quanto già previsto da CSRD-ESRS, ma l'obbligatorietà del Piano rende questi requisiti ancor più "potenti".

In particolare, la "potenza" si misura su due aspetti:

- 1) i contenuti richiesti per la qualificazione del Piano renderanno impossibile mantenere mere dichiarazioni d'intenti quali "aspiriamo ad azzerare le nostre emissioni di GHG al 2050 o in data anteriore". Come detto, queste dichiarazioni dovranno essere supportate da precisi Piani contenenti la descrizione della tecnologia di riferimento per la decarbonizzazione, la quantificazione dei capex necessari e le valutazioni sulla finanziabilità del debito incrementale. Chiaramente queste informazioni non potranno essere tutte declinate con lo stesso livello di dettaglio su tutto l'arco temporale coperto dall'esercizio di pianificazione (fino al 2050). È quindi logico pensare che se una programmazione deterministica sia dovuta per il breve, breve-medio periodo (in funzione della programmabilità delle attività svolte dalla società), per il lungo periodo si debba/possa ricorrere a proiezioni soggette ad assunzioni (*"adotteremo la nuova tecnologia X se il suo costo per unità prodotta scenderà sotto la soglia di..."*);

- 2) la redazione di un *Transition Plan* così qualificato renderà pressoché impossibile mantenerlo segregato rispetto al documento di Pianificazione Strategica della Società, segregazione che fino ad oggi è stato l'approccio standard che si è concretizzato nella descrizione delle azioni nella sola Relazione sulla Sostenibilità. La previsione dei capex necessari a conseguire almeno l'obiettivo più ravvicinato, degli opex, della domanda dei prodotti modificati e della loro marginalità non potranno che diventare input dell'unico Piano Strategico della società finalizzato di per sé a conseguire l'obiettivo della neutralità carbonica. Inoltre saranno sempre più evidenti gli effetti sul bilancio. Si pensi a tal proposito alla procedura di impairment test tanto per i "nuovi" assets quanto per quelli "esistenti", più inquinanti, esposti al rischio di divenire "stranded".

Inoltre, la stessa struttura del processo di pianificazione dovrà essere modificata. In particolare, dovrà essere:

a) esteso l'orizzonte temporale di riferimento, oggi mediamente di 3 anni nelle realtà italiane/europee, per coprire in modo per quanto possibile dettagliate le prime scadenze (2030-2035) e fornire indicazioni sui passi successivi (si ricorda che la Direttiva richiede la quantificazione degli obiettivi di decarbonizzazione ad intervalli di 5 anni fino al 2050),

b) accorciata a 12 mesi la frequenza di elaborazione dei piani aziendali, oggi spesso garantita da cicli poliennali ⁽¹⁶⁾.

Un'ultima riflessione la merita l'oggetto del *Transition Plan*. La Direttiva all'art 22 lo limita alle azioni di "*climate change mitigation*", sintetizzate nella riduzione dell'impronta carbonica del business condotto dalla società (e della sua filiera).

Nulla viene specificatamente richiesto dalla Direttiva a proposito dell'esplicitazione nel Piano delle azioni rivolte alla limitazione del rischio fisico indotto dal cambiamento climatico, ma è evidente come questo aspetto non possa certo essere trascurato.

L'evidenza deriva dal crescente rischio di incorrere in danni fisici provocati da fenomeni climatici, particolarmente accentuati per alcune attività in alcune aree geografiche, che le società hanno l'obbligo di rilevare, quando ricorrono le circostanze, nei conti consuntivi e prospettici.

Nei Piani non potrà quindi mancare la valutazione di questi rischi, probabilmente crescenti nel tempo, e l'indicazione delle azioni che la società intende perseguire per ridurne gli effetti negativi.

5. Possibili effetti dell'applicazione della CS3D in settori rilevanti dell'economia.

Come premesso in apertura di questo articolo, la CS3D si differenzia sostanzialmente dalle precedenti Direttive EU in tema di Sostenibilità in quanto impone di adottare precisi comportamenti di business e non più solo di ottemperare a richieste di reporting.

Ciò comporterà inevitabili riflessi sulle strategie, sulla governance, sulla gestione e sulla compliance delle società in ambito, EU e non-EU. Ma mentre le società EU hanno fatto della Sostenibilità un elemento del loro *modus operandi*, pur a diversi gradi di copertura e di approfondimento, e troveranno nella Direttiva ulteriori stimoli per progredire nel processo iniziato, ciò non è successo e probabilmente non succederà in un prossimo futuro per società/gruppi operanti in molti, cruciali, Paesi non-EU.

⁽¹⁶⁾ Direttiva art. 22.3 "Gli Stati membri provvedono a che il piano di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici di cui al paragrafo 1 sia aggiornato ogni 12 mesi e contenga una descrizione dei progressi realizzati dalla società nel conseguimento degli obiettivi di cui al paragrafo 1, secondo comma, lettera a).

Accade quindi che questi ultimi stiano criticando, anche aspramente, la Direttiva, cosa che non era accaduta con la CSRD e la Tassonomia ambientale.

Lo scorso 12 febbraio presso il Senato US si è discusso di quanto la Direttiva comporti “significant burdens” per le società americane, e non vi è dubbio che l’Amministrazione Trump si opporrà duramente all’applicazione della Norma ai gruppi US presenti in EU.

Nel dicembre 2024 sul Financial Times è apparsa una intervista al Ministro dell’Energia del Qatar, Saad al-Kaabi, che criticava aspramente la Direttiva e minacciava di non esportare più LNG in Europa a causa delle sanzioni in cui QatarGas incorrerebbe a causa del mancato rispetto della norma ⁽¹⁷⁾.

Si ricorda infatti, come precisato nella descrizione iniziale della Direttiva, che tanto gli articoli sulla *Due Diligence* quanto quelli sul *Transition Plan* dovranno essere applicati dai gruppi non-EU con società controllate EU in ambito a livello consolidato.

Appare a tutti evidente come QatarGas, la cui unica missione è produrre e vendere gas e i cui profitti rappresentano circa il 70% del budget del Qatar, non adotterà un *Transition Plan* con target net-zero entro il 2050. Appare a tutti ugualmente chiaro che QatarGas non sarà disposta ad approvvigionare il mercato EU se i suoi costi incrementali lo renderanno meno attraente rispetto ad altri, lasciando l’Europa senza volumi che oggi sono fondamentali, secondi solo a quelli provenienti dagli US.

Ma considerato che il primo Paese esportatore di LNG in Europa sono gli US, come detto anch’essi presumibilmente poco benevoli verso la Direttiva, si capisce anche che il problema dei volumi/rincarì delle forniture sarà enorme, con ricadute gigantesche sul livello già alto e sulla variabilità dei costi del gas e quindi dell’energia elettrica in Europa.

Il mercato dell’Energia sarà il più toccato dalle criticità introdotte per Paesi non-EU, considerato che l’Europa non è autosufficiente in termini di produzione e che la grande maggioranza dei Paesi non-EU produttori avranno la stessa posizione di US e Qatar.

Fino a quando l’Europa non avrà sviluppato sufficiente capacità di generazione alternativa a fonti fossili (rinnovabili, nucleare, bio,...), ogni discontinuità “non gestita” come quella introdotta dalla Direttiva causerà forti discontinuità di Mercato, potenzialmente maggiori di quelle costose e penalizzanti vissute con continuità negli ultimi anni.

Ma anche altri Mercati, come ad esempio quello finanziario, saranno influenzati con effetti negativi sull’economia europea. È notizia recente che tutte le principali banche americane, in passato sottoscrivitrici della Net Zero Banking Alliance nata nel 2021 per promuovere e coordinare le iniziative di

⁽¹⁷⁾ Al momento dell’intervista, ante Direttiva COM 2025 80-81, il riferimento era a penalties non inferiori al 5% del fatturato consolidato di QatarGas.

decarbonizzazione dei portafogli finanziari, hanno lasciato l'iniziativa e cancellato i loro obiettivi di decarbonizzazione post elezione del nuovo Presidente. E anche in questo caso non è prevedibile che queste banche, tutte con filiali EU in ambito, ottemperino alle obbligazioni della Direttiva.

C'è quindi da chiedersi se un approccio come quello adottato dalla EU, secondo il quale la tempistica di adozione dei *Transition Plan* è dettata esclusivamente dalla dimensione delle società e non dal settore di appartenenza e dalla criticità del suo contributo ad una transizione energetica certo ferma e inderogabile ma anche consapevole e programmata, sia quello migliore.

6. Conclusioni.

Speranza di chi scrive è di aver dimostrato che la Direttiva CS3D si distacca nettamente dalle precedenti Direttive emesse dall'EU in tema di Sostenibilità in forza dei contenuti innovativi in tema di *Due Diligence* su Human Rights ed Environment ma soprattutto per l'obbligo di definizione e successiva realizzazione di *Transition Plan*.

Si è poi velocemente argomentato sui possibili emendamenti presentati lo scorso febbraio (COM 2025-81) la cui approvazione, assoggettata al "Trilogo" ⁽¹⁸⁾, non deve essere considerata scontata al termine di un processo atteso concludersi nel 2026. Le argomentazioni hanno comunque dimostrato che, anche se gli emendamenti fossero approvati così come proposti, non modificherebbero sostanzialmente la natura innovativa della Direttiva originaria.

L'innovatività della Direttiva farà emergere la necessità di sviluppare modelli di business, standard operativi e le necessarie competenze per poterli gestire e controllare che oggi non sono ancora sufficientemente sviluppati né in azienda né tanto meno presso le nuove Autorità di Controllo (Supervisory Authority) che dovrebbero verificare l'adeguato ed omogeneo ottemperamento della Direttiva. Ciò ci ha portati a dire che i 2-3 anni che ancora ci separano dalla prima data di efficacia della Direttiva dovranno essere proficuamente utilizzati su entrambi i fronti per arrivare preparati alla prima scadenza.

La riflessione si è poi spostata sulle conseguenze economiche che l'entrata in vigore della Direttiva comporterà, conseguenze con non sono più come nei casi precedenti prevalentemente sui meri costi di implementazione (quanto costano le nuove disclosures richieste?) ma riguarderanno l'economia reale e, nel caso dell'energia, un pilastro fondamentale del suo funzionamento. Questo non è certo un argomento minore ma apparentemente non vi è stata fino ad ora alcuna programmazione degli effetti che la Direttiva potrebbe generare

⁽¹⁸⁾ Percorso approvativo che vede coinvolti, con potere di disaccordo e di apportare emendamenti, il Parlamento EU e il Consiglio EU, oltre alla Commissione.

su un argomento come il costo dell'energia che è causa, mentre parliamo, di un profondo problema in Europa e soprattutto in Italia.

In particolare si è ricordato che pensare che i principali fornitori di energia all'Europa e da cui l'Europa dipenderà per molti anni a venire (US, Qatar e altri Paesi della Penisola Arabica, Egitto, Algeria, Nigeria, ...), i cui budget statali dipendono prevalentemente se non esclusivamente dagli idrocarburi, si allineino nel breve-medio termine agli obiettivi di decarbonizzazione imposti dalla EU è poco realistico, e che se questo verrà sanzionato gli effetti si ribalteranno sull'Europa stessa. Tutto l'opposto rispetto a quanto necessario alle aziende europee per assicurare una transizione verso le emissioni zero in un contesto stabile e competitivo.

Ciò ci porta, per concludere, alle domande finali:

— ma è veramente utile (e non velleitario e controproducente) imporre l'obiettivo EU di decarbonizzazione ai Paesi non-EU?;

— non è forse ragionevole pensare che il miglior modo, nonché il più realistico, per l'Europa di contribuire alla decarbonizzazione del mondo sia quello di ridurre le emissioni attraverso la riduzione dei propri consumi di fonti emissive, riducendone la domanda e in questo modo facendo pressione sui Paesi fornitori affinché abbraccino la Transizione? Di certo in questo modo l'Europa aumenterebbe di molto le probabilità di completare il proprio processo di decarbonizzazione, e lo farebbe in un contesto stabile in cui le proprie aziende potrebbero contare su un costo potenzialmente più basso dell'energia non rinnovabile, fin quando sarà indispensabile.

Forse la Direttiva *Omnibus*, per quanto concerne la CS3D, non avrebbe dovuto trattare solo della riduzione del carico di lavoro amministrativo per le società in ambito e forse ora, tra tutte le attività preparatorie alla sua adozione futura, l'affrontare queste domande finali sarebbe la cosa più importante.

ATTUALITÀ

CONSOB: pubblicato quaderno giuridico sulla tutela dei consumatori contro il greenwashing

Il lavoro offre una lettura unitaria dei numerosi provvedimenti normativi adottati dal legislatore europeo e nazionale per orientare il risparmio privato verso investimenti sostenibili.

Inoltre, definisce il fenomeno del *greenwashing* e ne ricostruisce il suo concreto operare nel rapporto di investimento.

Nel Quaderno sono, infine, delineati i possibili rimedi offerti al risparmiatore le cui scelte d'investimento siano state falsate dal *greenwashing*. In tale contesto si evidenzia la delicatezza del tema del risarcimento del danno e della invalidità o risoluzione dei contratti: si tratta di un campo nel quale il quadro normativo europeo e nazionale esistente è complesso e suscettibile di miglioramento.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/qg33>

* * *

CONSOB: pubblicato Richiamo di attenzione ai fondi d'investimento sulla finanza sostenibile

CONSOB ha pubblicato un Richiamo di attenzione sull'inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale dei fondi d'investimento e sulla trasparenza informativa a livello di prodotto da parte dei gestori.

L'obiettivo è quello di accompagnare l'industria nella corretta applicazione delle disposizioni normative esistenti in materia di finanza sostenibile, fornendo indicazioni utili a favorire la convergenza delle attività di vigilanza in linea con le iniziative avviate in tal senso dall'Esma.

L'esperienza sin qui maturata dalla Consob ha consentito di individuare alcuni elementi-cardine della normativa oggetto del richiamo nonché alcune *good e poor practices* con riferimento all'informativa precontrattuale e periodica a livello di prodotto e all'integrazione dei fattori ESG nel processo decisionale.

Il documento risulta complementare rispetto al richiamo di attenzione della CONSOB n. 1/24 del 25 luglio 2024 sull'adeguamento dei fondi agli obblighi in materia di finanza sostenibile nella prestazione dei servizi di investimento. Questo secondo richiamo, tuttavia, non esaurisce i profili degni di attenzione che, data la complessità e l'evoluzione della materia, potranno emergere nel prosieguo dell'azione di vigilanza.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.consob.it/documents/d/asset-library-1912910/ra_2025_01

* * *

Piattaforma sulla finanza sostenibile: pubblicato rapporto per semplificare la rendicontazione della tassonomia

In risposta al mandato della Commissione europea, la Piattaforma sulla finanza sostenibile, uno degli organi consultivi della Commissione UE, ha pubblicato un rapporto che presenta una serie di raccomandazioni basate su dati concreti, per semplificare la rendicontazione della tassonomia e migliorarne l'efficacia. A seguito di un'analisi completa delle pratiche di mercato, dei progetti pilota e del feedback delle parti interessate, provenienti da investitori, banche, assicuratori, aziende, PMI, revisori e consulenti, il rapporto identifica le principali aree di miglioramento, tra cui la semplificazione, l'accesso ai dati e la coerenza normativa.

Lo scopo del Rapporto è:

— mostrare come si potrebbe raggiungere un livello significativo di comparabilità delle metodologie di benchmark di allineamento delle spese in conto capitale basate sulla tassonomia, lasciando agli amministratori dei benchmark un importante livello di flessibilità nella progettazione della loro metodologia

— fornire agli investitori uno strumento appropriato per allineare la tassonomia alle loro strategie di investimento

— aumentare la trasparenza sull'impatto degli investitori, in particolare per quanto riguarda il cambiamento climatico e le spese in conto capitale sostenibili dal punto di vista ambientale richieste per la transizione energetica e disincentivare il *greenwashing*.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://finance.ec.europa.eu/document/download/50a36d31-606a-4f3b-ac49-710768162cef_en?filename=241219-sustainable-finance-platform-proposal-transition-benchmarks_en.pdf

* * *

Commissione Europea: adottato pacchetto Omnibus

La Commissione europea ha adottato il cosiddetto pacchetto Omnibus, che riunisce un insieme di proposte volte a semplificare il quadro normativo dell'Unione in materia di rendicontazione e *due diligence* di sostenibilità, con particolare riferimento alle Direttive CSRD e CSDDD.

Le principali proposte di modifica alla Direttiva CSRD si riferiscono alla

riduzione del numero di imprese soggette agli obblighi di rendicontazione, alla semplificazione di tali obblighi e al posticipo di due anni degli obblighi di rendicontazione per le società che attualmente rientrano nel campo di applicazione della CSRD e che sono tenute a rendicontare a partire dal 2026 o dal 2027.

Con riferimento a la Direttiva CSDDD, il pacchetto è diretto a semplificare e armonizzare i requisiti di *due diligence*, limitando gli effetti a cascata sulle PMI e posticipando di un anno l'entrata in vigore dei requisiti *due diligence* per le imprese più grandi.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://commission.europa.eu/document/download/0affa9a8-2ac5-46a9-98f8-19205bf61eb5_en?filename=COM_2025_80_EN.pdf

https://commission.europa.eu/document/download/892fa84e-d027-439b-8527-72669cc42844_en?filename=COM_2025_81_EN.pdf

* * *

Assonime: Conferenza Corporate Governance and capital market for competitive and sustainable Europe

La conferenza, promossa da Assonime con collaborazione con l'OECD, ha avuto come tema il contrasto allo sottosviluppo e alla frammentazione del mercato dei capitali europei, per il quale è necessario affidare all'ESMA maggiori poteri di vigilanza e dotarla di una *governance* diversa e più funzionale alla costruzione di un unico supervisore europeo per i mercati dei capitali e giungere rapidamente ad un *Single European Rule Book* rendendo le norme comunitarie, per quanto possibile, direttamente e omogeneamente applicabili in tutte le giurisdizioni UE,

Durante la conferenza è stato presentato un Position Paper di Assonime nel quale si ricorda che la più grande borsa valori dell'Unione Europea per capitalizzazione di mercato, Euronext Paris, è circa un decimo della borsa valori statunitense, circa un quinto della borsa valori cinese e metà di quella giapponese. Il livello asfittico del mercato dei capitali del continente si riflette nell'andamento della sua economia. Negli ultimi due decenni, la crescita media annua del PIL nell'UE è stata un sesto di quella della Cina, inferiore del 60% rispetto a quella degli USA e del 25% rispetto a quella del Regno Unito.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https%3a%2f%2fwww.assonime.it/attivita-editoriale/position-papers/Documents/Position%20Paper_A%20Single%20Supervisor%20and%20a%20Single%20Rule%20Book%20for%20the%20European%20Capital%20Market%20it%E2%80%99s%20time%20for%20action.pdf

* * *

CONSOB: modifiche Regolamento Emittenti per rendicontazione di sostenibilità

A seguito di consultazione pubblica, Consob, ha approvato le modifiche al c.d. Regolamento Emittenti (n. 11971/1999) al fine di adeguare lo stesso alla nuova disciplina sulla rendicontazione di sostenibilità, introdotta dalla Direttiva UE 2022/2464 (“CSRD”), recepita in Italia con il D.Lgs. 125/2024.

Le principali novità riguardano:

— l’introduzione dell’art. 89-*quinquies*, con cui è previsto il controllo da parte di Consob sulle rendicontazioni di sostenibilità degli emittenti quotati con sede in Italia;

— la modifica del comma 1 dell’art. 81-*ter*, che prevede un nuovo schema per l’attestazione della rendicontazione di sostenibilità da parte del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari (o del diverso dirigente appositamente nominato).

Tuttavia, come specificato nelle disposizioni finali, Consob ha preso atto delle nuove prospettive a livello europeo e dei possibili sviluppi in tema di rendicontazione di sostenibilità, considerata la recente pubblicazione da parte della Commissione europea della proposta “Omnibus” finalizzata a una semplificazione di alcune normative in ambito *ESG* (che comprende una proposta di riduzione delle imprese soggette agli obblighi di *reporting* e una semplificazione degli oneri amministrativi).

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/-/delibera-n.-23463>

* * *

SENATO: approvate modifiche alla disciplina delle responsabilità del collegio sindacale

Il Senato ha approvato all’unanimità il DDL n. 1155 di modifica dell’art. 2407 c.c., in materia di responsabilità dei componenti del collegio sindacale.

La modifica, già approvata dalla Camera dei Deputati, introduce dei limiti alla responsabilità patrimoniale dei sindaci, la quale, ad eccezione dei casi di dolo, sarà proporzionata al compenso annuo percepito, secondo i seguenti scaglioni: per compensi fino a 10.000 euro, 15 volte il compenso; per compensi da 10.000 a 50.000 euro, 12 volte il compenso; oltre 50.000 euro, 10 volte il compenso. La nuova formulazione modifica anche il regime di prescrizione dell’azione di responsabilità nei confronti dei sindaci, la quale potrà

essere proposta nel termine di cinque anni dalla data del deposito della relazione ex art. 2429 c.c., concernente l'esercizio in cui si è verificato il danno.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.senato.it/leg/19/BGT/Schede/FascicoloSchedeDDL/ebook/58285.pdf>

* * *

CONSOB: pubblicato studio su Finanza Sostenibile, integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale

Consob ha analizzato, per la prima volta, l'informativa sugli obiettivi ESG nei piani industriali di un campione di società italiane. In particolare, oltre ai piani industriali e ai relativi comunicati stampa, sono state considerate anche le informazioni rese nei prospetti informativi, nelle relazioni finanziarie annuali e nelle dichiarazioni non finanziarie di 52 società (anche non quotate) che tra il 2020 e il 2021 hanno pubblicato un prospetto informativo ai fini dell'offerta/ammissione alle negoziazioni di titoli di capitale o di debito nei mercati regolamentati italiani.

La fotografia scattata da Consob, relativa ai dati 2021 e 2022, evidenzia in generale un progressivo aumento dell'informativa ESG in senso lato, inclusi i relativi rischi, nell'ambito della pianificazione (dal 19% degli emittenti analizzati nel 2021 al 29% nel 2022).

Tuttavia, con specifico riferimento all'informativa sugli obiettivi ESG nei piani industriali, il numero degli emittenti appare: a) ancora limitato, sebbene in aumento (dal 15% del campione nel 2021 al 27% nel 2022); b) correlato positivamente alle dimensioni societarie; c) riconducibile in prevalenza al settore finanziario.

Inoltre, la rappresentazione di obiettivi ESG nei piani spesso non è corredata da metriche quantitative (quindi misurabili), mentre risultano preferiti obiettivi misti (quali-quantitativi) e/o generici. La metrica quantitativa più frequentemente utilizzata per gli obiettivi ESG dei piani industriali riguarda la riduzione di emissioni nocive per l'ambiente.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/fs5>

* * *

EFRAG: consultazione pubblica per la revisione del Set 1 degli ESRS

L'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) ha ricevuto dalla Commissione europea la richiesta di fornire, entro il 31 ottobre 2025, un parere tecnico in vista della revisione e semplificazione degli European

Sustainability Reporting Standards (ESRS). L'EFRAG ha fatto partire una consultazione pubblica nell'ottica di migliorare il Set 1 degli ESRS (“*General requirements*”), sezione che descrive l'architettura degli *standard* di rendicontazione e spiega i concetti fondamentali in materia.

L'EFRAG intende raccogliere contributi pubblici da tutti gli *stakeholder* rilevanti sulle possibili revisioni, nonché *feedback* da parte dei primi utilizzatori che hanno applicato gli *standard* nei loro bilanci di sostenibilità del 2024”.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://survey.alchemer.eu/s3/90824354/ESRS-Set-1-revision-Questionnaire-for-public-feedback>

* * *

Banca d'Italia: attuati gli orientamenti EBA in materia di politiche, procedure e controlli interni

Banca d'Italia ha dato attuazione agli Orientamenti EBA, rivolti a banche, società di intermediazione mobiliare, istituti di moneta elettronica e gli istituti di pagamento, in materia di politiche, procedure e controlli interni, atti a garantire l'attuazione di misure restrittive UE e nazionali.

Gli orientamenti si applicheranno dal 30 dicembre 2025 e assumono valore di orientamenti di vigilanza per gli intermediari sottoposti alla supervisione di Banca d'Italia, definendo aspettative comuni in merito:

- alle politiche aziendali e ai controlli interni da porre in essere;
- al ruolo da attribuire agli organi di governo societario e alle funzioni di secondo livello per garantire l'efficace attuazione delle misure.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/elenco-esa/note/Nota-n-48-8-aprile-2025.pdf>

<https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-11/eaeae49d-81a5-4154-8af9-5014f6ee8881/Final%20Report%20Guidelines%20restrictive%20measures%20.pdf>

* * *

Gazzetta Ufficiale UE: pubblicata la direttiva “Stop the clock” che posticipa alcuni adempimenti in ambito ESG

È stata pubblicata la cosiddetta “Direttiva Stop the clock” che è parte del pacchetto di semplificazione “Omnibus I”, adottato dalla Commissione europea con l'obiettivo di semplificare la legislazione dell'UE in ambito ESG. Gli Stati membri dovranno recepire la Direttiva Stop the clock entro il 31 dicembre 2025.

La Direttiva “Stop the clock” modifica le scadenze relative alla direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità (CSRD) e alla direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (CSDDD).

In particolare, sono stati previsti due rinvii significativi:

— di due anni, l’applicazione degli obblighi di cui alla CSRD per le grandi imprese che non hanno ancora avviato la rendicontazione e per le PMI quotate. Le grandi imprese e le imprese madri di un grande gruppo dovranno pubblicare la prima rendicontazione di sostenibilità a partire dagli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2027 e le PMI quotate dovranno pubblicare la prima rendicontazione di sostenibilità a partire dagli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2028;

— di un anno, il termine di recepimento e la prima fase di applicazione della CSDDD. Gli Stati membri dovranno recepire la direttiva CSDDD entro il 26 luglio 2027 e le società di grandi dimensioni, che per prime sono tenute all’applicazione di tale direttiva, dovranno farlo a partire dal 26 luglio 2028.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202500794

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

MASSIME (*)

Società — Di capitali — Società per azioni (nozione, caratteri, distinzioni) — Costituzione — Modi di formazione del capitale — Limite legale — Delle azioni — Diritti spettanti agli azionisti — In genere — Illecito commesso da un terzo — Danno cagionato al patrimonio della società — Incidenza dello stesso sui diritti attribuiti al socio dalla partecipazione sociale — Diritto al risarcimento — Titolarità — In capo al socio — Esclusione — In capo alla società — Sussistenza — Fondamento.

Qualora una società di capitali subisca, per effetto dell'illecito commesso da un terzo, un danno, ancorché esso possa incidere negativamente sui diritti attribuiti al socio dalla partecipazione sociale, nonché sulla consistenza di questa, il diritto al risarcimento compete solo alla società e non anche a ciascuno dei soci, in quanto l'illecito colpisce direttamente la società e il suo patrimonio, obbligando il responsabile al relativo risarcimento, mentre l'incidenza negativa sui diritti del socio, nascenti dalla partecipazione sociale, costituisce soltanto un effetto indiretto di detto pregiudizio e non conseguenza immediata e diretta dell'illecito.

Responsabilità civile — Causalità (Nesso di) Perdita di “chance” — Accertamento del grado di incertezza del nesso causale — Applicazione del criterio del “più probabile che non” — Necessità — Accertamento del grado di incertezza della “chance” perduta — Necessità — Conseguenze — Fattispecie.

In materia di perdita di chance, l'attività del giudice deve tenere distinta la dimensione della causalità da quella dell'evento di danno e deve altresì adeguatamente valutare il grado di incertezza dell'una e dell'altra, muovendo

(*) A cura di Isabella Maffezzoni.

dalla previa e necessaria indagine sul nesso causale tra la condotta e l'evento, secondo il criterio civilistico del "più probabile che non", e procedendo, poi, all'identificazione dell'evento di danno, la cui riconducibilità al concetto di chance postula una incertezza del risultato sperato, e non già il mancato risultato stesso, in presenza del quale non è lecito discorrere di una "chance" perduta, ma di un altro e diverso danno; ne consegue che, provato il nesso causale rispetto ad un evento di danno accertato nella sua esistenza e nelle sue conseguenze dannose risarcibili, il risarcimento di quel danno sarà dovuto integralmente. (In applicazione del principio, la S.C. ha confermato la sentenza di rigetto della domanda risarcitoria di una società calcistica per perdita di chance di carattere patrimoniale in conseguenza di condotte integranti il reato di frode sportiva, in assenza della prova del nesso causale tra l'accertato meccanismo di alterazione delle regole procedurali per la designazione degli arbitri e la retrocessione della squadra in serie B, e dunque del possibile risultato sperato).

Cass. civ., Sez. III, ord., 7 marzo 2025, n. 6116 - Pres. G. Travaglino - Rel. F.M. Cirillo.

* * *

Società — Di capitali — Società a responsabilità limitata (Nozione, Caratteri, Distinzioni) — Organi sociali — Assemblea dei soci — Convocazione S.r.l — Valida costituzione assemblea dei soci — Spedizione dell'avviso nel termine statutario o in mancanza legale — Sufficienza — Limiti.

In tema di società a responsabilità limitata, l'assemblea dei soci si presume validamente costituita ogni volta che gli avvisi di convocazione sono stati inviati agli aventi diritto nei modi previsti dallo statuto o, in mancanza, mediante lettera raccomandata spedita ai soci almeno otto giorni prima dell'adunanza, salvo che il destinatario riesca a dimostrare, vincendo così la presunzione, che, per causa a lui non imputabile, non ha ricevuto l'avviso di convocazione o l'ha ricevuto così tardi da non consentirgli di partecipare all'adunanza.

Cass. civ., Sez. I, ord., 15 marzo 2025, n. 6900 - Pres. M. Falabella - Rel. P. Catalozzi.

* * *

Fallimento ed altre procedure concorsuali — Fallimento — Effetti — Per i creditori — Debiti pecuniari — Compensazione — Credito postergato ex art. 2467 c.c. — Utilizzabilità ai fini della compensazione ex art. 56 l. fall. — Esclusione — Fondamento.

In tema di fallimento, il rapporto tra l'istituto della postergazione dei

crediti da rimborso dei finanziamenti dei soci, regolato dall'art. 2467 c.c. e quello della compensazione in sede fallimentare, di cui all'art. 56 l. fall., si pone in termini di ontologica incompatibilità, nel senso che il creditore postergato non può compensare nella predetta sede i crediti di cui al menzionato art. 2467 c.c. con gli eventuali debiti verso il fallito, stante la inderogabile finalità di protezione dei creditori perseguita dalla disciplina in tema di finanziamento soci.

Cass. civ., Sez. I, sent., 27 gennaio 2025, n. 1865 - Pres. F. Terrusi - Rel. R. Amatore.

* * *

Atto di scissione societaria ex art. 2901c.c. — Azione revocatoria — Competenza delle sezioni specializzate in materia di impresa.

In tema di scissione societaria, l'azione revocatoria ordinaria ex art. 2901 c.c. dell'atto di scissione societaria, diretta alla declaratoria di inopponibilità del negozio al creditore, è devoluta alla competenza della sezione specializzata in materia di impresa, poiché, pur non introducendo una controversia relativa a rapporti tra società, soci e organi sociali, e pur non risultando diretta ad incidere, come l'opposizione ex artt. artt. 2506 -ter, 2503 e 2503-bis c.c., sulla scissione, privandola di efficacia *erga omnes*, investe un tipico atto dell'organizzazione societaria, che, in quanto produttivo di un pregiudizio per la garanzia patrimoniale del creditore e in quanto posto in essere in presenza delle condizioni soggettive previste alternativamente dal comma 1, nn. 1 e 2, del citato art. 2901 c.c., entra a far parte della *causa petendi* dell'azione proposta, qualificando il corrispondente giudizio come relativo a un rapporto societario; l'azione revocatoria ex art. 66 l. fall. dell'atto di scissione societaria è devoluta alla competenza del tribunale fallimentare, la quale prevale su quella del tribunale delle imprese.

Cass. civ., Sezioni Unite, sent., 26 febbraio 2025, n. 5089 - Pres. P. D'Ascola - Rel. M. Falabella.

* * *

Società in accomandita semplice — Responsabilità degli accomandanti — Riconoscimento del debito.

In materia di società in accomandita semplice, il socio accomandante assume la responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali, ai sensi dell'art. 2320 c.c., solo ove contravvenga al divieto di trattare o concludere affari in nome della società, o di compiere atti di gestione aventi influenza decisiva o

almeno rilevante sull'amministrazione della stessa. Non costituisce ingerenza nell'amministrazione, comportante l'assunzione di responsabilità illimitata, il riconoscimento di un debito della società e l'impegno a ripianarlo, quando tali atti non implicano una scelta che è propria del titolare della impresa.

Cass. civ., Sez. III, ord., 26 marzo 2025, n. 8048 - Pres. F. De Stefano - Rel. P. Gianniti.

* * *

Società — Di capitali — Società per azioni (Nozione, caratteri, distinzioni) — Organi sociali — Amministratori — Rappresentanza della società — Atti di straordinaria amministrazione ed atti eccedenti i limiti dell'oggetto sociale — Atti eccedenti i poteri conferiti — Nullità — Esclusione — Fondamento — Fattispecie.

Il contratto stipulato dall'amministratore di una società eccedendo dai poteri di rappresentanza fissati dall'atto costitutivo e dallo statuto non è affetto da nullità, poiché l'art. 2384, comma 2, c.c., nel testo *ratione temporis* applicabile, prevede solo l'inopponibilità delle limitazioni di tali poteri ai terzi, salvo che questi abbiano agito intenzionalmente a danno della società, così escludendo implicitamente che la violazione della disposizione possa essere invocata dal terzo contraente. (Nella specie, la S.C. ha confermato l'impugnata sentenza, secondo cui la stipula di un contratto di appalto da parte dell'amministratore della società committente, per un importo eccedente quello massimo stabilito in una delibera del consiglio di amministrazione, non poteva essere fatta valere dall'appaltatore).

Cass. civ., Sez. III, ord., 3 marzo 2025, n. 5647 - Pres. A. Scrima - Rel. C. Valle.

* * *

Arbitrato — Arbitrato estero — Clausola compromissoria.

In tema di arbitrato societario, la clausola compromissoria inserita nello statuto di una società di diritto italiano può localizzare all'estero la sede dell'arbitrato, purché l'intero organo arbitrale sia nominato da un soggetto terzo estraneo alla società, secondo quanto disposto dall'art. 34, comma 2, D.Lgs. n. 5 del 2003, applicabile *ratione temporis*.

Cass. civ., Sez. I, sent., 4 aprile 2025, n. 8911 - Pres. M. Di Marzio - Rel. E. Campese.

* * *

Società e consorzi — Società con soci a responsabilità illimitata — Società di fatto — In genere — Supersocietà di fatto — Abuso da parte di chi ne ha il controllo — Assetto distributivo non egualitario o ripartizione non paritaria della partecipazione — Compatibilità — Sussistenza — Fattispecie.

L'abuso della società da parte di una o più persone, fisiche o giuridiche, che, avendone il controllo, la gestiscono nel proprio interesse, non esclude in concreto la sussistenza di una supersocietà di fatto tra tali soggetti e la società abusata, poiché anche un assetto distributivo non egualitario o una ripartizione non paritaria di benefici e utili, non sono elementi incompatibili con la fattispecie di cui all'art. 2247 c.c. e con la conseguente sussunzione di essa nel paradigma dell'art. 147, comma 5, l. fall.. (Nella specie, la S.C. ha cassato la decisione che aveva escluso l'esistenza di una supersocietà di fatto in ragione di elementi che avevano indotto i giudici di merito a ritenere che la prima società dichiarata fallita fosse stata dolosamente svuotata in pregiudizio dei creditori, per favorire gli interessi del soggetto che la controllava).

Cass. civ., Sez. I, ord., 17 marzo 2025, n. 7105 - Pres. M. Ferro - Rel. P. Vella.

* * *

Fallimento — Apertura (Dichiarazione) di fallimento — Imprese soggette — Società — Termine per la dichiarazione di fallimento — Decorrenza dalla cancellazione dal registro delle imprese — Sopravvenuto decreto di cancellazione della cancellazione ex art. 2191 c.c. — Conseguenze — Presunzione di continuazione della società — Fondamento.

In tema di dichiarazione di fallimento di una società, ai fini del rispetto del termine previsto dall'art. 10 l. fall., l'iscrizione nel registro delle imprese del decreto con cui il giudice del registro, ai sensi dell'art. 2191 c.c., ordina la cancellazione della pregressa cancellazione della società già iscritta, fa presumere sino a prova contraria la continuazione dell'attività d'impresa, atteso che il rilievo di regola solo dichiarativo della pubblicità comporta che l'iscrizione del detto decreto rende opponibile ai terzi l'insussistenza delle condizioni che avevano dato luogo alla cancellazione della società alla data in cui questa era stata iscritta e determina altresì, con effetto retroattivo, il venir meno dell'estinzione della società per non essersi questa effettivamente verificata.

Cass. civ., Sez. I, ord., 1 aprile 2025, n. 8647 - Pres. E. Scoditti - Rel. D. Valentino.

* * *

Responsabilità patrimoniale — Di crediti — In genere — Responsabilità patrimoniale — Cause di prelazione — Pegno (Nozione, caratteri) — Di crediti — In genere — Fondi comuni di investimento — Natura giuridica — Soggettività giuridica autonoma — Esclusione — Patrimoni separati della società promotrice o di gestione — Configurabilità — Acquisti nell'interesse del fondo — Titolarità formale e legittimazione ad agire — Società promotrice o di gestione — Fondamento.

I fondi comuni d'investimento disciplinati nel d.lgs. n. 58 del 1998, e succ. mod., sono privi di un'autonoma soggettività giuridica ma costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio e pertanto, in caso di acquisto nell'interesse del fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla società promotrice o di gestione la quale ne ha la titolarità formale ed è legittimata ad agire in giudizio per far accertare i diritti di pertinenza del patrimonio separato in cui il fondo si sostanzia.

Cass. civ., Sez. I, ord., 17 marzo 2025, n. 7201 - Pres. R.M. Di Virgilio - Rel. C. Trapuzzano.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSUALE

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

Fallimento — Azione revocatoria ex art. 67 LF — Delegazione di pagamento — Mezzo anomalo di pagamento — Presunzione scientia decoctionis — Prova contraria.

Qualora la delegazione di pagamento, attraverso la quale il creditore riceva il pagamento da parte di un terzo delegato dal debitore, sia stata realizzata in modo da configurarsi quale mezzo anomalo di pagamento, si verifica la revocabilità del suddetto pagamento ex art. 67, co. 1 LF e la presunzione della conoscenza dello stato di insolvenza in capo al creditore cui compete prova contraria.

Corte di Cassazione, Sezione I Civile, 16 ottobre 2024 (dep. 25 novembre 2024), n. 30252

(omissis)

FATTI DI CAUSA

1. V srl, società con sede a Roma, ha ricevuto, cinque mesi prima della dichiarazione di fallimento della D sas, società con sede a Napoli, un assegno circolare non trasferibile di Euro 40.000,00 a saldo di fatture scadute, emesse nei confronti della D, per il cui pagamento si era già inutilmente attivata con la notifica di due atti di precetto di Euro 55.405,61 ed euro 12.864,18, nonché di un pignoramento immobiliare.

1.1. I Fallimenti della società e del socio hanno adito il Tribunale di Napoli per la revocatoria di detto pagamento, ritenuto anomalo in quanto eseguito da R srl quale arte del prezzo di una compravendita immobiliare del 3.3.16 dovuto alla venditrice D — già da tempo (5.5.15) iscritta nel registro informatico dei protesti — fosse incapace di adempiere con regolarità le proprie obbligazioni, tanto più che quel pagamento non integrale aveva fatto seguito ad iniziative recuperatorie esecutive di V rimaste senza esito.

1.2. Il Tribunale di Napoli ha accolto la domanda e la Corte d'Appello di Napoli, con la sentenza indicata in epigrafe, ha rigettato il gravame proposto da V.

1.3. Avverso detta sentenza V propone ricorso per Cassazione in tre mezzi, illustrato in memoria, cui i Fallimenti resistono con controricorso, parimenti illustrato in memoria.

RAGIONI DELLA DECISIONE

(omissis)

3. Passando all'esame dei motivi, con il primo il ricorrente sostiene che la sentenza sarebbe *“nulla, illegittima ed ingiusta ai sensi dell'art. 360 co1, n3, cpc per violazione degli artt.2967 cc e 115 cpc, nonché ai sensi dell'art. 360, co1, n. 5, per aver omesso fatti decisivi oggetto di discussione tra le parti aventi ad oggetto la raggiunta prova della estraneità della V al negozio presupposto al pagamento, del quale la stessa ignorava termini e contenuti, e della dazione dell'assegno effettuata materialmente da D”*. La Corte d'Appello non avrebbe chiarito, come il Tribunale, in base a quali elementi è stata appurata la dazione materiale dell'assegno da R a V, mentre sarebbe pacifico il contrario, essendo stata raggiunta la prova, per difetto di contestazione, sia dell'estraneità di V all'atto di compravendita, sia della dazione dell'assegno da D a V, in assenza di prova contraria da parte della curatela fallimentare; e tali circostanze rileverebbero ai fini dell'esclusione della *scientia decoctionis*.

3.1. Il motivo è inammissibile.

3.2. Occorre premettere che secondo i controricorrenti sarebbe vero l'esatto contrario: in primo grado sarebbe stato, cioè, pacifico che V ricevette il pagamento direttamente da R quale terzo delegato, trattandosi di fatto dedotto in citazione, rispetto al quale la convenuta V si sarebbe limitata ad affermare di non aver partecipato alla compravendita, di cui ignorava termini e contenuto, senza mai allegare che il pagamento fosse stato effettuato *“materialmente e fisicamente”* da D.

Nel successivo grado di appello, poi, il Fallimento non avrebbe accettato il contraddittorio sul fatto nuovo, *“che la D ha fatto predisporre l'assegno e poi lo ha consegnato a V”*.

3.3. Tale ricostruzione della vicenda processuale trova riscontro nello svolgimento del processo riportato a pag. 3 della sentenza impugnata, e viene ribadita a pag. 8, dove la fattispecie risulta riferita *“sin dall'origine”* ad un *“pagamento di Euro 40.000,00 eseguito da R in favore di V con assegno circolare non trasferibile”* e le difese di V risultano riferite esclusivamente alla *“pacifica estraneità dell'appellante alle vicende contrattuali intercorse tra D e R”*.

3.4. Poste queste premesse, non risulta censurabile la successiva affermazione della corte territoriale per cui *“deve ritenersi che la revocatoria del pagamento eseguito tramite delegazione di pagamento non investa affatto l'atto di consegna materiale diretta della somma di denaro dal delegato al delegatario in quanto tale delegazione determina invece l'effetto estintivo del rapporto obbligatorio tra delegante e delegatario; dunque, nel caso di specie il contratto di compravendita costituisce (come dedotto dalla Curatela nella*

citazione di primo grado) soltanto il presupposto (di fatto) della delegazione di pagamento ivi prevista quale strumento indiretto per realizzare il detto effetto estintivo”.

Tale affermazione si salda con quella del tribunale, espressamente richiamata dai giudici di secondo grado, per cui l'operazione negoziale oggetto di controversia *“è sicuramente qualificabile come atto estintivo di debito pecuniario, non effettuato con denaro o altro mezzo normale di pagamento”* con conseguente *“revocabilità, quale mezzo anormale di pagamento, idoneo a ledere la par condicio creditorum, di una delegazione che il debitore abbia posto in essere allo scopo di estinguere la preesistente obbligazione pecuniaria, già scaduta ed esigibile, non rilevando la convinzione del creditore in ordine alla utilizzazione da parte del solvens di denaro proprio (cfr. Cass. sentenze n. 649/2003 e n. 15691/2011).*

Principio, questo, in effetti più volte affermato da questa Corte (V anche Cass. 5980/2021, 4106/2017, 25928/2015, 1785/1989).

4. Con il secondo mezzo il ricorrente deduce che la sentenza sarebbe altresì *“nulla, illegittima ed ingiusta ai sensi dell’art. 360, co. 1, n. 3) cpc per violazione dell’art. 67, co I e II LF nella parte in cui la Corte d’Appello, in presenza di prova contraria, ha ritenuto la consapevolezza dello stato di decozione sull’errato presupposto della consegna del denaro dal delegato (R) al delegatario (V)”.*

4.1. Il motivo è inammissibile perché costituisce, per espressa dichiarazione del ricorrente, una derivazione logica del primo mezzo, da cui resta assorbito.

4.2. È evidente infatti che, una volta appurata la natura anomala del pagamento, in quanto eseguito mediante delegazione passiva, l'inquadramento della fattispecie nel primo comma dell’art. 67 LF comporta la presunzione relativa della *scientia decoctionis* in capo al destinatario del pagamento, ed i giudici di merito hanno affermato, con accertamento insindacabile in questa sede, che la prova contraria *“è mancata”* avendo l'appellante *“dedotto ... circostanze irrilevanti e generiche, cioè non affatto significative di una eventuale natura non anomala del suddetto tipo di pagamento sulla base degli specifici rapporti tra le parti e cioè quelle secondo cui: tra le parti il mezzo di pagamento utilizzato era l’assegno; l’appellante non è un operatore finanziario ma una società di piccole dimensioni; le parti nel loro brevissimo rapporto, hanno concordato la concessione di termini anche molto ampi; la brevità del rapporto tra le parti: la V, operando nella zona di Roma. Non poteva non avere “sentore” delle dinamiche societarie della D”.*

4.3. Posta la presunzione *iuris tantum* di *scientia decoctionis* del convenuto in revocatoria, sul quale grava pertanto l'onere di provare la cd. *inscientia decoctionis*, anche eventuali dubbi sull'ignoranza dell'insolvenza da parte del convenuto medesimo, in esito all'esame delle prove da questi offerte, o comunque acquisite agli atti, vanno risolti in suo danno (Cass. 12568/2019, 17286/2014, 1169/1980), tenuto conto di quanto anche da ultimo ribadito

(Cass. 25166/2024) sul contenuto non meramente negativo del citato onere della prova, che va assolto dimostrando che, all'epoca dell'atto, "*sussistevano circostanze tali da far ritenere, ad una persona di ordinaria prudenza e avvedutezza, che l'imprenditore si trovava in una situazione normale di esercizio dell'impresa*".

4.4. A ciò si aggiunga che l'accertamento dell'effettiva conoscenza o meno dello stato di insolvenza può avvenire anche per presunzioni, *ex artt.* 2727 e 2729 cc, ma la scelta dei fatti da porre a fondamento del relativo processo logico e l'apprezzamento della loro rispondenza ai prescritti requisiti di gravità, precisione e concordanza integrano un giudizio di fatto, censurabile in sede di legittimità per vizio di motivazione solo nei limiti del novellato art. 360, comma 1, n. 5 cpc e non attraverso la prospettazione di un convincimento diverso da quello espresso nel provvedimento impugnato (Cass. 27080/2023, 12874/2023, 12357/2023, 22366/2021, 3854/2019, 3081/2018, 25635/2017), sulla base di un ragionamento decisorio scevro da illogicità e contraddittorietà (Cass. 12357/2023).

(omissis)

P.Q.M.

dichiara inammissibile il ricorso.

Delegazione di pagamento e possibile anomalia dello strumento: incidenza sull'onere della prova (di FEDERICA CASSESE)

Con il provvedimento in esame la Corte di Cassazione si è nuovamente pronunciata su due importanti applicazioni dell'istituto della revocatoria fallimentare che, anche dopo l'entrata in vigore del Codice della Crisi, si prestano ancora ad alcuni dubbi interpretativi.

La Corte, infatti, esamina da un lato la revocabilità *ex art.* 67, comma 1, n. 2 LF dei pagamenti effettuati tramite delegazione di pagamento nell'ambito della categoria dei "*pagamenti con mezzi anomali*" e, dall'altro, il contenuto della prova della *incientia decotionis* da parte del creditore convenuto in revocatoria.

La prima questione appare interessante perché la ribadita applicazione dell'art. 67 comma 1, n. 2 LF alla delegazione di pagamento, che abbia però determinate caratteristiche, consente al Curatore sia di invertire l'onere della prova, che passa in capo al creditore, sia di ampliare il termine per l'azione ad un anno dalla dichiarazione di fallimento.

Com'è noto si ha "delegazione di pagamento" *ex art.* 1269 cc quando il debitore per eseguire un pagamento delega un terzo; il tipico esempio è il pagamento effettuato tramite assegno bancario. In questo caso, infatti, la banca viene delegata dal debitore a pagare il creditore sulla base di una provvista creata a tal fine.

Non per questo, però, il pagamento dell'assegno da parte della banca viene considerato un pagamento "anomalo" in ottica fallimentare posto che i

mezzi normali di pagamento, oltre al denaro, sono proprio gli assegni o titoli equivalenti.

Occorre allora verificare quando l'utilizzo della delegazione di pagamento costituisca una forma di pagamento anomalo, non essendo invece questa l'occasione per soffermarsi sulle problematiche relative ai casi in cui il terzo paghi con denaro proprio e poi si rivalga o meno nei confronti dell'obbligato.

La Giurisprudenza e la dottrina sembrano orientate a sostenere che l'"anomalia" del pagamento tramite delegazione dipenda dalle caratteristiche della delegazione stessa e dalla sua estraneità o meno, per come la stessa è stata posta in essere, alla normale prassi commerciale o, quanto meno, alle normali prassi di pagamento in uso tra le parti.

Nel caso che ci occupa il debitore, poi fallito qualche mese dopo, avendo concluso un contratto di vendita immobiliare con un terzo, ha delegato il terzo acquirente a versare una parte del prezzo al proprio creditore, a saldo del debito da questi vantato nei suoi confronti.

La Cassazione nel provvedimento annotato afferma che in un simile caso non rileva il fatto che il pagamento sia avvenuto con denaro o mezzi equivalenti, ma che sia avvenuto con denaro del fallito e, soprattutto, in esito ad un utilizzo anomalo dell'istituto della delegazione di pagamento; in questo caso, pertanto, la prestazione è revocabile perché è come se fosse stata effettuata direttamente dal debitore.

In senso contrario, anche perché il caso trattato era in parte differente, si veda Cass. 22.11.24 n. 30127 secondo la quale, invece, ai fini di applicare l'esenzione da revocatoria, occorre anche considerare se il pagamento così effettuato fosse funzionale o meno alla prosecuzione dell'attività di impresa e se tale pagamento fosse relativo a forniture vecchie o a prestazioni rese *ex novo*, non essendo sufficiente il mero confronto con eventuali prassi in uso tra le parti.

Secondo tale seconda pronuncia, dunque, il parametro di riferimento ai fini della valutazione non potrà che essere costituito dalle condizioni contrattualmente pattuite dalle parti e dal fatto che il pagamento attenga a "forniture" immediatamente espressive dell'esercizio dell'attività di impresa.

Come si vede l'argomento è tutt'ora discusso e soggetto a interpretazioni differenti.

L'altro aspetto su cui il provvedimento annotato si è soffermato è quello relativo alla prova che il creditore, convenuto in revocatoria, deve fornire circa la sua non conoscenza dello stato di insolvenza del debitore, prova che, come è noto, può essere fornita anche per presunzioni.

A questo proposito è bene evidenziare che secondo la Giurisprudenza la "presunzione semplice" e la presunzione legale "iuris tantum" si distinguono unicamente in ordine al modo di insorgenza: mentre il fatto sul quale si fonda la prima deve essere provato in giudizio ed il relativo onere grava su colui che intende trarne vantaggio, la seconda invece è stabilita dalla legge e, quindi, non abbisogna della prova di un fatto sul quale possa fondarsi e giustificarsi (v. p. es. Cass. 24.5.23).

Una volta che la presunzione semplice si sia formata (cioè, quando risulti provato il fatto sul quale si fonda) essa ha la medesima efficacia della presunzione legale “*iuris tantum*” con conseguente trasferimento dell’onere della prova contraria a colui contro il quale le stesse depongono.

Poiché l’art. 67, 1 co., n. 2 LF stabilisce la revocabilità di alcuni atti, salvo prova contraria, deve ritenersi così istituzionalizzato il rilievo del fatto considerato dalla norma, ossia l’effettuazione del pagamento con mezzi anomali, imponendo così di trarne la conseguenza che, salvo prova contraria, chi accetta di essere pagato con mezzi anormali lo fa perché ha contezza che il debitore non è in condizione di adempiere regolarmente le proprie obbligazioni con mezzi normali.

È questo, dunque, il principio su cui si fonda la decisione qui annotata: l’accertamento della natura anomala del pagamento comporta “automaticamente” la presunzione relativa alla *scientia decoctionis* in capo al destinatario di pagamento, con la conseguenza che è onere di quest’ultimo di dare prova del contrario e che eventuali “dubbi” sull’ignoranza dell’insolvenza da parte del convenuto vanno necessariamente risolti in suo danno.

Soffermiamoci allora da ultimo sul contenuto di questa “prova contraria”.

Fermo restando che la prova può fondarsi, come noto, anche su presunzioni purché gravi, precise e concordanti, la Giurisprudenza nel tempo non si accontenta più solamente di una prova “negativa” fondata, cioè sull’assenza di elementi indiziari a cui il creditore avrebbe potuto/dovuto capire l’eventuale insolvenza del proprio interlocutore.

In origine, infatti, la mera assenza di protesti, di azioni esecutive ecc. a carico del debitore poteva indurre il Giudice a valutare positivamente l’*inscientia decoctionis* in capo al creditore, valutazione che veniva inoltre effettuata diversamente a seconda che il creditore fosse tenuto ad una diligenza qualificata (es. creditore Banca) o meno.

Da qualche tempo invece le pronunce in materia si sono evolute ed il Giudice chiede di più al creditore convenuto in revocatoria non ritenendo di per sé sola necessariamente sufficiente la prova negativa.

Infatti, come ribadito dalla Cassazione anche in precedenza (v. p.es. 25166/2024), il contenuto di tale onere della prova non è “meramente negativo” ma va assolto dimostrando che all’epoca dell’atto revocabile “*sussistevano circostanze tali da far ritenere ad una persona di ordinaria prudenza e avvedutezza, che l’imprenditore si trovava in una situazione normale di esercizio dell’impresa*”.

Pertanto, come la presenza di protesti cambiari e di procedure esecutive individuali può in concreto non assurgere a decisiva rilevanza ai fini della prova positiva della “*scientia decoctionis*”, così la certezza della esclusione di quest’ultima non può essere affidata esclusivamente all’assenza di tali elementi, che, pur essendo indizi rivelatori di insolvenza, non ne sono tuttavia gli unici sintomi.

MASSIME (*)

Composizione negoziata della crisi — Misure cautelari — Funzionalità.

Appare concedibile la richiesta provvisoria di inibitoria e sospensione degli addebiti corrispettivi sulle anticipazioni già eseguiti, sugli interessi passivi bancari, sui canoni di locazione periodici a scadere per le locazioni finanziarie operative e/o sulle rate dei finanziamenti chirografari, in quanto la società ricorrente ha congruamente motivato il pericolo di pregiudizio grave ed irreparabile per la continuità aziendale e per il rispetto della (eventuale) *par condicio creditorum* dei creditori nell'ambito dello strumento di regolazione della crisi che sarà prescelto, ove tale parità di trattamento sia in effetti prevista per legge nella distribuzione del valore generato.

Infatti, la concessione di tale moratoria è direttamente strumentale alla salvaguardia delle trattative che si stanno svolgendo, essendo stato preannunciato un redigendo piano industriale/finanziario ed una proposta concreta ai creditori che preveda (verosimilmente) il riscadenziamento ed in sostanza la convenzione di moratoria *ex art. 62 CCII* sui debiti bancari. Ne consegue che tale concessione di misure cautelari, lungi dal far ottenere al debitore un effetto giuridico e processuale non consentito con il provvedimento giudiziale definitivo — anche a seguito dell'eventuale omologa di uno strumento — costituisce una mera “anticipazione provvisoria” dei possibili effetti di un accordo con i creditori bancari e finanziari con cui intercorrono trattative che, lo si ribadisce, non si sono costituiti per opporsi alle richieste.

La pronuncia inibitoria appare strettamente strumentale all'esposta ragione, nel piano finanziario, di limitare le uscite di cassa e di salvaguardare la liquidità a sostegno diretto della continuità aziendale, in attesa di raggiungere per mezzo delle trattative un accordo espresso di riscadenziamento a lungo termine con le banche e società di leasing.

Né risulta che ai creditori bancari e finanziari sia imposto un pregiudizio o sacrificio irragionevole e sproporzionato del loro diritto, essendovi un mero slittamento in avanti delle scadenze di addebito in relazione ai mandati all'incasso e/o ai patti di annotazione ed elisione di contrapposte partite a seguito di anticipazioni bancarie, così come degli interessi passivi e dei canoni di locazione finanziaria e delle rate dei finanziamenti, per il solo periodo necessario a trattare e raggiungere l'accordo con i creditori finanziari, che avrebbe peraltro il medesimo contenuto negoziale, così confermandosi la strumentalità e funzionalità rispetto alle trattative per il risanamento imprenditoriale.

La misura richiesta, peraltro, si risolve in un mero patì, mentre deve escludersi, in assenza di una espressa previsione di legge, la possibilità di

(*) Massime a cura di Maddalena Arlenghi e Giorgia Vigna Taglianti.

imporre un *facere* alla controparte coinvolta nelle trattative posto che, diversamente ragionando, l'imprenditore potrebbe ottenere tramite la negoziazione risultati non ottenibili nemmeno all'esito di un contenzioso.

La fattispecie non si iscrive in una ipotesi di imposizione al creditore di un *facere* infungibile ma in una mera sospensione *ex latere debitoris* di contratti pendenti, funzionale alla probabilità di perseguire il risanamento dell'impresa ricorrente mediante le trattative iniziate con i creditori anche bancari.

Tribunale di Milano, 28 febbraio 2025

* * *

Composizione negoziata della crisi — Misure cautelari — Funzionalità.

Appare concedibile la misura cautelare volta ad ottenere il ripristino degli affidamenti sospesi dagli Istituti di credito precedentemente all'imminente accesso alla società alla composizione negoziata della crisi in quanto la decisione della sospensione degli affidamenti senza alcun atto che la preannunciasse, collocata immediatamente a ridosso della comunicazione del prossimo accesso alla composizione negoziata, è di troppa evidenza per ritenere inverosimile la spiegazione fornita dalla società ovvero che la sospensione sia stata decisa per prevenire l'effetto delle misure protettive e segnatamente di quelle di cui all'art. 18 comma 5 ccii.

Poiché dai dati di bilancio anche prospettici ed in particolare dalla situazione di cassa e dalla entità degli effetti che vanno a scadere nei prossimi mesi è evidente che senza la operatività dei diversi conti anticipi la impresa non può proseguire l'attività: il *periculum in mora* è del tutto evidente, e consiste nella prospettiva verosimile se non certa di una obbligata cessazione della continuità laddove il flusso finanziario non dovesse essere ripristinato. Il *fumus* riposa invece nella buona marginalità della impresa e nella solidità del core business con la conseguente seria possibilità di un concreto risanamento — da attuarsi in forma stragiudiziale o con uno degli strumenti di regolazione della crisi del CCII, purché il piano sia costruito con la necessaria competenza e le trattative seguite ed intensificate attraverso un impegno intenso dell'esperto. Stante la decisione delle banche di sospendere i rapporti le misure cautelari si impongono essendo il solo strumento per potere assicurare al progetto di risanamento la possibilità di dispiegarsi.

Al ripristino della operatività degli affidamenti, consegue il divieto alle tre banche di operare la segnalazione alla Centrale Rischi con riferimento alle sospensioni degli affidamenti.

Tribunale di Ferrara, 17 aprile 2025

* * *

Liquidazione controllata — Incapienza del debitore persona fisica — Istanza del creditore — Omessa o non tempestiva eccezione di incapienza — Ammissibilità della procedura.

Secondo l'art. 268 III comma CCII, come novellato dal c.d. "correttivo *ter*", il creditore può richiedere l'apertura della liquidazione controllata senza dover dimostrare l'esistenza di beni o crediti. In questo caso, la domanda potrebbe essere respinta su eccezione del debitore a condizione che l'attestazione di incapienza resa dall'OCC venga depositata già alla prima udienza. *Ergo* l'apertura di una procedura di liquidazione controllata non è preclusa, pure in assenza di attivo, quando il debitore persona fisica abbia omesso di sollevare tempestivamente e ritualmente la relativa eccezione nei termini sopra indicati.

Tribunale di Avellino, 12 marzo 2025

* * *

Sovraindebitamento — Ristrutturazione dei debiti del consumatore — art. 69 CCII — Abbandono della tesi del c.d. "shock esogeno" — Eliminazione del requisito della valutazione della colpa genericamente intesa.

Il debitore meritevole di accedere alla procedura non è più solamente colui che si ritrovi in stato di sovraindebitamento per motivi gravi, imprevedibili e, soprattutto, esterni e non a lui imputabili. Il Tribunale di Bologna abbandona la tesi del c.d. "shock esogeno", aderendo ad un orientamento più permissivo ritenendo di non poter esigere requisiti troppo stringenti, anche in considerazione della qualità dei soggetti destinatari del beneficio, che spesso sono privi "di un livello culturale idoneo a rendersi conto del loro progressivo indebitamento".

Tribunale di Bologna, 21 marzo 2025

* * *

Esdebitazione dell'incapiente — Art. 283 II comma CCII e modifica normativa apportata dal 'correttivo-ter' — Interpretazione letterale e problema del c.d. "falso incapiente" — Valutazione sistematica del giudice del caso concreto — Liquidazione controllata ed esdebitazione dell'incapiente — Procedure alternative e speculari.

Il correttivo *ter* ha modificato l'art. 283 II comma CCII consentendo di considerare incapiente, e quindi esdebitabile anche il debitore che usufruisce di una eccedenza di reddito ovvero sia colui che presenti, in assenza di altri beni, un reddito annuo calcolato al netto delle spese di produzione e delle necessità di mantenimento familiare. Quindi, di fronte ad ipotesi di c.d. "falso incapiente", il giudice, non fermandosi al dato letterale del secondo comma dell'art. 283 CCII, deve valutare, nella fattispecie concreta, se il debitore sia in grado di offrire qualche utilità, non simbolica, ai propri creditori (tenuto anche conto delle spese e della durata della procedura di riferimento), e deve inoltre tenere in considerazione che la liquidazione controllata e la procedura di esdebitazione dell'incapiente, per il debitore persona fisica non imprenditore, non sono istituti sovrapponibili ma speculari ed alternativi.

Tribunale di Ferrara, 15 marzo 2025

* * *

Composizione negoziata della crisi — Compatibilità tra liquidazione e CNC — Liquidazione volontaria e possibilità di accedere alle misure protettive ex art. 18 — Nuove opportunità di risanamento alla luce del "correttivo ter" — La liquidazione come modalità di risanamento aziendale se vi è il soddisfacimento del ceto creditorio.

Il dato formale della messa in liquidazione non è di per sé ostativo all'accesso alla composizione negoziata in quanto va verificato, in una ottica prospettica, se vi può essere prosecuzione (anche in forma indiretta) dell'attività di impresa tipica con conseguente venir meno della prospettiva meramente liquidatoria.

Tribunale di Milano, 19 marzo 2025

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

*Corte di cassazione, Sez. VI Penale, 1 ottobre 2024
(dep. 23 gennaio 2025), n. 2836, Pres. Ricciarelli, Rel. Silvestri*

RITENUTO IN FATTO

1. Il Tribunale di Messina, in accoglimento dell'appello del Pubblico Ministero, ha disposto il sequestro preventivo impeditivo della società agricola semplice S. R., nonché dei conti correnti ad essa intestati, dei beni aziendali, delle quote di partecipazione e di ogni altra componente patrimoniale ad essa riconducibile.

La Società S. R., insieme ad altre, sarebbe stata uno strumento finalizzato al reimpiego di titoli “tossici” conseguiti attraverso la consumazione di plurimi reati di truffa: i titoli costituirebbero il prodotto del delitto di truffa.

In particolare, nell'ambito del presente procedimento è stata disposta la misura cautelare interdittiva, ex art. 290 cod. proc. pen., del divieto di esercitare attività imprenditoriale nei riguardi di Li.Sc., legale rappresentante della società ricorrente, in relazione al reato di cui all'art. 648 *ter* cod. pen., per avere questi acquistato e utilizzato, nella qualità indicata, novantaquattro titoli Agea ritenuti tossici in quanto ottenuti tramite truffe aggravate ai danni della stessa Agenzia.

La domanda cautelare reale era stata rigettata sul presupposto che la società in questione non fosse ancora operativa; il Tribunale, a seguito della produzione del Pubblico Ministero, ha ritenuto ancora in essere la società e disposto il sequestro.

2. Ha proposto ricorso per cassazione la società articolando due motivi.

2.1. Con il primo si deduce, violazione di legge e vizio di motivazione.
[omissis]

Sotto altro profilo, l'ordinanza sarebbe viziata per avere il Tribunale omissso di motivare quanto alla sussistenza del *fumus* dell'illecito amministrativo ascritto all'ente, essendo stato il provvedimento “costruito” solo con

riguardo al reato presupposto contestato al legale rappresentante (in tal senso si richiama giurisprudenza sul tema e si sottolinea come l'illecito dell'ente non coincida con il reato presupposto).

2.2. Con il secondo motivo si lamenta violazione di legge; il tema attiene al *periculum in mora*.

Il Tribunale avrebbe affermato che la società negli anni 2022-2024 sarebbe stata interessata dai contratti di affitto di fondi rustici chiaramente prodromici a richiedere ulteriori "aiuti"; dunque, si argomenta, la presenza di contratti leciti di affitto sarebbe stata erroneamente ritenuti indicativi di perdurante attività di impresa e di nuove occasioni di reato.

Si assume invece che la società si occuperebbe di allevamento di bovini e che, quindi, i contratti di affitto sarebbero indispensabili per il conseguimento dell'oggetto sociale; né risulterebbe che i titoli Agea nel periodo indicato sarebbero stati utilizzati per le domande di contributi.

Dunque, dal provvedimento impugnato non sarebbe evincibile né il *periculum in mora*, richiesto anche ai fini del D.Lgs. 231 del 2001, e neppure il carattere strumentale dell'azienda rispetto al pericolo di commissione di nuovi reati.

Sotto altro profilo si deduce la violazione del principio di proporzionalità, non essendo stato spiegato perché sarebbe indispensabile l'imposizione del vincolo su tutti i beni indicati.

CONSIDERATO IN DIRITTO

1. Il ricorso è fondato limitatamente al secondo motivo di ricorso e, in particolare, alla violazione del principio di proporzionalità.

[omissis]

3. Il secondo motivo è solo in parte fondato.

Si tratta infatti di un motivo inammissibile nella parte relativa al *periculum in mora*, avendo anche in tal caso il Tribunale spiegato, diversamente dagli assunti difensivi, come la società ricorrente abbia continuato ad operare anche negli anni 2022-2024 e a compiere, attraverso l'uso dei titoli di provenienza illecita, operazioni finalizzate all'acquisto di fondi rustici o all'affitto di terreni prodromiche a richiedere ulteriori contributi.

Sul punto il motivo di ricorso è strutturalmente generico, essendosi la società ricorrente limitata a negare, senza tuttavia addurre alcunché di specifico, che le operazioni compiute negli anni 2022-2024 siano, diversamente dalle altre, slegate dall'attività illecita.

Dunque un concreto pericolo di reiterazione dell'attività criminosa.

4. È invece fondato il motivo di ricorso relativamente alla violazione del principio di proporzionalità.

In tema di sequestro preventivo il canone di proporzionalità, sancito, anche in riferimento alle misure cautelari reali, dell'art. 275 cod. proc. pen. (*ex*

plurimis: Sez. 2, n. 29687 del 28/05/2019, Frontino, Rv. 276979; Sez. 3., n. 21271 del 07/05/2014, Konovalov, Rv. 261509-01) e, a livello sovranazionale, dal diritto dell'Unione (art. 5, par. 3 e 4, TUE, art. 49, par. 3, e art. 52, par. 1, della Carta dei diritti fondamentali) e dalla Convenzione europea dei diritti dell'uomo, così come interpretata dalla Corte Edu, assolve "ad una funzione strumentale per un'adeguata tutela dei diritti individuali in ambito processuale penale, e ad una funzione finalistica, come parametro per verificare la giustizia della soluzione presa nel caso concreto" (*ex plurimis*, Sez. 6, n. 34265 del 22/09/2020, Aleotti, Rv. 279949-02; Sez. 4, n. 29956 del 14/10/2020, Valentino, Rv. 279716-01; Sez. 6, n. 9776 del 12/02/2020, Morfù, non massimata).

Le Sezioni Unite della Corte di cassazione, del resto, hanno in più occasioni affermato che "ogni misura cautelare, per dirsi proporzionata all'obiettivo da perseguire, dovrebbe richiedere che ogni interferenza con il pacifico godimento dei beni trovi un giusto equilibrio tra i divergenti interessi in gioco (Corte Edu 13 ottobre 2015, Unsped Paket Servisi SaN. Ve TIC. A. S. c. Bulgaria)" (così testualmente Sez. U, n. 36072 del 19/04/2018, Botticelli, Rv. 273548, in motivazione).

Il principio di proporzionalità, peraltro, non opera esclusivamente quale limite alla discrezionalità giudiziale nella fase genetica della misura cautelare, ma impone al giudice, lungo tutta la fase della sua efficacia, di graduare e modellare il contenuto del vincolo imposto, anche in relazione alle sopravvenienze che possono intervenire, affinché lo stesso non comporti restrizioni più incisive dei diritti fondamentali rispetto a quelli strettamente funzionali a tutelare le esigenze cautelari da soddisfare nel caso di specie.

Con riferimento al sequestro preventivo il canone di proporzionalità impone al giudice di modulare il vincolo in modo che lo stesso, pur conforme agli scopi previsti dal legislatore, non determini un'esasperata compressione del diritto di proprietà e di libera iniziativa economica dell'ente attinto dal vincolo reale, eccedendo quanto strettamente necessario rispetto al fine perseguito.

La legittima finalità di garantire l'effettività della decisione assunta all'esito del giudizio di merito non deve infatti eccedere quanto strettamente necessario rispetto al fine perseguito e deve, dunque, essere realizzata in forme che si rivelino adeguate alla tutela di altri diritti di rilievo costituzionale meritevoli di protezione e il cui esercizio non pregiudichi le esigenze cautelari perseguite.

Il giudice, dunque, all'atto dell'adozione della misura cautelare reale e nella sua successiva dinamica esecutiva, deve evitare che il vincolo reale, eccedendo le proprie finalità ed esorbitando dall'alveo dei propri effetti tipici, si risolva in una sostanziale eccessivo sacrificio dei diritti fondamentali della parte.

5. Il Tribunale di Messina non ha fatto corretta applicazione dei principi indicati.

Non è chiaro infatti perché, a fronte della necessità di inibire l'attività di impresa della società al fine di impedire "nuove occasioni di reato" (così l'ordinanza impugnata a pag. 5), sia stato ritenuto necessario e conforme al principio di proporzionalità — nel senso appena declinato — sequestrare i conti correnti e ogni altra componente patrimoniale riferibile alla stessa società, della quale, peraltro, non è dato sapere alcunché.

Ne consegue che l'ordinanza impugnata deve essere annullata sul punto per nuovo esame.

(*omissis*)

Sequestro preventivo e principio di proporzionalità in ambito penale

(di ROSSANA LUGLI)

1. Il fatto storico e la misura cautelare reale disposta.

Il provvedimento in commento è stato emesso nell'ambito di un procedimento penale pendente per i reati di truffa, aggravata dal conseguimento di erogazioni pubbliche *ex art. 640 bis c.p.*, e di reimpiego di denaro, di beni e di utilità di provenienza illecita *ex art. 648 ter c.p.* nonché per l'illecito amministrativo dipendente dal reato *ex art. 25 octies e 24 ter D.Lgs. 231/01*.

Nello specifico, si contestava al legale rappresentante di una società agricola semplice (la "Società") di aver acquistato e utilizzato nella propria società dei titoli ritenuti "tossici", in quanto consistenti nel prodotto di alcune truffe, perpetrate ai danni dell'Agenzia per le Erogazioni in Agricoltura (AGEA).

Secondo la ricostruzione accusatoria alcuni imprenditori agricoli, attestando falsamente la conduzione di fondi presi in affitto da terzi o coperti da contratti ormai scaduti e non rinnovati, avevano ottenuto indebitamente da parte dell'Agenzia — indotta in errore — contributi pubblici.

Questi consistevano nei c.d. "titoli PAC", ovvero titoli rappresentativi del diritto a ricevere pagamenti diretti in base alla Politica Agricola comune dell'UE.

L'acquisto e l'utilizzo di 94 di questi titoli da parte del legale rappresentante della Società agricola avrebbe integrato il reimpiego di beni e denaro di provenienza illecita, configurando il reato di cui all'*art. 648 ter c.p.*

Nel corso delle indagini preliminari, su richiesta del Pubblico Ministero, il Giudice per le Indagini Preliminari disponeva nei confronti del legale rappresentante della Società, la misura cautelare interdittiva *ex art. 290 c.p.p.* del divieto di esercitare attività imprenditoriale.

Diversamente rigettava la misura cautelare del sequestro preventivo richiesta nei confronti della Società, ritenendo la stessa non operante e quindi insussistente il *periculum in mora*.

Al contrario, il Tribunale di Messina, a seguito dell'appello del Pubblico

Ministero, applicava “*il sequestro preventivo impeditivo della società agricola, nonché dei conti correnti ad essa intestati, dei beni aziendali, delle quote di partecipazione e di ogni altra componente patrimoniale ad essa riconducibile*”.

Nello specifico, rispetto al *periculum in mora* il Tribunale rilevava come la Società fosse “*uno strumento diretto al reimpiego dei titoli “tossici” conseguiti attraverso la consumazione dei plurimi reati di truffa*” ovvero “*un’impresa-schermo, finalizzata a consentire il “ricambio” dei titoli derivanti dalle truffe commesse*”.

Ciò si sarebbe realizzato “*anche negli anni 2022-2024... attraverso l’uso dei titoli di provenienza illecita, operazioni finalizzate all’acquisto di fondi rustici o all’affitto di terreni prodromiche a richiedere ulteriori contributi*”.

Ebbene, la Corte di Cassazione, accoglieva il ricorso avverso tale provvedimento presentato dalla Società indagata quale ente *ex D.Lgs. 231/2001*, annullando l’ordinanza del Tribunale di Messina con rinvio ad altra Sezione per nuova analisi.

L’accoglimento era dovuto sostanzialmente alla ritenuta fondatezza del motivo relativo alla violazione del principio di proporzionalità “non essendo stato spiegato perché sarebbe indispensabile l’imposizione del vincolo su tutti i beni della società”.

2. Il sequestro preventivo.

Nel caso di specie, la Società — unitamente ai conti correnti ad essa intestati, ai beni aziendali, alle quote di partecipazione e ad ogni altra componente patrimoniale ad essa riconducibile — è stata sottoposta a sequestro preventivo in quanto ritenuta “*bene strumentale alla realizzazione del reato previsto dall’art. 648 ter c.p., contestato in via provvisoria al legale rappresentante della società ricorrente*”.

Il sequestro preventivo, disciplinato all’art. 321 c.p.p., consiste in una misura cautelare reale che impone un vincolo di indisponibilità su una cosa mobile, immobile o immateriale.

Il primo comma dell’art. 321 c.p.p. disciplina il sequestro preventivo c.d. impeditivo stabilendo che “*quando vi è pericolo che la libera disponibilità di una cosa pertinente al reato possa aggravare o protrarre le conseguenze di esso ovvero agevolare la commissione di altri reati, a richiesta del pubblico ministero il giudice competente a pronunciarsi nel merito ne dispone il sequestro con decreto motivato*” ⁽¹⁾.

La finalità del sequestro impeditivo è di prevenire ulteriori illeciti.

Il secondo comma della disposizione in commento disciplina invece il sequestro preventivo ai fini della confisca, stabilendo che lo stesso possa avere

⁽¹⁾ La disposizione precisa che “*prima dell’esercizio dell’azione penale provvede il giudice per le indagini preliminari*”.

ad oggetto “*le cose di cui è consentita la confisca*”, che è il provvedimento ablativo definitivo che viene disposto con sentenza ⁽²⁾.

La finalità del sequestro preventivo è di garantire l'efficacia della confisca.

Diverse sono le disposizioni che prevedono tale seconda tipologia di confisca ⁽³⁾. Tra queste, per quanto qui d'interesse, l'art. 648 *quater* c.p., secondo cui “*Nel caso di condanna o di applicazione della pena su richiesta delle parti, a norma dell'articolo 444 del codice di procedura penale, per uno dei delitti previsti dagli articoli 648 bis, 648 ter e 648 ter 1, è sempre ordinata la confisca dei beni che ne costituiscono il prodotto o il profitto, salvo che appartengano a persone estranee al reato*”.

Al cui secondo comma è prevista anche la possibilità di procedere alla confisca per equivalente “*delle somme di denaro, dei beni o delle altre utilità delle quali il reo ha la disponibilità, anche per interposta persona, per un valore equivalente al prodotto, profitto o prezzo del reato*” ⁽⁴⁾.

Trattandosi di un provvedimento di natura ablativa e quindi potenzialmente afflittiva, per poter disporre il sequestro preventivo devono sussistere gli elementi tipici di ogni misura cautelare: il *fumus commissi delicti* e il *periculum in mora* ⁽⁵⁾.

⁽²⁾ Rispetto a questa seconda tipologia, di norma, ulteriori disposizioni di legge individuano le categorie di beni che devono essere sottoposte a confisca in via diretta, tra cui il profitto, il prodotto, il prezzo del reato, prevedendo altresì — nel caso di impossibilità di confiscare tali categorie di beni in via diretta — la possibilità di disporre la confisca per equivalente sui beni, sul denaro o su altre utilità nella disponibilità del reato, per un valore equivalente.

⁽³⁾ Ad esempio, la norma di carattere generale di cui all'art. 240 c.p., secondo cui “*Nel caso di condanna, il giudice può ordinare la confisca delle cose che servirono o furono destinate a commettere il reato, e delle cose che ne sono il prodotto o il profitto. È sempre ordinata la confisca: 1) delle cose che costituiscono il prezzo del reato; 1-bis) dei beni e degli strumenti informatici o telematici che risultino essere stati in tutto o in parte utilizzati per la commissione dei reati di cui agli articoli 615 ter, 615 quater, 615 quinquies, 617 bis, 617 ter, 617 quater, 617 quinquies, 617 sexies, 635 bis, 635 ter, 635 quater, 635 quinquies, 640, secondo comma, numero 2-ter), 640 ter e 640 quinquies nonché dei beni che ne costituiscono il profitto o il prodotto ovvero di somme di denaro, beni o altre utilità di cui il colpevole ha la disponibilità per un valore corrispondente a tale profitto o prodotto, se non è possibile eseguire la confisca del profitto o del prodotto diretti. 2) delle cose, la fabbricazione, l'uso, il porto, la detenzione e l'alienazione delle quali costituisce reato, anche se non è stata pronunciata condanna*”.

A cui si aggiungono norme penali speciali, tra cui l'art. 12 *bis* D.Lgs. 74/2000 che prevede la confisca diretta del profitto, prodotto e prezzo del reato e per equivalente sui beni di cui ha la disponibilità il reo per un valore corrispondente (salvo che appartengano a persona estranea al reato). E ancora, in modo del tutto sovrapponibile, l'art. 322 *ter* c.p. in materia di reati contro la pubblica amministrazione.

⁽⁴⁾ In relazione ai reati di cui agli articoli 648 *bis*, 648 *ter* e 648 *ter* 1 c.p., il pubblico ministero può compiere, nel termine e ai fini di cui all'articolo 430 del codice di procedura penale, ogni attività di indagine che si renda necessaria circa i beni, il denaro o le altre utilità da sottoporre a confisca a norma dei commi precedenti.

⁽⁵⁾ Se il contenuto del *periculum in mora* è delineato con una certa puntualità nel dettato normativo, un totale vuoto definitorio risulta, invece, in riferimento all'ulteriore, tradizionale, presupposto. Ciononostante, non può dubitarsi che l'adozione della misura presupponga la commissione di un illecito penale, stante il reiterato riferimento al “reato” contenuto nel comma 1: soltanto cose ad esso pertinenti possono essere oggetto di sequestro e quest'ultimo deve mirare ad evitare l'aggravarsi o il protrarsi delle relative conseguenze, nonché la commissione di nuovi reati (in dottrina, v. BALDUCCI, *Il sequestro*, 142, la quale chiarisce come “*il riferimento operato alla qualificazione del fatto come “reato” comporta che*

2.1. *Fumus commissi delicti.*

Esso coincide con “*l’astratta possibilità di sussumere il fatto prospettato in una determinata ipotesi di reato*”.

Non è richiesta la sussistenza di gravi indizi di colpevolezza e non rileva la corretta qualificazione giuridica dei fatti ⁽⁶⁾.

Ciò però comporta un pregnante obbligo motivazionale in capo al Giudice — autorità giudiziaria preposta all’applicazione del vincolo ⁽⁷⁾ — che deve, nell’accertamento della sussistenza del detto *fumus*, valutare se gli elementi di fatto, indicati dall’accusa e risultanti dagli atti processuali, consentano di inquadrare l’ipotesi formulata in una tipologia di rilevanza penale sulla base di prove ragionevolmente fondate sulla connessione tra ipotesi di reato commesso e profitto da esso derivante.

2.2. *Periculum in mora.*

Esso è determinato con precisione all’art. 321 c.p.p. laddove stabilisce che, affinché possa essere disposto validamente il vincolo, deve sussistere il pericolo che la libera disponibilità di una cosa pertinente al reato possa aggravare o protrarre le conseguenze del reato o agevolare la commissione di altri reati ⁽⁸⁾.

Occorre precisare che nel caso di sequestro preventivo finalizzato alla

quest’ultimo si sia realizzato, quanto meno, al livello di tentativo; di conseguenza, i semplici atti preparatori non consentono, di per sé, il sequestro preventivo” C. III, n. 778/93, la quale puntualizza che “*al di fuori della commissione di un reato, l’ordinamento giuridico consente di prevenire attività criminali o, comunque, pericolose solo in casi determinati dalla legge e con strumenti giuridici diversi, come le misure di prevenzione per soggetti pericolosi o la misura di sicurezza ordinata dal giudice dopo un proscioglimento per incapacità ex art. 49 c.p. Ma nessuna misura cautelare è consentita se il reato non è almeno probabile — ancorché non integrato*”.

⁽⁶⁾ Cass. VI, n. 3021/92; Cass. VI, n. 2791/93; Cass. III, n. 1897/97. Cass. S.U., n. 5/95; Giudici, Cass. S.U., n. 4769/97, la quale, tuttavia — nell’annullare con rinvio una sentenza di riesame confermativa di un decreto di sequestro preventivo emesso in relazione a generici sospetti di riciclaggio — ha avuto cura di puntualizzare che « il concetto di astratta configurabilità non va confuso con quello di mera ipotizzabilità, ed implica che l’ipotesi criminosa in tutte le sue necessarie componenti, inclusi i c.d. delitti presupposti, si presenti come giuridicamente corretta e ragionevolmente verosimile, senza che, peraltro, sia necessario — come invece si verifica in materia di misure cautelari personali — l’ulteriore requisito costituito dalla concreta e verificata probabilità, tanto dell’effettiva sussistenza del reato in questione, quanto della sua ascrivibilità all’indagato o imputato (Cass. S.U., n. 7/00; Mariano, Cass. III, n. 11290/02; Cass. VI, n. 6246/03; Cass. III, n. 17927/03; Cass. VI, n. 23255/03; Cass. III, n. 24874/07; Cass. VI, n. 15298/08; Cass. III, n. 11621/09; Cass. VI, n. 232964/09; Cass. VI, n. 11287/10; Cass. VI, n. 18078/10; Cass. VI, n. 10618/10; Cass. III, n. 5665/14; Cass. III, n. 22484/14; Cass. III, n. 49889/15; recentemente, Cass. VI, n. 5319/08, Cass. III, n. 57595/18; Cass. III, n. 18491/18).

⁽⁷⁾ È invero contemplata la possibilità di un vincolo disposto d’urgenza da parte del Pubblico Ministero, oppure, laddove questi non sia ancora intervenuto, della Polizia Giudiziaria, ma il codice di rito prevede comunque il vaglio successivo del Giudice che deve convalidare il sequestro e quindi verificare la sussistenza dei presupposti richiesti, peraltro entro termini stringenti (art. 321, comma 3 *bis* c.p.p.).

⁽⁸⁾ Le conseguenze del reato cui alludono le prime due fattispecie di *pericula* sono soltanto quelle dannose o pericolose per i beni giuridico-protetti dalla norma incriminatrice (in tal senso, in giurisprudenza, Cass. III, n. 1146/02, che esclude che le suddette conseguenze

confisca, l'esigenza che giustifica il vincolo risiede nella necessità di preservare il bene finché non interverrà l'ablazione definitiva, piuttosto che nell'evitare il pericolo di reiterazione.

In ogni caso, le esigenze cautelari devono presentare i caratteri della concretezza, in quanto si è affermato che *“pur mancando per le misure cautelari reali la previsione esplicita della concretezza, codificata per la restrizione della libertà personale dall'art. 274 lett. c) c.p.p., è comunque necessario che anche il sequestro preventivo, quale misura limitativa di beni costituzionalmente protetti, sia disposto in vista di un periculum concreto e attuale, valutato, cioè, in riferimento alla situazione esistente al momento dell'adozione della cautela e non già in una prospettiva astratta, fondata su elementi futuri”* (9).

2.3. Cose pertinenti al reato.

Rispetto alle cose sequestrabili, l'art. 321, comma 1 c.p.p. stabilisce che oggetto del sequestro preventivo sono *“le cose pertinenti al reato”*.

Si tratta di una formula legislativa ampia (10) con la quale si è voluto lasciare all'interpretazione giurisprudenziale l'elaborazione di questo concetto. Secondo la prevalente interpretazione, la nozione di *“cose pertinenti al reato”*, risentendo dello scopo cui è preordinata la misura, assumerebbe una connotazione di natura sostanziale, esprimendo il collegamento del bene da sottoporre a cautela con il reato e/o le conseguenze che si intendono prevenire (11).

È stato così precisato, che la cosa pertinente al reato è quindi, non soltanto, quella servita a commettere il reato o che ne costituisce il prezzo, il profitto o il prodotto, ma anche la cosa strutturalmente funzionale alla possibile reiterazione dell'attività criminosa, o che rappresenti un mezzo indispensabile per l'attuazione o la protrazione della condotta criminosa (12).

possano identificarsi in tutte quelle che recano un vantaggio all'autore del reato; da ultimo, Cass. S.U., n. 12878/03.

(9) Sul punto, cfr. Cass. III, n. 11271/20.

(10) Più ampia di quella di corpo del reato (come definito nell'art. 253 c.p.p.), vedi Cass. VI, n. 21741/21.

(11) Secondo alcuni giudici, pertanto, *“in astratto, non sempre può escludersi la legittimità del sequestro preventivo anche di beni non direttamente pertinenti al reato”*, quando quest'ultimo, consistendo in un progetto in cui vengono svolte attività criminose interdipendenti, si risolva in un'attività unitaria e programmata; il sequestro deve ritenersi consentito qualora la condotta delittuosa contestata si collochi come anello intermedio in un più ampio disegno criminoso, di cui il bene sequestrato costituisce strumento operativo o fine immediato (cfr. Cass. VI, n. 29797/01; Cass. III, n. 17927/03; Cass. VI, n. 14068/05; Cass. VI, n. 30703/06; Cass. III, n. 17372/09; Cass. III, n. 84896/13).

(12) Vedi Cass. VI, n. 806/99; Cass. VI, n. 681/00; Cass. III, n. 9507/01; Cass. III, n. 38065/02. A contrario, in altre decisioni, ha fatto rientrare nei confini applicativi della nozione in esame le cose che risultano anche indirettamente legate al reato per cui si procede, sempre che la libera disponibilità di esse possa dar luogo al pericolo di reiterazione o, comunque, di protrazione o aggravamento degli effetti del reato ovvero all'agevolazione per la commissione di reati ulteriori (Cass. III, n. 12369/05; Cass. III, n. 490/96; Cass. III, n. 2048/96; Cass. III, n. 1712/98; Cass. VI, n. 1671/98).

Alla luce della normativa riportata e dell'interpretazione giurisprudenziale delle citate disposizioni, è evidente come il sequestro preventivo possa avere inevitabilmente effetti devastanti e irrimediabili sul patrimonio; a maggior ragione se ad essere destinataria del provvedimento/del vincolo è un'impresa.

È chiaro infatti che si tratta di un provvedimento di natura anticipatoria che comporta l'apposizione di un vincolo di indisponibilità, nel corso delle indagini preliminari, quindi in assenza di una condanna ancorché non definitiva, e su beni eterogeni purché riconducibili all'attività asseritamente delittuosa.

Di talché si impone, se non altro, al Giudice di spiegare le ragioni della impossibilità di attendere il provvedimento definitivo del giudizio, dando conto nella motivazione di sufficienti elementi di plausibile indicazione del *periculum in mora*, in particolare delle ragioni della impossibilità, nel caso concreto, di attendere il provvedimento definitivo del giudizio.

3. Il principio di proporzionalità nelle misure cautelari reali.

L'applicazione alle misure cautelari reali del principio di proporzionalità ha origine in ambito sovranazionale ove è emersa la necessità di ricercare il giusto equilibrio tra la tutela dell'interesse pubblico e dei diritti individuali, tra i quali la libera iniziativa economica e la proprietà privata.

Il principio di proporzionalità è stato infatti costantemente richiamato dalla giurisprudenza della Corte EDU (Corte Europea dei Diritti dell'Uomo) nella valutazione delle ingerenze rispetto al diritto di proprietà tutelato dall'art. 1, Prot. 1, CEDU⁽¹³⁾.

Ciò in quanto il bilanciamento tra i diversi interessi in gioco non può dirsi soddisfatto se la persona interessata ha subito un sacrificio "eccessivo" nel suo diritto di proprietà⁽¹⁴⁾.

Di conseguenza, la Corte europea, negli ultimi anni, ha prestato grande attenzione ai requisiti sostanziali e procedurali del sequestro e della confisca, ritenendo che tali misure, *"quand'anche previste dalla legge e giustificate da un fine legittimo, possano comunque risultare eccessive, e quindi in violazione della CEDU, ove manchi il necessario bilanciamento tra scopo perseguito e sacrificio imposto"*⁽¹⁵⁾.

Sul fronte interno, occorre anzitutto rilevare che nelle norme processuali relative alle misure cautelari reali, non vi è alcun specifico richiamo ai

⁽¹³⁾ Corte EDU, Grande Camera, del 5/1/2000, *Beyeler c. Italia*; Corte EDU, Grande Camera, del 16/7/2014, *Alisic c. Bosnia e Erzegovina*.

⁽¹⁴⁾ Corte Edu, 13 ottobre 2015, *Unsped Paket Servisi*, cit.; Corte Edu 13 dicembre 2016, *S.C. Fiercolect Impex S.R.L. c. Romania*.

⁽¹⁵⁾ CEDU, 1.3.2016, *Ismayilov c. Russia*; CEDU, 30.6.2020, *Bajrami c. Albania*; CEDU, 6.12.2022, *Nerikyan c. Armenia*.

principi di proporzionalità, (ma invero neppure a quelli di adeguatezza e gradualità) che devono invece orientare il giudice nella scelta dei criteri da utilizzare per l'applicazione.

Senonché la delicatezza della materia e l'importanza degli interessi in gioco ha spinto la giurisprudenza (e la dottrina) ad estendere anche ai sequestri i principi previsti nell'affine materia cautelare personale.

In particolare dell'art. 275 c.p.p., in tema di misure cautelari personali che ha sancito il principio per cui ogni limitazione della libertà personale deve essere proporzionata all'entità del fatto ed alla sanzione che sia stata o si ritiene debba essere irrogata⁽¹⁶⁾.

E così anche le Sezioni Unite della Corte di Cassazione in più occasioni hanno affermato che *“ogni misura cautelare, per dirsi proporzionata all'obiettivo da perseguire, dovrebbe richiedere che ogni interferenza con il pacifico godimento dei beni trovi un giusto equilibrio tra i divergenti interessi in gioco”*⁽¹⁷⁾.

Ed è stato altresì affermato che *“i principi di proporzionalità, adeguatezza e gradualità, dettati dall'art. 275 cod. proc. pen. per le misure cautelari personali, sono applicabili anche al sequestro preventivo ed impongono al giudice di motivare adeguatamente sulla impossibilità di conseguire il medesimo risultato attraverso una cautela alternativa meno invasiva, al fine di evitare un'esasperata compressione del diritto di proprietà e di libera iniziativa economica privata”*⁽¹⁸⁾.

La proporzionalità comporta quindi — correttamente — che non si possa applicare una misura ablativa (o applicarla con determinate modalità) solo per soddisfare le esigenze cautelari sopra dette, ma occorre che ciò non sia eccessivamente gravoso per altri diritti (costituzionalmente) garantiti (come appunto il diritto all'iniziativa economica privata art. 42 Cost.)⁽¹⁹⁾.

Nell'ambito pratico, il controllo sulla proporzionalità si articola in modo

⁽¹⁶⁾ La giurisprudenza costituzionale dapprima utilizzava il principio di proporzionalità come sinonimo del generale canone di ragionevolezza.

Di recente, tuttavia, è stata individuata una netta distinzione tra *“il principio di ragionevolezza, il quale opererebbe a monte, avendo la funzione di verificare se lo scopo di tutela perseguito dal legislatore sia astrattamente legittimo, e quello di proporzionalità che, invece, agirebbe a valle, cioè sul piano empirico, controllando che il fine, astrattamente ragionevole, sia stato in concreto perseguito determinando il minor pregiudizio possibile all'interesse posposto”*.

⁽¹⁷⁾ Cfr. SS.UU., n. 36072 del 19/04/2018, Botticelli, Rv. 273548.

⁽¹⁸⁾ Vedi Cass. Pen., Sez. III, Sentenza n. 21271 del 07/05/2014, Kononov, Rv. 261509 e Cass. Pen., Sez. II, n. 29687 del 28/05/2019, Frontino, Rv. 276979.

⁽¹⁹⁾ Più nello specifico ha ribadito che *“In tema di sequestro preventivo il canone di proporzionalità, sancito, anche in riferimento alle misure cautelari reali, dell'art. 275 cod. proc. pen. (ex plurimis: Sez. 2, n. 29687 del 28/05/2019, Frontino, Rv. 276979; Sez. 3, n. 21271 del 07/05/2014, Kononov, Rv. 261509 - 01) e, a livello sovranazionale, dal diritto dell'Unione (art. 5, par. 3 e 4, TUE, art. 49, par. 3, e art. 52, par. 1, della Carta dei diritti fondamentali) e dalla Convenzione europea dei diritti dell'uomo, così come interpretata dalla Corte Edu, assolve « ad una funzione strumentale per un'adeguata tutela dei diritti individuali in ambito processuale penale, e ad una funzione finalistica, come parametro per verificare la giustizia della soluzione presa nel caso concreto »* cfr. Cass. pen., Sez. 6, n. 34265 del 22/09/2020, Aleotti, Rv. 279949 - 02; Sez. 4, n. 29956 del 14/10/2020, Valentino, Rv. 279716 - 01; Sez. 6, n. 9776 del 12/02/2020, Morfù.

diverso a seconda che si tratti di un sequestro impeditivo o di un sequestro finalizzato alla confisca.

Nel sequestro impeditivo il giudice deve verificare se la misura sia necessaria per evitare che la libera disponibilità del bene possa agevolare la reiterazione del reato o la commissione di altri illeciti, oppure se sussista una situazione di concreto pericolo per beni giuridici tutelati dall'ordinamento (Cass. pen., sez. III, 9.10.2018, n. 50245). Nel secondo caso — sequestro finalizzato alla confisca — il controllo riguarda l'esistenza del nesso di pertinenzialità tra il bene e il reato, nonché l'effettiva strumentalità del vincolo rispetto al successivo provvedimento ablativo.

In entrambe le ipotesi, tuttavia, la misura non può essere applicata in modo automatico, ma richiede una specifica valutazione della proporzione tra il sacrificio imposto al singolo e l'interesse pubblico perseguito.

L'esigenza di un simile controllo comporta che la violazione del principio di proporzionalità determina un *vulnus* alla stessa legittimità costituzionale della misura (v. Cass. pen., sez. III, 8.10.2021, n. 36301: “*la sproporzione manifesta tra la misura adottata e il fatto che la giustifica può condurre alla illegittimità costituzionale della misura*”) a cui deve conseguire inevitabilmente la revoca.

A ciò consegue la necessità di una motivazione rigorosa del giudice, che dia conto dell'attualità e concretezza del pericolo, nonché della idoneità della misura a fronteggiarlo⁽²⁰⁾.

Ma, soprattutto, in termini concreti, deve essere vagliata e motivata l'adeguatezza della misura richiesta e disposta: il giudice deve valutare se esistano alternative meno afflittive che consentano comunque di soddisfare le esigenze cautelari.

In questo senso, il principio di proporzionalità vincola l'autorità giudiziaria a preferire — ove possibile — forme di intervento meno invasive, specie quando l'ablazione comporta l'incisione di diritti fondamentali⁽²¹⁾.

4. Il vincolo sui beni dell'impresa.

Secondo il consolidato orientamento sopra richiamato della giurisprudenza e della dottrina, quando la misura cautelare reale incide su beni strumentali all'attività d'impresa, il giudice deve necessariamente conside-

⁽²⁰⁾ Vedi Cass. pen., sez. III, 19.4.2021, n. 19961; Cass. pen., sez. III, 3.5.2022, n. 17553.

⁽²¹⁾ Anche tale impostazione risulta coerente con la giurisprudenza europea, che ha più volte affermato come la privazione o restrizione della proprietà debba essere giustificata non solo da un fine legittimo, ma anche da una giusta proporzione tra il mezzo impiegato e l'obiettivo perseguito. In tal senso, la CEDU ha valorizzato la nozione di “*eccessivo onere individuale*”, quale parametro per accertare la compatibilità delle misure patrimoniali con l'art. 1 Protocollo n. 1 (CEDU, 6.12.2022, Nerikyan c. Armenia, già cit.; CEDU, 13.10.2015, Unsped Paket Servisi c. Bulgaria).

rare le conseguenze che il vincolo può determinare sulla continuità aziendale e sulla occupazione.

In termini concreti, questi principi si traducono nella necessità non solo di non disporre vincoli su di un ammontare maggiore rispetto a quanto sequestrabile ma anche di valutare la sussistenza di modalità per soddisfare le esigenze cautelari, che permettano all'impresa di continuare nella propria regolare attività.

Si tratta tuttavia di principi che non sempre trovano applicazione nella prassi, laddove al contrario spesso prevale l'intento punitivo anticipatorio, soprattutto se il sequestro è finalizzato alla confisca e vi quindi il pericolo di dispersione del bene.

Fortunatamente, con recenti arresti la Corte di Cassazione, ha preso posizione nella tutela dell'attività di impresa, riconoscendo in termini netti la possibilità di una revoca parziale del sequestro laddove necessario per far fronte a crisi di liquidità e a crediti scaduti.

Così è stato affermato (in tema di responsabilità degli enti) che *“in ossequio al principio di proporzionalità della misura cautelare, (n.d.r. il giudice) può autorizzare il dissequestro parziale delle somme sottoposte a sequestro preventivo finalizzato alla confisca per consentire all'ente di pagare, in forme “controllate”, le imposte dovute sulle medesime quale profitto di attività illecite, quando l'entità del vincolo reale disposto, pur legittimamente determinato in misura corrispondente al prezzo o al profitto del reato, rischi di determinare, anche in ragione dell'incidenza dell'obbligo tributario, già prima della definizione del processo, la cessazione definitiva dell'esercizio dell'attività dell'ente”* ⁽²²⁾.

Principi ribaditi più di recente laddove si è affermato che *“Con riferimento al sequestro preventivo (n.d.r. disposto nei confronti di una società), il canone di proporzionalità impone al giudice di modulare il vincolo in modo che lo stesso, pur conforme agli scopi previsti dal legislatore, non determini un'exasperata compressione del diritto di proprietà e di libera iniziativa economica dell'ente attinto dal vincolo reale, eccedendo quanto strettamente necessario rispetto al fine perseguito. La legittima finalità di garantire l'effettività della decisione assunta all'esito del giudizio di merito non deve, infatti, eccedere quanto strettamente necessario rispetto al fine perseguito e deve, dunque, essere realizzata in forme che si rivelino adeguate alla tutela di altri diritti di rilievo costituzionale meritevoli di protezione e il cui esercizio non pregiudichi le esigenze cautelari perseguite”* ⁽²³⁾.

È infatti evidente che solo in questo modo si soddisfano le esigenze cautelari senza pregiudicare altri diritti costituzionalmente garantiti ⁽²⁴⁾.

⁽²²⁾ Cass. pen., Sez. VI, 11 aprile 2022, n. 13936.

⁽²³⁾ Cass. Pen., Sez. VI, sentenza 23 gennaio 2025, n. 2836

⁽²⁴⁾ Lo stesso vale per la confisca allargata o per equivalente, in cui l'autorità giudiziaria è chiamata a selezionare i beni da aggredire con criteri di ragionevolezza e proporzionalità, privilegiando — ove possibile — quelli direttamente riferibili al profitto o al vantaggio illecito,

In conformità a tale orientamento non sono mancate alcune pronunce di merito che hanno graduato e modulato il contenuto della misura cautelare attraverso strumenti come il sequestro parziale, l'affidamento in custodia con facoltà d'uso, oppure l'esclusione di beni non strettamente collegati al reato⁽²⁵⁾.

Ed è evidente come tali decisioni siano condivisibili, stante anche la lunga tempistica — seppur ridotta in materia cautelare — prevista per accedere al giudice di legittimità ed ottenere un provvedimento che revochi la misura ablativa disposta.

5. Il principio dettato nella sentenza in commento.

Nel caso che ci occupa il sequestro era stato disposto su cosa pertinente al reato, ovvero sul mezzo con cui lo stesso è stato realizzato e quindi per evitare che la libera disponibilità dell'azienda, dei conti correnti e di tutto il patrimonio, potesse agevolare la commissione di ulteriori reati di frode ai danni dell'UE.

La Corte di Cassazione in applicazione dei principi sopra esposti ha ribadito con la sentenza in commento, che *“con riferimento al sequestro preventivo il canone di proporzionalità impone al giudice di modulare il vincolo in modo che lo stesso, pur conforme agli scopi previsti dal legislatore, non determini un'exasperata compressione del diritto di proprietà e di libera iniziativa economica dell'ente attinto dal vincolo reale, eccedendo quanto strettamente necessario rispetto al fine perseguito”*.

La finalità di garantire l'effettiva esecuzione di una decisione pronunciata all'esito del giudizio di merito *“non deve infatti eccedere quanto strettamente necessario rispetto al fine perseguito e deve, dunque, essere realizzata in forme che si rivelino adeguate alla tutela di altri diritti di rilievo costituzionale meritevoli di protezione e il cui esercizio non pregiudichi le esigenze cautelari perseguite”*.

Di conseguenza, il giudice all'atto dell'adozione della misura cautelare reale e nella sua successiva dinamica esecutiva, deve evitare che il vincolo reale, eccedendo le proprie finalità ed esorbitando dall'alveo dei propri effetti tipici, si risolva in una sostanziale eccessivo sacrificio dei diritti fondamentali della parte.

Non solo. La sentenza in commento compie un passaggio ulteriore, spingendosi fino ad affermare — in modo del tutto condivisibile — che il principio di proporzionalità non opera esclusivamente quale limite alla di-

e salvaguardando invece le componenti essenziali alla prosecuzione dell'attività (Cfr. Cass. pen., sez. VI, 17.1.2023, n. 1921, che ha annullato con rinvio una confisca per equivalente in cui non era stata motivata l'idoneità del bene confiscato rispetto al valore da recuperare).

⁽²⁵⁾ Vedi ad esempio Trib. Milano, ord. 6.6.2020 in tema di sequestro di stabilimenti industriali.

screzionalità giudiziale nella fase genetica della misura cautelare, ma impone al giudice, lungo tutta la fase della sua efficacia, di graduare e modellare il contenuto del vincolo imposto, anche in relazione alle sopravvenienze che possono intervenire, affinché lo stesso non comporti restrizioni più incisive dei diritti fondamentali rispetto a quelli strettamente funzionali a tutelare le esigenze cautelari da soddisfare nel caso di specie.

Ciò comporta che il Giudice deve revocare la misura se nel corso del procedimento le esigenze cautelari appaio affievolite ovvero risultino comunque sproporzionate.

Del resto è stato precisato che *“il sequestro preventivo deve essere revocato quando non sussistono più i presupposti che ne giustificano l'adozione, anche alla luce del principio di proporzionalità”*.

Questi peraltro i principi che hanno determinato i Giudici di legittimità ad annullare l'ordinanza del Tribunale di Messina.

Secondo la Corte di Cassazione *“non è chiaro infatti perché, a fronte della necessità di inibire l'attività di impresa della società al fine di impedire ‘nuove occasioni di reato’, sia stato ritenuto necessario e conforme al principio di proporzionalità — nel senso appena declinato — sequestrare i conti correnti e ogni altra componente patrimoniale riferibile alla stessa società, della quale, peraltro, non dato sapere alcunché”*.

6. Il principio di proporzionalità nell'ambito del D.Lgs. 231/2001.

Occorre sottolineare che la difesa della Società, nel ricorso per Cassazione, aveva censurato con un primo motivo l'illegittimità della richiesta della misura cautelare, posto che il Pubblico Ministero non aveva mai chiesto l'applicazione della misura nei confronti dell'ente ma solo nei confronti del legale rappresentante della Società.

Di conseguenza, il provvedimento del Tribunale di Messina che disponeva la misura nei confronti della Società era abnorme e doveva essere annullato.

Tale censura, lo si precisa, è stata ritenuta infondata dalla Corte di Cassazione in quanto il vincolo *“su cosa pertinente al reato”* è stato apposto ai sensi dell'art. 321, comma 1 c.p.p. e non ai sensi del D.Lgs. 231/2001.

Tuttavia, appare opportuno evidenziare come il principio di proporzionalità sia stato ampiamente applicato dalla giurisprudenza anche in materia di sequestro *ex art. 19 D.Lgs. 231/2001* — e ciò a riprova dell'attenzione che la giurisprudenza presta (e deve prestare) nei confronti dell'attività (lecita) d'impresa, necessaria al rispetto del diritto di proprietà e di libera iniziativa economica nonché al mantenimento di posti di lavoro.

Ebbene, come noto, infatti il D.Lgs. 231/2001 disciplina i provvedimenti ablativi del sequestro e della confisca applicabili all'Ente.

L'art. 19 D.Lgs. 231/2001 stabilisce che *“Nei confronti dell'ente è sempre*

disposta, con la sentenza di condanna, la confisca del prezzo o del profitto del reato, salvo che per la parte che può essere restituita al danneggiato. Sono fatti salvi i diritti acquisiti dai terzi in buona fede. Quando non è possibile eseguire la confisca a norma del comma 1, la stessa può avere ad oggetto somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente al prezzo o al profitto del reato”.

Mentre, l'art. 53 D.Lgs. 231/2001, disciplina il sequestro preventivo “*Il giudice può disporre il sequestro delle cose di cui è consentita la confisca a norma dell'articolo 19. Si osservano le disposizioni di cui agli articoli 321, commi 3, 3-bis e 3-ter, 322, 322-bis e 323 del codice di procedura penale, in quanto applicabili*”⁽²⁶⁾.

È di certo significativo che la giurisprudenza si sia pronunciata in termini univoci in materia di sequestro preventivo finalizzato alla confisca (artt. 53 e 19 D.Lgs. 231/2001) disposto nei confronti di un ente imputato ex art. D.Lgs. 231/2001, stabilendo nella nota sentenza c.d. “Eliade” (n. 36959 del 24.06.2021) che l'obbligo motivazionale in merito alla sussistenza del *periculum in mora* risulta ancor più necessario lì dove, come nel caso di specie, il sequestro sia emesso nei confronti di una società contro cui si procede per la responsabilità amministrativa da reato.

In effetti, nel sistema delineato dal D.Lgs. 231/2001, la confisca è espressamente qualificata come sanzione (ai sensi degli artt. 9 lett. c) e 19), con la conseguenza che “*il sequestro finalizzato alla confisca si traduce in una vera e propria anticipazione del trattamento sanzionatorio, prima ancora che si pervenga all'accertamento definitivo della responsabilità dell'ente*”.

A questo riguardo è importante considerare che nel regime della responsabilità degli enti la confisca, e il sequestro ad essa finalizzato, possono assumere “*una tale incidenza da produrre effetti irreversibili rispetto alla sopravvivenza stessa dell'ente, come avviene nel caso in cui il vincolo cautelare venga apposto su risorse patrimoniali talmente ingenti da determinare la sostanziale impossibilità della prosecuzione dell'attività aziendale*”.

A maggior ragione se il sequestro ricade direttamente sul “compendio aziendale”, con l'apprensione di beni strumentali alla prosecuzione dell'impresa, ed il rischio di arrecare un definitivo pregiudizio alla continuità

⁽²⁶⁾ La norma prosegue stabilendo che “*Ove il sequestro, eseguito ai fini della confisca per equivalente prevista dal comma 2 dell'articolo 19, abbia ad oggetto società, aziende ovvero beni, ivi compresi i titoli, nonché quote azionarie o liquidità anche se in deposito, il custode amministratore giudiziario ne consente l'utilizzo e la gestione agli organi societari esclusivamente al fine di garantire la continuità e lo sviluppo aziendali, esercitando i poteri di vigilanza e riferendone all'autorità giudiziaria. In caso di violazione della predetta finalità l'autorità giudiziaria adotta i provvedimenti conseguenti e può nominare un amministratore nell'esercizio dei poteri di azionista. Con la nomina si intendono eseguiti gli adempimenti di cui all'articolo 104 delle norme di attuazione, di coordinamento e transitorie del codice di procedura penale, di cui al decreto legislativo 28 luglio 1989, n. 271. In caso di sequestro in danno di società che gestiscono stabilimenti di interesse strategico nazionale e di loro controllate, si applicano le disposizioni di cui al decreto-legge 4 giugno 2013, n. 61, convertito, con modificazioni, dalla legge 3 agosto 2013, n. 89”.*

aziendale della stessa e di realizzare, indirettamente, lo stesso effetto provocato dalle ben più gravi misure cautelari interdittive.

È per tali ragioni, conclude la Corte, che *“l’incidenza del sequestro finalizzato alla confisca, proprio in considerazione della peculiarità della responsabilità ex D.Lgs. n.231 del 2001 e della sua tendenziale applicazione rispetto ad attività imprenditoriali, è tale da richiedere garanzie rafforzate e non certo inferiori rispetto a quanto previsto in generale per il sequestro preventivo ex art. 321 cod. proc. pen.”*, [...] *“sicché non vi è ragione alcuna per ritenere che il decreto di sequestro, adottato ai sensi dell’art.53, D.Lgs. n. 231 del 2001, non debba contenere la sia pur sintetica motivazione in ordine alle esigenze cautelari che il sequestro mira a tutelare”*.

Si tratta di principi ribaditi anche di recente laddove si è affermato che *“il decreto di sequestro preventivo finalizzato richiede una specifica motivazione in ordine alle ragioni per le quali i beni suscettibili di apprensione potrebbero, nelle more del giudizio, essere modificati, dispersi, deteriorati, utilizzati o alienati, tenendo conto della tipologia dei beni presenti nel patrimonio del destinatario della confisca, senza, tuttavia, che le esigenze cautelari possano essere desunte esclusivamente dall’incapienza del patrimonio rispetto al presumibile ammontare della confisca”* (27).

È evidente dunque che il vincolo ablativo disposto nei confronti dell’ente può determinare conseguenze economiche e sociali disastrosi per l’attività di impresa. Conseguenze che, del tutto condivisibilmente, la giurisprudenza intende scongiurare.

Anche in ambito di applicazione del D.Lgs 231/2001, è quindi riconosciuto come la tutela dell’attività economica lecita e dei posti di lavoro imponga di calibrare con attenzione l’intervento ablativo, eventualmente ricorrendo a strumenti alternativi quali il commissariamento giudiziale, la limitazione del sequestro ad alcune componenti aziendali, o l’adozione di prescrizioni volte a garantire la continuità operativa — con i rischi, ovviamente, che anche siffatte misure comportano.

7. Le Sezioni Unite della Cassazione sul profitto diretto.

Appare doveroso riportare — seppur in termini sintetici — anche un arresto recentissimo delle Sezioni Unite, che seppur riguardante un tema affine a quello oggetto del presente commento, permette di cogliere e apprezzare l’orientamento della giurisprudenza finalizzata — evidentemente — a tutelare l’attività di impresa e a bilanciare in modo corretto le diverse esigenze ed interessi in gioco.

Le Sezioni Unite della Corte di Cassazione hanno, infatti, statuito che *“la confisca di somme di danaro ha natura diretta soltanto in presenza della*

(27) Corte di Cassazione, sentenza n. 14047 del 5 aprile 2024.

prova della derivazione causale del bene rispetto al reato, non potendosi far discendere detta qualifica dalla mera natura del bene. La confisca è, invece, qualificabile per equivalente in tutti i casi in cui non sussiste il predetto nesso di derivazione causale” (Cass. Pen., Sezioni Unite, sentenza n. 13783/2025).

Invero, già negli anni passati si era precisato che il denaro — depositato presso i conti correnti bancari intestati alla società — non costituisce “*un’unità di misura equivalente al debito fiscale scaduto e non onorato, confiscabile solo se ricorrono i presupposti per la confisca per equivalente*” (Cass. pen., Sez. II, n. 11086/22).

Ciò consente in buona sostanza di preservare l’attività lecita della società e le risorse con questa ottenute.

8. Conclusioni.

Sebbene il principio di proporzionalità sia stato — come analizzato — oggetto di numerose pronunce che ne hanno riconosciuto la portata applicativa anche alle misure cautelari reali, purtroppo la prassi giurisprudenziale mostra come tale principio non sia sempre applicato nella pratica.

In varie occasioni, infatti, le misure ablativo vengono disposte in maniera automatica o generalizzata, senza un’adeguata motivazione in ordine al rapporto tra il bene vincolato e l’interesse pubblico perseguito.

Il sequestro preventivo molto spesso appare motivato dalla volontà di punire e reprimere rapidamente pratiche scorrette, in via anticipata, immediata. I provvedimenti in tali casi si esauriscono in poche argomentazioni che non considerano la Società come ente separato e autonomo ma come “mezzo” con cui si è perpetrato il reato e che per tale ragione deve essere sottoposta a sanzione.

Tale conclusione invero sconta un errore concettuale di fondo, non considerando che — al di là delle imprese intrinsecamente criminose, che nascono e vivono per il compimento di attività illecite — la maggior parte dei sequestri preventivi impeditivi hanno ad oggetto realtà societarie pienamente funzionanti, che svolgono attività lecite, con personale dipendente correttamente assunto.

Tali enti sono e devono essere considerati terzi rispetto alle condotte eventualmente illecite poste in essere dalle persone fisiche, ed hanno diritto alla sopravvivenza (peraltro prima di una sentenza definitiva di condanna).

Nei confronti di tali imprese, allora, il vincolo deve essere disposto solo in modo equilibrato e proporzionato, evitando che effetti paradossali o comunque eccessivi, come l’adozione di sequestri sulla totalità dei beni o anche solo su una parte di beni estranei al reato, strumentali alla prosecuzione dell’attività lecita o di valore enormemente superiore al profitto del reato.

In tali contesti il principio di proporzionalità impone al giudice una valutazione approfondita, precisa e motivata, che tenga conto non solo della

gravità del fatto e dell'entità del profitto, ma anche delle ricadute concrete della misura sulla vita e sui diritti del destinatario.

In questa prospettiva, nella motivazione non è sufficiente richiamare astrattamente la finalità della misura, ma occorre esplicitare adeguatamente le ragioni per cui essa sia necessaria proprio in quel caso specifico, e perché non siano praticabili alternative meno invasive.

Ciò vale anche per tutta la permanenza della misura, posto che il vincolo deve essere oggetto di costante verifica in rapporto al permanere delle esigenze cautelari.

In conclusione, il principio di proporzionalità rappresenta una clausola generale di legittimità delle misure cautelari reali, destinata a orientare l'attività dell'autorità giudiziaria non solo nella fase genetica, ma anche in quella esecutiva.

La sua applicazione costituisce un presidio fondamentale contro gli abusi e le distorsioni dello strumento cautelare, e una garanzia imprescindibile per la tutela dei diritti fondamentali dei soggetti coinvolti nel processo penale.

Ciò è dovuto ad un necessario bilanciamento tra gli interessi (costituzionali) in gioco: non può infatti dimenticarsi che l'art. 27 Costituzione stabilisce il principio di presunzione di innocenza e che l'art. 41 Cost. tutela l'iniziativa economica privata.

Ciò comporta che nell'applicazione di misura ablativa nei confronti di attività di impresa deve necessariamente svolgersi un bilanciamento di tutti gli interessi e i beni giuridici coinvolti.

Non debbono e non possono quindi prevalere *tout court* le esigenze cautelari del processo penale sull'iniziativa economica, tenendo conto che a volte i sequestri preventivi vengono irrogati nel corso delle indagini preliminari, dove vi sono soltanto capi provvisori di incolpazione.

Con ciò applicando una sanzione anticipata sproporzionata, che all'esito finale del procedimento potrebbe invece essere esclusa, ma con l'impresa purtroppo distrutta dagli effetti della misura cautelare.

MASSIME (*)

Misure di sicurezza — Patrimoniali — Confisca di denaro — Natura — Confisca diretta — Nesso di derivazione causale del bene rispetto al reato — Necessità — Sussistenza — Ragioni.

La confisca di somme di danaro ha natura diretta soltanto in presenza della prova della derivazione causale del bene rispetto al reato, mentre, qualora tale nesso di pertinenzialità non sussista, la stessa deve essere considerata come confisca per equivalente, non potendosi far discendere la qualificazione dell'ablazione dalla natura del bene che ne costituisce l'oggetto. (In motivazione, la Corte ha affermato che il medesimo principio opera in caso di sequestro finalizzato alla confisca, per il quale l'obbligo motivazionale del giudice va modulato in relazione allo sviluppo della fase procedimentale e agli elementi acquisiti).

Cass. pen., Sez. Un., 26 settembre 2024, (dep. 8 aprile 2025), n. 13783 - Pres. Cassano, Rel. Silvestri, massima ufficiale.

* * *

Misure di sicurezza — In genere — Confisca — Illecito plurisoggettivo — Principio solidaristico — Applicabilità — Esclusione — Accertamento del quantum conseguito da ciascun concorrente — Necessità — Sussistenza — Mancata individuazione della quota di arricchimento del singolo concorrente — Ripartizione in parti uguali — Legittimità.

In caso di concorso di persone nel reato, esclusa ogni forma di solidarietà passiva, la confisca deve essere disposta nei confronti di ciascun concorrente limitatamente a quanto dal medesimo conseguito, il cui accertamento costituisce oggetto di prova nel contraddittorio fra le parti e, solo in caso di mancata individuazione della quota di arricchimento del singolo concorrente, è legittima la ripartizione in parti uguali. (In motivazione, la Corte ha affermato che il medesimo principio opera in caso di sequestro finalizzato alla confisca, per il quale l'obbligo motivazionale del giudice va modulato in relazione allo sviluppo della fase procedimentale e agli elementi acquisiti).

Cass. pen., Sez. Un., 26 settembre 2024, (dep. 8 aprile 2025), n. 13783 - Pres. Cassano, Rel. Silvestri, massima ufficiale.

(*) Massime a cura di Melissa Tettamanti.

* * *

Reati fallimentari — Bancarotta fraudolenta — In genere — Bancarotta fraudolenta per distrazione — Bancarotta preferenziale — Finanziamenti effettuati in un momento di grave squilibrio finanziario — Condizioni.

In tema di responsabilità penale dell'amministratore-socio, la restituzione di somme a titolo di rimborso di finanziamenti erogati alla società integra la fattispecie di bancarotta fraudolenta per distrazione qualora tali finanziamenti siano stati effettuati in un momento di grave squilibrio finanziario, in cui sarebbe stato "ragionevole un conferimento", ex art. 2467, comma 2, c.c. In assenza di tale presupposto, ove il finanziamento presenti i caratteri del mutuo ordinario, la restituzione può integrare la fattispecie meno grave di bancarotta preferenziale. La corretta qualificazione richiede un'attenta verifica della situazione finanziaria della società al momento dell'apporto.

Cass. pen., Sez. V, 16 ottobre 2024, (dep. 16 gennaio 2025), n. 1923 - Pres. Vessichelli, Rel. Cirillo, massima non ufficiale, IUS Societario - 3 aprile 2025.

* * *

Reati fallimentari — Bancarotta fraudolenta — In genere — Bancarotta fraudolenta impropria — Fallimento causato da operazioni dolose — Elemento psicologico — Previsione del dissesto come effetto della condotta antidoverosa — Necessità.

In tema di bancarotta fraudolenta impropria, nell'ipotesi di fallimento causato da operazioni dolose, ai fini dell'elemento soggettivo è sufficiente la consapevolezza di porre in essere un'operazione che, concretandosi in un abuso o infedeltà nell'esercizio della carica ricoperta o in un atto intrinsecamente pericoloso per la salute economico finanziaria della società, determini l'astratta prevedibilità della decozione, quale effetto della condotta antidoverosa.

Cass. pen., Sez. V, 6 novembre 2024, (dep. 10 febbraio 2025), n. 5236 - Pres. Pezzullo, Rel. Carusillo, massima non ufficiale.

* * *

Reati tributari — In genere — sottrazione fraudolenta al pagamento delle imposte — Cessione di ramo d'azienda — Condotta fraudolenta — Condizioni — Sussistenza.

L'operazione di cessione di ramo d'azienda, di per sé lecita operazione di scissione straordinaria, integra la fattispecie di cui all'art. 11 D.Lgs. 74/2000 qualora sia connotata da elementi di artificio, risultanti da dati concreti, tali da mettere a repentaglio o rendere comunque più difficoltosa la procedura di riscossione.

Cass. pen., Sez. III, 12 novembre 2024, (dep. 9 gennaio 2025), n. 834 - Pres. Sarno, Rel. Bove, massima non ufficiale.

* * *

Finanze e tributi — In genere — Delitti di cui agli artt. 8 e 2 d.lgs. n. 74 del 2000 — Autofatturazione — Cumulo delle qualità di soggetto emittente e di amministratore della società utilizzatrice delle fatture — Responsabilità per la commissione di entrambi i delitti — Configurabilità.

In tema di reati tributari, la disciplina in deroga al concorso di persone nel reato prevista dall'art. 9 D.Lgs. 74/2000 non si applica al soggetto che cumula in sé le qualità di emittente e di amministratore della società utilizzatrice della autofattura mendace, configurandosi in tal caso dia il delitto di cui all'art. 8 che quello di cui all'art. 2 D.Lgs. 74/2000.

Cass. pen., Sez. II, 17 dicembre 2024, (dep. 15 gennaio 2025), n. 1822 - Pres. Beltrani, Rel. Leopizzi, massima non ufficiale.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

GIURISPRUDENZA COMMENTATA

Giurisprudenza di fiscalità internazionale ed europea

Cross-currency interest rate swap e beneficial ownership: il Tribunale federale svizzero sui limiti al rimborso dell'imposta preventiva sugli interessi (in nota alla sentenza del Tribunale federale elvetico, del 3 ottobre 2024, n. 9C_635/2023) (di ANDREA MONACI)

La pronuncia offre spunti di riflessione sulla nozione di *beneficial ownership* in relazione alla stipulazione di contratti di *cross-currency interest rate swap*, escludendo ogni automatismo tra l'impiego di questi ultimi e la perdita della disponibilità economica degli interessi derivanti da titoli di Stato svizzeri.

La vicenda processuale prendeva avvio dalla richiesta di rimborso, avanzata da una società danese, la quale aveva investito in obbligazioni emesse dalla Confederazione elvetica, sui cui interessi era applicata una ritenuta alla fonte del 35%. La società si dichiarava beneficiaria effettiva ai sensi dell'art. 11 della Convenzione contro le doppie imposizioni tra Svizzera e Danimarca, ritenendo di avere il pieno diritto di utilizzo economico dei proventi e, pertanto, di poter accedere al rimborso previsto dalla normativa pattizia.

Nel corso dell'istruttoria, tuttavia, emergeva che la contribuente, contestualmente all'investimento obbligazionario, stipulava con controparti bancarie una serie di contratti di *cross-currency interest rate swap*, in forza dei quali era tenuta a riversare i flussi alla banca controparte, ricevendo in cambio interessi in dollari statunitensi a tasso variabile maggiorato. Lo schema era strutturato in modo tale da replicare, da un punto di vista finanziario, un'operazione a rischio contenuto e con un rendimento tendenzialmente stabile, con la conseguenza che i flussi percepiti dalla società in franchi svizzeri fossero di fatto immediatamente e totalmente assorbiti dal meccanismo di swap. La conclusione di siffatti derivati risultava funzionale alla gestione finanziaria della società istante. L'operazione consentiva a quest'ultima di eliminare il rischio di cambio legato all'esposizione in franchi svizzeri, convertendo i flussi in dollari statunitensi, sua valuta di riferimento. Inoltre, grazie al tasso variabile previsto nello *swap*, la contribuente poteva

ottenere un rendimento potenzialmente più favorevole rispetto al tasso fisso delle obbligazioni, soddisfacendo così esigenze di copertura e di gestione efficiente della liquidità.

Ebbene, l'Amministrazione, dopo aver esaminato la documentazione contrattuale, rigettava l'istanza ritenendo che la società non fosse la beneficiaria effettiva degli interessi percepiti in valuta nazionale. A sostegno della propria posizione, sottolineava che i flussi fossero stati trasmessi integralmente e senza soluzione di continuità alle controparti bancarie. A giudizio dell'Ente impositore, un siffatto obbligo contrattuale privava la contribuente della disponibilità economica dei redditi, rendendola un mero veicolo interposto, privo di autonomia decisionale e funzionale unicamente a ottenere i benefici della Convenzione fiscale.

La società impugnava il provvedimento di diniego dinanzi al Tribunale amministrativo federale, sostenendo che la mera esistenza di un contratto derivato non fosse sufficiente, di per sé, a escludere la titolarità effettiva degli interessi. Il giudice accoglieva parzialmente il ricorso, evidenziando che, in assenza di un obbligo legale e vincolante di inoltrare i flussi a terzi, la società dovesse considerarsi come avente la disponibilità giuridica dei proventi, anche laddove fosse economicamente tenuta a condividerli nell'ambito di uno schema contrattuale più ampio.

A seguito dell'impugnazione proposta dall'Amministrazione, la causa giungeva al Tribunale federale. L'Ente impositore contestava non solo la qualifica della società come beneficiaria effettiva degli interessi percepiti, ma anche la legittimità dell'intera operazione, ritenuta finalizzata a ottenere indebitamente i vantaggi previsti dalla Convenzione.

Venendo ora alla decisione del Tribunale federale, quest'ultimo ha innanzitutto affrontato il rapporto tra l'utilizzo di strumenti derivati — in particolare i *cross-currency interest rate swap* — e la nozione di beneficiario effettivo ai fini della Convenzione fiscale vigente. Nella sentenza si legge che è da escludere ogni automatismo che faccia coincidere la presenza di uno *swap* con la perdita della disponibilità economica del reddito, chiarendo che il concetto di *beneficial ownership* non si esaurisce in una titolarità formale, ma presuppone che il soggetto abbia un potere effettivo di disporre dei proventi, sia dal punto di vista giuridico che da quello sostanziale. Ebbene, solo in presenza di un vincolo giuridico che obblighi il percettore a riversare integralmente il reddito a terzi, la qualità di beneficiario effettivo può essere negata. Al contrario, mere convenienze economiche o esigenze gestionali non sono elementi sufficienti a escludere tale qualifica.

Nel valutare la fattispecie oggetto del giudizio, la Corte ha analizzato in dettaglio il funzionamento degli *interest rate swap* stipulati dalla società danese con le controparti bancarie. Come anticipato, tali contratti prevedevano che la società ricevesse flussi di interessi fissi in franchi svizzeri, versando importi equivalenti, e ricevesse in cambio interessi calcolati su base variabile in dollari statunitensi.

Ciò posto, il Tribunale ha ritenuto determinante il fatto che la società fosse contrattualmente obbligata a corrispondere gli importi alle controparti degli *swap* anche qualora non avesse incassato, o avesse incassato solo in parte, gli interessi sui titoli di Stato elvetici. Come si legge nella sentenza, è proprio questo l'elemento in grado di dimostrare l'autonomia dell'obbligazione derivante dallo *swap* rispetto ai flussi obbligazionari. Di conseguenza, non trattandosi di un semplice inoltro, ma di un impegno contrattuale autonomo e indipendente dalla percezione del reddito, la società conservava la disponibilità sostanziale e giuridica dei proventi e poteva essere considerata beneficiaria effettiva ai sensi dell'art. 11 della Convenzione. In altre parole, tale autonomia contrattuale implicava che i flussi in entrata non fossero vincolati a una destinazione prestabilita, ma restassero nella sfera di disponibilità giuridica della società, la quale manteneva così il potere effettivo di gestione e allocazione del reddito, come richiesto per la qualifica di beneficiario effettivo.

Su questo piano, il Tribunale ha richiamato l'art. 31 della Convenzione di Vienna sul diritto dei trattati, sottolineando che l'interpretazione delle disposizioni convenzionali deve avvenire in buona fede e alla luce del loro scopo. In tale prospettiva, la nozione di beneficiario effettivo non può essere ridotta a un concetto formale o statico, ma deve essere interpretata in modo funzionale, avendo riguardo all'effettivo controllo economico del reddito da parte del soggetto richiedente.

Successivamente, il Tribunale federale ha affrontato la questione dell'abuso della Convenzione, avanzata dall'Amministrazione. Quest'ultima non avrebbe fornito elementi sufficienti per dimostrare che la struttura giuridica adottata — in particolare l'uso coordinato di obbligazioni e *swap* — fosse finalizzata a ottenere indebitamente benefici fiscali convenzionali in favore di soggetti non legittimati. Il Tribunale ha ritenuto di non potersi pronunciare in modo definitivo su tale profilo e ha rinviato la questione al Tribunale amministrativo federale, affinché valuti, sulla base di una nuova istruttoria, se la struttura adottata dalla società configuri effettivamente un'ipotesi di abuso.

La sentenza in esame, ponendosi in linea con un approccio sostanziale, offre un chiarimento decisivo sulle implicazioni fiscali legate all'impiego di strumenti derivati. Il Tribunale ha escluso che il semplice trasferimento dei flussi a soggetti terzi sia sufficiente a negare la qualifica di beneficiario effettivo, in assenza di un obbligo giuridico che imponga tale inoltro. È il contenuto effettivo del contratto — e non la sola apparenza economica — a determinare se il contribuente conservi il potere di disporre del reddito. Nel caso degli *interest rate swap*, ciò impone di distinguere tra obblighi effettivamente vincolanti e mere simmetrie finanziarie. La Corte ribadisce così che il riconoscimento della *beneficial ownership* non può fondarsi su schemi astratti o automatismi, ma richiede un'analisi puntuale della struttura negoziale sottostante.

Bibliografia

- LAUKKANEN A., *Taxation of Investment Derivatives*, *IBFD*, 2025.
LANG M., *Beneficial Ownership: Recent Trends*, *IBFD*, 2013.

MASSIME

Giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CEE — Articolo 273 — Misure dirette ad assicurare l'esatta riscossione dell'IVA — Debito IVA di un soggetto passivo — Normativa nazionale che prevede la responsabilità solidale dell'ex presidente del consiglio di amministrazione del soggetto passivo — Esonero dalla responsabilità solidale — Assenza di colpa — Istanza di fallimento — Esistenza di un solo creditore — Proporzionalità — Parità di trattamento — Diritto di proprietà — Certezza del diritto.

L'articolo 273 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, come modificata dalla direttiva (UE) 2018/1695 del Consiglio, del 6 novembre 2018, in combinato disposto con l'articolo 325 TFUE, con il diritto di proprietà, nonché con i principi di parità di trattamento, di proporzionalità e di certezza del diritto, dev'essere interpretato nel senso che: esso non osta a un meccanismo nazionale in forza del quale:

— il membro o l'ex membro del consiglio di amministrazione di una società avente un debito d'imposta sul valore aggiunto è responsabile in solido con tale società per gli arretrati d'imposta sorti durante il suo mandato,

— tale responsabilità è limitata agli arretrati d'imposta la cui esecuzione forzata nei confronti di detta società si è rivelata, in tutto o in parte, infruttuosa,

— l'esonero da tale responsabilità dipende in particolare dalla prova fornita dal membro o dall'ex membro del consiglio di amministrazione che un'istanza di fallimento della stessa società è stata depositata tempestivamente o che il mancato deposito di tale istanza non è dovuto a sua colpa, nei limiti in cui tale membro o ex membro, al fine di dimostrare l'assenza di una siffatta colpa, possa utilmente far valere di aver dato prova di tutta la diligenza richiesta nello svolgimento degli affari della società interessata, fermo restando che, a tal fine, detto membro o ex membro non può limitarsi a far valere che tale società, al momento dell'accertamento della sua insolvenza duratura, aveva come unico creditore l'Erario.

Sentenza della Corte (Nona Sezione) del 30 aprile 2025, Causa C-278/24, P. K. contro Dyrektor Izby Administracji Skarbowej we Wrocławiu, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Direttiva 2011/96/UE — Regime fiscale comune applicabile alle società madri e figlie di Stati membri diversi —

Esenzione dall'imposta sulle società a titolo dei dividendi distribuiti da una società figlia non residente a una società madre residente — Articolo 1, paragrafi 2 e 3 — Disposizione antiabuso — Qualificazione della società figlia come costruzione non genuina — Fasi della costruzione — Vantaggio fiscale.

1) La disposizione antiabuso contenuta nell'articolo 1, paragrafi 2 e 3, della direttiva 2011/96/UE del Consiglio, del 30 novembre 2011, concernente il regime fiscale comune applicabile alle società madri e figlie di Stati membri diversi, come modificata dalla direttiva (UE) 2015/121 del Consiglio, del 27 gennaio 2015, deve essere interpretata nel senso che: essa non osta a una prassi nazionale secondo la quale a una società madre non è concessa, nel suo Stato membro di residenza, l'esenzione dall'imposta sulle società a titolo dei dividendi percepiti da una società figlia stabilita in un altro Stato membro per il motivo che tale società figlia è qualificata come una costruzione non genuina, in circostanze in cui detta società figlia non è una società intermedia e gli utili distribuiti a titolo di dividendi sono stati generati da attività svolte in nome della stessa società figlia, a condizione che sussistano gli elementi costitutivi di una pratica abusiva.

2) La disposizione antiabuso contenuta nell'articolo 1, paragrafi 2 e 3, della direttiva 2011/96, come modificata dalla direttiva 2015/121, deve essere interpretata nel senso che: osta a una prassi nazionale secondo la quale, senza eccezioni, ai fini della qualificazione di una società figlia stabilita in un altro Stato membro come costruzione non genuina, viene presa in considerazione soltanto la situazione esistente alle date del pagamento dei dividendi, anche se la costituzione di tale società figlia era giustificata da valide ragioni commerciali e l'effettività della sua attività prima di tali date non viene rimessa in discussione.

3) La disposizione antiabuso contenuta nell'articolo 1, paragrafi 2 e 3, della direttiva 2011/96, come modificata dalla direttiva 2015/121, deve essere interpretata nel senso che: qualora una società madre abbia percepito dividendi da una società figlia qualificata come una costruzione non genuina, tale qualificazione non è di per sé sufficiente per constatare che la società madre, beneficiando di un'esenzione dall'imposta sulle società a titolo di tali dividendi, ha ottenuto un vantaggio fiscale che è in contrasto con l'oggetto e con la finalità della direttiva 2011/96, come modificata.

Sentenza della Corte (Sesta Sezione) del 3 aprile 2025, Causa C-228/24, « Nordcurrent group » UAB contro Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 9, paragrafo 1 — Nozioni di

“soggetto passivo” e di “attività economica” — Vendita di un terreno agricolo per lo sviluppo residenziale — Preparazione alla vendita da parte di un mandatario che agisce in qualità di operatore professionale — Comunione legale di beni tra coniugi proprietari.

1) L'articolo 9, paragrafo 1, della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, deve essere interpretato nel senso che: può essere considerata soggetto passivo dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) che esercita un'attività economica in modo indipendente una persona che cede un terreno facente inizialmente parte del suo patrimonio personale affidando la preparazione della vendita a un operatore professionale, il quale effettua, in qualità di mandatario di tale persona, iniziative attive di commercializzazione fondiaria mobilitando, ai fini di tale vendita, mezzi simili a quelli impiegati da un produttore, da un commerciante o da un prestatore di servizi ai sensi di tale disposizione.

2) L'articolo 9, paragrafo 1, della direttiva 2006/112 deve essere interpretato nel senso che: nell'ambito di un'operazione di vendita qualificata come attività economica ai sensi di tale direttiva, esso non osta a che sia considerata soggetto passivo che esercita un'attività economica in modo indipendente la comunione legale costituita da coniugi comproprietari, qualora appaia nei confronti dei terzi che tali coniugi abbiano compiuto congiuntamente l'operazione di vendita di terreni appartenenti a tale comunione, costitutiva di un'attività economica, e a che detta comunione si assuma il rischio economico connesso all'esercizio di tale attività.

Sentenza della Corte (Sesta Sezione) del 3 aprile 2025, Causa C-213/24, E.T. contro Dyrektor Izby Administracji Skarbowej we Wrocławiu, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto — Direttiva 2006/112/CE — Inadempimento sistematico degli obblighi fiscali — Cancellazione del soggetto passivo dal registro di identificazione ai fini dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Principio di proporzionalità.

L'articolo 213, paragrafo 1, primo comma, e l'articolo 273 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, come modificata dalla direttiva (UE) 2017/2455 del Consiglio, del 5 dicembre 2017, nonché i principi di certezza del diritto e di proporzionalità devono essere interpretati nel senso che: essi ostano a una normativa nazionale che, come interpretata dalle autorità tributarie e dai giudici nazionali, prevede la possibilità, per l'autorità tributaria competente, di cancellare dal registro dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) un soggetto

passivo per il motivo che esso non ha ottemperato ai suoi obblighi a titolo dell'IVA senza analizzare la natura delle infrazioni commesse e il comportamento del soggetto passivo di cui trattasi.

Sentenza della Corte (Decima Sezione) del 3 aprile 2025, Causa C-164/24, « Cityland » EOOD contro Direktor na Direktsia « Obzhalvane i danachno-osiguritelna praktika » - Veliko Tarnovo, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Regime fiscale comune applicabile alle società madri e figlie di Stati membri diversi — Direttiva 2011/96/UE — Articolo 1, paragrafo 4 — Prevenzione dell'evasione fiscale, della frode fiscale e dell'abuso — Articolo 4, paragrafo 1 — Divieto di sottoporre a imposizione utili percepiti — Effetto diretto — Inclusione del dividendo distribuito dalla società figlia nella base imponibile della società madre — Deduzione del dividendo distribuito dalla base imponibile della società madre — Limitazione della deduzione — Regime di trasferimento infragruppo che consente di trasferire gli utili realizzati da talune società ad altre.

L'articolo 1, paragrafo 4, e l'articolo 4, paragrafo 1, della direttiva 2011/96/UE del Consiglio, del 30 novembre 2011, concernente il regime fiscale comune applicabile alle società madri e figlie di Stati membri diversi, come modificata dalla direttiva (UE) 2015/121 del Consiglio, del 27 gennaio 2015, devono essere interpretati nel senso che: essi ostano a una normativa di uno Stato membro ai sensi della quale i dividendi che una società madre percepisce dalla sua società figlia devono essere, in un primo momento, inclusi nella base imponibile della società madre, prima di poter essere oggetto, in un secondo momento, di una deduzione, senza che quest'ultima si applichi all'importo di un trasferimento infragruppo incluso nella base imponibile.

Sentenza della Corte (Sesta Sezione) del 13 marzo 2025, Causa C-135/24, John Cockerill SA contro État belge, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto — Direttiva 2006/112/CE — Diritto alla detrazione dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Operazione di vendita riqualificata, da parte delle autorità tributarie, come trasferimento d'impresa non rientrante nell'ambito di applicazione dell'IVA — Assenza di correzione della fattura entro il termine di prescrizione — Impossibilità di recuperare l'IVA pagata a titolo di detta operazione — Principi di effettività e di neutralità fiscale — Rimborso dell'imposta.

Gli articoli 168 e 203 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, nonché i principi di neutralità dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) e di effettività, devono essere interpretati nel senso che: essi non ostano a una normativa o a una prassi amministrativa nazionale che non consente a un soggetto passivo di ottenere la detrazione dell'IVA pagata a monte su un'operazione che, a seguito di una verifica fiscale, è stata riqualificata dall'amministrazione tributaria come operazione non soggetta all'IVA, anche quando risulta impossibile o eccessivamente difficile per tale soggetto passivo ottenere, da parte del venditore, il rimborso dell'IVA così indebitamente pagata. Tali principi richiedono tuttavia che, in una situazione del genere, detto soggetto passivo possa rivolgere la sua domanda di rimborso direttamente all'amministrazione tributaria.

Sentenza della Corte (Sesta Sezione) del 13 marzo 2025, Causa C-640/23, Direcția Generală Regională a Finanțelor Publice Galați - Administrația Județeană a Finanțelor Publice Vrancea, Direcția Generală de Administrare a Marilor Contribuabili contro Greentech SA, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Accise — Direttiva 2003/96/CE — Tassazione dei prodotti energetici e dell'elettricità — Esenzione dei prodotti energetici utilizzati come carburante per motori o come combustibile per riscaldamento — Articolo 14, paragrafo 1, lettera c) — Navigazione nelle acque dell'Unione europea — Articolo 15, paragrafo 1, lettera f) — Navigazione su vie navigabili interne — Direttiva 95/60/CE — Marcatura fiscale dei gasoli e del petrolio lampante — Gasolio destinato a essere utilizzato per la propulsione di una nave e non oggetto di una marcatura fiscale conforme al diritto dell'Unione — Rifiuto di applicare l'esenzione dalle accise — Principio di proporzionalità.

L'articolo 15, paragrafo 1, lettera f), della direttiva 2003/96/CE del Consiglio, del 27 ottobre 2003, che ristrutturata il quadro comunitario per la tassazione dei prodotti energetici e dell'elettricità, come modificata dalla direttiva 2004/75/CE del Consiglio, del 29 aprile 2004, in combinato disposto con l'articolo 1 della direttiva 95/60/CE del Consiglio, del 27 novembre 1995, sulla marcatura fiscale dei gasoli e del petrolio lampante, dev'essere interpretato nel senso che: esso osta a una normativa nazionale in virtù della quale il beneficio dell'esenzione dall'accisa a favore del gasolio fornito per essere utilizzato come carburante per la navigazione a fini commerciali sulle vie navigabili interne dell'Unione europea è negato per il motivo che il gasolio in parola non è oggetto di una marcatura fiscale conforme ai requisiti del diritto dell'Unione, laddove, da un lato, è accertato che detto gasolio è utilizzato a tal

fine e, dall'altro, non vi è alcun indizio tale da destare sospetti quanto all'esistenza di un'evasione, di un abuso o di un'elusione fiscale.

Sentenza della Corte (Quinta Sezione) del 13 marzo 2025, Causa C-137/23, X contro Staatssecretaris van Financiën, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 273 — Misure dirette ad assicurare l'esatta riscossione dell'IVA — Debito IVA di un soggetto passivo — Normativa nazionale che prevede la responsabilità solidale dell'ex presidente del consiglio di amministrazione del soggetto passivo — Partecipazione dell'ex presidente del consiglio di amministrazione al procedimento che constata l'esistenza di un debito IVA — Procedimento di accertamento della responsabilità solidale — Contestazione del debito IVA — Diritti della difesa — Proporzionalità.

L'articolo 273 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, in combinato disposto con l'articolo 325, paragrafo 1, TFUE, i diritti della difesa e il principio di proporzionalità, dev'essere interpretato nel senso che: non osta a una normativa e a una prassi nazionali secondo le quali un terzo che potrebbe essere considerato responsabile in solido del debito tributario di una persona giuridica non può essere parte del procedimento condotto nei confronti di tale persona giuridica al fine di accertare il debito tributario di quest'ultima, fatta salva la necessità che tale terzo, nel corso del procedimento per responsabilità solidale eventualmente condotto nei suoi confronti, possa rimettere utilmente in discussione gli accertamenti di fatto e le qualificazioni giuridiche effettuate dall'amministrazione tributaria nell'ambito del primo procedimento, e accedere al fascicolo di quest'ultimo, nel rispetto dei diritti di detta persona giuridica o di altri terzi.

Sentenza della Corte (Nona Sezione) del 27 febbraio 2025, Causa C-277/24, M. B. contro Dyrektor Izby Administracji Skarbowej we Wrocławiu, reperibile su www.curia.eu.

ATTUALITÀ

Consiglio dell'Unione europea — La DAC 9 è in Gazzetta Ufficiale: il nuovo volto della cooperazione fiscale europea.

Il 6 maggio 2025 è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea la direttiva (UE) 2025/872, meglio nota come DAC 9 (cfr. *retro*, n. 4/2024, pp. 736 e ss.). Si tratta dell'ultima tappa evolutiva di un percorso avviato nel 2011 con l'introduzione della direttiva sulla cooperazione amministrativa nel settore fiscale, che ha trasformato radicalmente il modo in cui le Autorità fiscali degli Stati membri condividono informazioni, soprattutto alla luce delle sfide poste da un'economia sempre più digitale e globalizzata. Con l'adozione della direttiva in parola, l'Unione compie un passo decisivo verso un sistema fiscale più trasparente, equo e integrato, recependo a livello europeo gli sviluppi internazionali promossi dall'OCSE e dal G20 in materia di tassazione delle multinazionali.

La DAC 9 nasce come strumento operativo per dare piena attuazione alla direttiva (UE) 2022/2523 sul cosiddetto “*secondo pilastro*”, che ha introdotto un'imposta minima globale a carico delle grandi imprese. L'obiettivo? Contrastare il fenomeno del *dumping* fiscale, ovvero la concorrenza tra Stati basata su regimi agevolati o nulli, che erode la base imponibile e sottrae risorse vitali ai bilanci pubblici. Ebbene, la direttiva si inserisce in questo contesto come tassello essenziale per lo scambio automatico di informazioni sulle imposte integrative dovute, rendendo effettiva la cooperazione tra Amministrazioni fiscali nazionali.

Elemento centrale della nuova disciplina è la cosiddetta “*Dichiarazione sulle imposte integrative*”, ispirata al modello elaborato dall'OCSE. Questo documento raccoglie dati dettagliati, utili alle Amministrazioni fiscali per valutare i rischi e verificare la correttezza dei calcoli relativi all'imposta integrativa. La novità più rilevante introdotta è, tuttavia, la possibilità per le multinazionali di presentare tale dichiarazione in forma centralizzata, cioè una sola volta per tutto il gruppo, nel Paese dell'entità controllante capogruppo o di una società designata. Questa modalità sostituisce l'obbligo, finora previsto, di presentare dichiarazioni separate in ogni giurisdizione interessata, riducendo drasticamente il carico amministrativo. Una volta ricevuta, la dichiarazione sarà trasmessa alle altre Autorità fiscali europee seguendo un articolato schema di diffusione. La Commissione europea sarà incaricata di sviluppare e aggiornare il formulario elettronico *standard* per l'invio delle dichiarazioni, mantenendolo allineato agli sviluppi internazionali.

Ebbene, la direttiva tiene conto delle esigenze tanto delle Autorità fiscali quanto delle imprese. Da un lato, rafforza la capacità di verifica degli Stati, assicurando che nessun utile sfugga all'imposizione minima concordata. Dall'altro, promuove una standardizzazione che semplifica l'adempimento per i contribuenti e riduce gli oneri amministrativi. È prevista, inoltre, una parti-

colare attenzione alla protezione dei dati e alla proporzionalità degli obblighi. Le informazioni richieste devono essere sufficienti a verificare il rispetto delle norme, ma non eccessivamente gravose né suscettibili di generare duplicazioni o richieste non coordinate.

Il recepimento della DAC9 è atteso entro il 31 dicembre 2025, con applicazione a partire dal 1° gennaio 2026. Il primo esercizio fiscale oggetto di dichiarazione sarà quello iniziato dal 31 dicembre 2023, ma lo scambio di informazioni non avverrà prima del 1° dicembre 2026, per consentire l'adeguamento tecnico dei sistemi nazionali.

La direttiva rappresenta quindi molto più di un aggiornamento normativo: è un salto di qualità nella *governance* fiscale europea, capace di rafforzare la fiducia tra Stati, aumentare la trasparenza e rendere il sistema tributario europeo più resiliente, anche di fronte alla rapida evoluzione delle economie globali.

ALTRI TEMI DI INTERESSE PER LA PROFESSIONE

ANDAMENTO CONGIUNTURALE (*)

LE PROSPETTIVE MACROECONOMICHE E DI MERCATO DOPO IL “LIBERATION DAY” NEGLI STATI UNITI

1. Introduzione

Dinamismo economico, prospettive di inflazione in calo e consumi domestici solidi: fino a poco tempo queste caratteristiche erano attribuite soprattutto agli Stati Uniti. Ma i tempi sono cambiati e ora la prima economia mondiale deve affrontare delle sfide che si è autoimposta. Al contrario, lo scenario dell'Eurozona è migliorato, seppure anche da questo lato dell'oceano, ed in particolare in Germania, le esportazioni subiranno un rallentamento in seguito ai dazi statunitensi.

Il periodo di massima incertezza sulle politiche commerciali dovrebbe alle spalle. Ma l'impatto economico e finanziario è tutto al di fuori che chiaro. In questo contesto, crediamo che la crescita dell'Europa e degli Stati Uniti andrà verso una convergenza da entrambe le direzioni. Anche se non ci sono vincitori durante le guerre commerciali, l'economia statunitense dovrebbe essere più penalizzata dai dazi che si è autoinflitta.

Sui mercati finanziari si sta delineando uno scenario più bilanciato. Tutti i maggiori indici azionari hanno registrato un recupero dopo le perdite accumulate dalla dichiarazione dei “dazi reciproci” da parte del Presidente Trump all'inizio di aprile. Il recupero è avvenuto grazie alla sospensione dei suddetti dazi che è arrivata soltanto una settimana dopo il loro annuncio. La risalita degli indici azionari è avvenuta anche negli Stati Uniti dove mercati sono stati trainati anche dall'andamento della crescita degli utili del settore tecnologico, un settore che è meno esposto ai dazi rispetto all'economia reale. Nei prossimi 12 mesi, ci aspettiamo nuovi rialzi, nel range intermedio della singola cifra, per i mercati statunitensi, europei, giapponesi e quelli emergenti. Ma la volatilità rimarrà molto elevata.

Quali sono le implicazioni di questo contesto per gli investitori? Fondamentalmente, crediamo che abbia senso rivalutare la composizione dei propri portafogli. Questo perché i flussi di capitale degli ultimi anni verso il mercato

(*) A cura di Manuela Maccia e Alberto Bianchi.

statunitense dovrebbero diminuire e quindi offrire opportunità per una maggiore diversificazione a livello regionale, per esempio, per un portafoglio di investimento a lungo termine basato su un'allocazione strategica degli investimenti che include una gestione attiva della duration. Questo potrebbe tradursi in un investimento in titoli azionari tedeschi al fianco delle azioni della tecnologia negli Stati Uniti, così come obbligazioni societarie di qualità in EUR.

2. Il contesto macroeconomico

Nel Q1, l'economia USA si è contratta ad un ritmo annualizzato dello 0,2%, in contrasto con la crescita solida del 2,8% dell'anno scorso. Un aumento delle importazioni da parte delle aziende e dei consumatori in vista dei dazi più elevati ha contribuito al rallentamento. Il periodo di massima incertezza sul fronte commerciale dovrebbe essere alle spalle, ma i possibili impatti economici non sono ancora chiari. Il deterioramento del sentiment delle famiglie e delle imprese a causa delle continue giravolte di Trump sui dazi lascia intendere un possibile rallentamento. Dopo gli accordi commerciali preliminari con Regno Unito e Cina, di recente ci sono stati dei disaccordi con altri partner commerciali di rilievo. Nelle ultime settimane, inoltre, l'attenzione del mercato si è spostata anche sulla legge fiscale del Presidente Trump. Se dovesse essere approvata dal Congresso, la spesa pubblica elevata dovrebbe aiutare a stabilizzare la crescita statunitense all'1,2% nel 2025 e all'1,3% nel 2026.

Con l'imposizione dei dazi prevediamo un aumento delle pressioni sui prezzi durante la H2 2025. L'inflazione dovrebbe raggiungere il 3,3% nel 2025 e rimanere al 3,2% nel 2026. Se il mercato del lavoro rimane solido, la Fed manterrà un atteggiamento prudente (per mantenere ancorate le aspettative di inflazione ed evitare effetti di second'ordine) e allenterà la politica monetaria solo gradualmente fino al 3,25%-3,50% entro la fine di giugno del 2026.

Il PIL dell'Eurozona è cresciuto dello 0,3% QoQ nel Q1. La domanda domestica è stata buona e la discesa dell'inflazione, insieme ai costi di finanziamento più bassi, dovrebbe stimolare la crescita. Se da un lato le tensioni commerciali bilaterali tra Bruxelles e Washington stanno pesando sul sentiment delle aziende, la politica fiscale espansiva legata alla spesa per la difesa dell'UE e al rilassamento dei vincoli di bilancio in Germania dovrebbe gradualmente dispiegare i suoi effetti nei prossimi trimestri e sostenere una crescita del PIL pari all'1,1% nel 2025 e all'1,4% nel 2026. I costi dell'energia più bassi e il rafforzamento dell'EUR dovrebbero mantenere l'inflazione vicina al target della BCE del 2% sia quest'anno che l'anno prossimo e consentire alla BCE altri due tagli dei tassi nell'arco dei prossimi dodici mesi, portando i tassi all'1,75%.

L'economia giapponese dovrebbe riprendersi durante la seconda metà

dell'anno. La crescita dei salari dovrebbe sostenere la domanda domestica e controbilanciare la discesa di quella estera. Per il 2025, prevediamo una crescita del PIL dello 0,9% ed un'inflazione del 3,0%. Uno scenario che permetterà alla BoJ di alzare i tassi di interesse entro metà 2026 dallo 0,5% all'1,0%. L'aumento dei costi di finanziamento dovrebbe ridurre l'inflazione successivamente nel corso del 2026 al 2,0% ma al costo di una minore crescita (0,7%).

In Cina, la recente de-escalation commerciale ha alimentato la possibilità di un accordo con Washington. Per mitigare l'impatto dei dazi USA e stimolare il consumo interno, Pechino si affiderà alla spesa pubblica e ad un allentamento moderato della politica monetaria. Queste manovre, però, dovrebbero inficiare almeno in parte i tentativi di ridurre l'eccesso di offerta di beni e influenzare la dinamica dei prezzi e della crescita. L'obiettivo del 5% di crescita sembra sfidante. Prevediamo una crescita reale del PIL al 4,0% nel 2025 e un rallentamento al 3,8% nel 2026.

TABELLA 1 – Previsioni di crescita del PIL (%)

	2025 F	2026 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA ¹	1,2	1,3	1,4
Eurozona	1,1	1,4	0,8
Germania	0,3	1,6	0,0
Italia	0,4	0,8	0,8
Giappone	0,9	0,7	1,0
Cina	4,0	3,8	4,2
Mondo	2,8	2,9	2,8

* *Consenso di Bloomberg. 1 Per gli USA, la crescita del PIL (Q4/Q4) è pari a 2,2% nel 2025 e a 1,7% nel 2026. Dati al 27 maggio 2025. Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Previsioni al 27 maggio 2025.*

TABELLA 2 – Previsioni di inflazione (%)

	2025 F	2026 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA ²	3,3	3,2	3,2
Eurozona	2,1	2,0	2,1
Germania	2,3	2,1	2,2
Giappone	3,0	2,0	2,7
Cina	0,0	1,0	0,4

* *Consenso di Bloomberg. 2 La misura di inflazione è il CPI. Dati al 27 maggio 2025. Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Previsioni al 27 maggio 2025.*

3. Obbligazionario

Le discussioni sulla legge fiscale negli Stati Uniti, che dovrebbe confer-

mare spesa pubblica su livelli elevati e sollevare dubbi sulla sostenibilità a lungo termine del debito, hanno tenuto i rendimenti dei Treasury USA su livelli elevati. I “bond vigilantes” rimarranno in allerta, spingendo i rendimenti al rialzo in seguito ai deficit fiscali molto elevati. La volatilità dei rendimenti alimenterà l'incertezza offuscando le aspettative sulla politica monetaria. Nel frattempo, i rischi sul fronte fiscale e inflattivo hanno fatto salire il “term premium” di riflesso ad una maggiore richiesta di remunerazione da parte degli investitori per detenere titoli a lunga scadenza. Questo contesto dovrebbe perdurare, mantenendo rendimenti e volatilità elevati per i Treasury (giugno 2026, target Treasury USA a 10 anni: 4,50%; target Treasury USA a 2 anni: 3,75%).

Gli investitori internazionali potrebbero riallocare i propri portafogli verso il Bund grazie ai buoni rendimenti offerti agli investitori USA dai titoli di Stato tedeschi a lunga scadenza una volta coperti per il rischio di cambio e dopo che la domanda di Treasury come bene rifugio è stata messa in dubbio. Tuttavia, l'offerta massiccia di Bund per finanziare la spesa per la difesa, le infrastrutture e i piani di rinnovamento strutturale dell'economia tedesca aumenteranno la pressione al rialzo (giugno 2026, target Bund a 10 anni: 2,50%; target Bund a 2 anni: 1,60%).

I rendimenti dei titoli di Stato italiani continueranno a beneficiare della maggiore cooperazione all'interno dell'UE di fronte al conteso di tensioni geopolitiche. Il quadro macroeconomico domestico è resiliente e le prospettive sono stabili, favorendo un basso livello per lo spread italiano.

Il mercato del credito Investment Grade (IG) ha recuperato dopo l'allargamento degli spread avvenuto con l'annuncio dei dazi. I rendimenti attraenti e un quadro tecnico buono supportano il credito USD IG. In Europa, il mercato EUR IG è ancora interessante, considerato l'outlook di crescita positivo, soprattutto in Germania. Entrambi i mercati sono ben supportati e il sentiment degli investitori verso l'asset class è favorito dai fondamentali societari buoni e la qualità del credito. Gli investitori dovrebbero continuare a considerare positivamente l'opportunità di reddito offerta da questo segmento.

Anche il mercato dei titoli high yield (HY) ha recuperato terreno dopo il “Liberation Day”, con un'emissione significativa accompagnata da una domanda stabile sia negli Stati Uniti che in Europa. Il mercato USD HY offre un rendimento complessivo del 7,5% e un profilo di scadenze gestibile, mentre in Europa il segmento EUR HY è soggetto a rischi politici e settoriali. I tassi di default dovrebbero salire moderatamente. Anche se gli spread dovessero allargarsi dai livelli correnti a causa dell'incertezza, i rendimenti complessivi offrono ancora oggi un'opportunità attraente da un punto di vista storico.

Gli spread di titoli di Stato dei mercati emergenti (EM) sono vulnerabili alle manovre imprevedibili di Trump sul fronte commerciale, che aggiungono incertezza geopolitica ed economica. I livelli attuali degli spread sono troppo contenuti per riflettere questi rischi di breve termine e potrebbero quindi

essere soggetti ad un allargamento se gli investitori dovessero rivalutare i fondamentali e la direzione delle politiche.

4. Azionario

I mercati azionari hanno registrato un forte recupero dopo che il Governo USA, il 9 aprile, ha deciso di sospendere i cosiddetti dazi reciproci. Il posizionamento degli investitori è passato da essere in sottopeso ad un territorio di neutralità grazie ai minori rischi di un rallentamento economico causato dai dazi, un miglioramento nelle condizioni finanziarie, la volatilità in calo e i buoni utili aziendali evidenziati durante la stagione delle trimestrali. Tutti i principali indici azionari ha recuperato terreno dopo le perdite innescate dal “Liberation Day”.

Crediamo ci sia la possibilità di nuovi e ulteriori rialzi nei prossimi 12 mesi, seppur non mancherà la volatilità di fronte ai rischi di una nuova eventuale escalation commerciale o nel caso in cui i dati macroeconomici dovessero indebolirsi in maniera significativa e alimentare i rischi di una recessione. Gli investitori devono prepararsi a settimane e mesi che si prospettano volatili. Al momento attuale, le valutazioni non sembrano riflettere alcuna preoccupazione sulla crescita economica, per cui prevediamo vi sia un margine limitato per un’espansione dei multipli. Detto ciò, il miglioramento recente della fiducia dei consumatori dimostra come la situazione sia fragile e possa muoversi in entrambe le direzioni. Per questo motivo, raccomandiamo un’allocazione azionaria ben diversificata su aree geografiche e settori.

Negli USA, gli utili delle aziende sono stati di nuovo resilienti nel Q1. Su base annua, sono cresciuti del 14% per l’S&P 500, superando le aspettative di 6.5 pp e con tre società su quattro che hanno pubblicato dei risultati migliori delle attese. Molte aziende hanno confermato i propri piani di spesa per investimenti, in particolare le cosiddette hyperscalers, che in alcuni casi non soltanto hanno confermato le spese per l’IA ma le hanno addirittura aumentate. I riacquisti di azioni proprie (buyback), inoltre, sono stati su livelli record grazie alla solidità dei bilanci. In soli tre mesi, sono stati annunciati buyback per USD500bn. Alla luce di questi sviluppi, siamo fiduciosi che l’S&P 500 nei prossimi 12 mesi possa registrare un guadagno tra la parte intermedia e alta della singola cifra e per questo abbiamo alzato il nostro target a 6.100 punti.

Dall’inizio dell’anno, gli indici azionari europei stanno registrando tra le migliori performance a livello globale, grazie ad un’economia in ripresa, ai tagli dei tassi della BCE, ai prezzi energetici in calo e alle aspettative di una maggiore spesa pubblica. Prevediamo vi siano ulteriori rialzi, in particolare anche perché scambiano ancora ad uno sconto importante rispetto alle controparti USA che non crediamo sia più giustificato. Il nostro nuovo target per lo STOXX Europe 600 è di 570 punti.

Anche i mercati emergenti offrono possibilità di rialzi, supportati da un

dollaro debole e più accordi commerciali con gli USA. Prevediamo che l'indice MSCI Emerging Markets raggiunga i 1.220 punti entro i prossimi 12 mesi. Guardando al Giappone, dove le revisioni degli utili aziendali sono state migliori rispetto al resto del mondo, crediamo ci siano opportunità di rialzi ma più limitati. Le revisioni al rialzo sulla crescita degli utili dovrebbero venire controbilanciate dall'apprezzamento della divisa, l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato e un'inflazione in crescita. Abbiamo rivisto soltanto di poco il nostro target sull'indice MSCI Japan a 1.720 punti.

5. Materie prime

Dopo aver raggiunto un massimo storico a USD 3.500 l'oncia il 22 aprile, i prezzi dell'oro sono scesi di oltre il 10% da quando è stata annunciata la tregua temporanea all'escalation commerciale tra USA e Cina. Le posizioni lunghe sui mercati dei futures sono state ridotte parecchio. Tuttavia, la domanda di oro fisico da parte delle Banche Centrali continua ad essere solida così come quella degli investitori asiatici. Il contesto di incertezza sulle tariffe commerciali USA che farà seguito alla loro sospensione e il possibile impatto sull'economia, ma anche le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito pubblico, specialmente in US, continua a spingere gli investitori verso l'oro in qualità di bene rifugio. In futuro, è probabile ci saranno altre occasioni di prese di beneficio e temporanee discese dei prezzi. Ma l'oro come strumento di copertura da eventuali rallentamenti continuerà a tenere la domanda su livelli sostenuti. Prevediamo l'oro a USD 3.700 l'oncia entro giugno 2026.

Negli ultimi mesi i prezzi del rame hanno subito delle distorsioni a causa delle possibili tariffe sulle sue importazioni. I prezzi sulle borse statunitensi sono stati più elevati rispetto al prezzo di riferimento quotato al LME. A parte queste anomalie, i prezzi del rame al LME sono stati influenzati dal possibile impatto sulla crescita economica derivante dalle restrizioni commerciali, sebbene gli indicatori della domanda fisica di rame indicano che sia sostenuta al momento. Il dollaro debole e l'offerta limitata sono buoni presupposti per il prezzo del rame (target a giugno 2026 del rame: USD 9.590/t).

I prezzi del petrolio sono rimasti bassi, inficiati dalle possibili ripercussioni sulla domanda delle tensioni commerciali legate alle tariffe USA. L'OPEC+ ha aggiunto ulteriore pressione ai prezzi riducendo i suoi tagli volontari alla produzione di circa 2,2 milioni di barili al giorno con l'aggiunta di nuove quote mensile alla produzione. I prezzi del petrolio sono scesi vicino ai livelli di pareggio per buona parte dei produttori di greggio americano, limitando quindi la loro capacità di aumentare la produzione. Questo dovrebbe far sì che l'offerta di petrolio da parte dei Paesi non-OPEC+ diminuisca rispetto ai livelli dell'anno scorso. Tuttavia, è difficile pensare che sia in grado di prevenire l'eccesso di offerta sul mercato sia quest'anno che l'anno prossimo. L'offerta da parte dell'Iran rimane una variabile sotto osservazione, ma è di

difficile previsione. Le notizie finora sono state bilanciate tra esiti positivi e negativi sulla sua possibilità di produzione di petrolio (target giugno 2026 Brent: USD 65 al barile).

6. Tassi di cambio

A differenza di quanto si poteva pensare, il USD non si è rafforzato dopo l'implementazione dei dazi USA. Le preoccupazioni circa impatti delle tariffe su fiducia dei consumatori ed economia reale hanno sopraffatto i possibili effetti inflattivi. Inoltre, si sta discutendo la riforma delle tasse negli USA e se sarà implementata come da programma farà salire di molto il debito pubblico. Gli investitori, quindi, hanno richiesto un aumento del premio al rischio per detenere i Treasury USA a lunga scadenza. Il rendimento del titolo a 30 anni è salito fino al 5,15%. La narrativa del mercato supporta l'idea che gli USA vogliano avere una divisa debole per supportare le proprie esportazioni e che gli investitori stranieri possano ridurre i Treasury USA in loro possesso.

L'EUR dovrebbe beneficiare dell'opportunità di diversificazione che offre. La crescita economica, inoltre, è attesa migliorare dal 2026 grazie al piano di spesa fiscale per le infrastrutture in Germania. Non ci aspettiamo che il USD perda il suo ruolo di "valuta di riserva mondiale" nel prossimo futuro, né che sarà soggetto ad un'eccessiva svalutazione. Ma gli ingenti flussi che si sono mossi verso il USD negli ultimi anni potrebbero lasciare spazio agli investitori per una diversificazione. Prevediamo l'EUR/USD a 1,18 entro la fine di giugno 2026.

Nel Regno Unito, i dati economici pubblicati nel Q1 hanno superato le aspettative, ma l'inflazione si è dimostrata più persistente del previsto. La BoE, pertanto, rimarrà cauta sui prossimi tagli dei tassi. Il Paese è stato il primo a siglare un accordo commerciale con gli USA, riducendo il rischio di un'escalation commerciale. Guardando a fine 2026, prevediamo che il GBP si apprezzi e il GBP/USD raggiunga l'1,40.

Il Giappone potrebbe essere uno dei Paesi più colpiti dai dazi alle importazioni USA. Un accordo sarebbe quindi importante. Gli aumenti dei salari, i ricavi turistici record e il tasso di inflazione più alto di qualsiasi Paese del G10 giustificerebbero nuovi aumenti dei tassi di interesse da parte della BoJ. Tuttavia, i commenti degli esponenti della BoJ sono rimasti molto cauti nell'ultimo periodo. Ciò nonostante, i rendimenti dei JGB a 30 e 40 anni hanno raggiunto un massimo storico. Questo potrebbe portare gli investitori giapponesi a rimpatriare investimenti dagli USA, esercitando una pressione al rialzo sullo JPY insieme al suo status di valuta "rifugio sicuro". Pertanto, prevediamo che il cambio USD/JPY raggiunga 130 alla fine di giugno 2026.

La Cina ha prevenuto una svalutazione importante del CNY, anche quando gli USA avevano imposto dazi del 145% sui beni cinesi. Apparente-

mente, Pechino non vuole alienare gli investitori stranieri. Il CNY è tornato a un massimo degli ultimi sei mesi di recente. I dati economici rimangono contrastati, motivo per cui è probabile che Pechino annunci ulteriori stimoli fiscali nei prossimi mesi. Tuttavia, il CNY dovrebbe deprezzarsi lievemente. Il nostro target per la fine di giugno 2026 è USD/CNY 7,30.

TABELLA 3 – Previsioni sui mercati finanziari

Rendimenti di mercato (%), Obbligazioni sovrane	Livello al 27 maggio 2025 (%)	Previsione a giugno 2026	Rendimento atteso a 12 mesi
Stati Uniti (2 anni)	3,98	3,75	4,14%
Stati Uniti (10 anni)	4,47	4,50	5,02%
Stati Uniti (30 anni)	4,98	4,70	9,80%
Germania (2 anni)	1,78	1,60	1,98%
Germania (10 anni)	2,54	2,50	3,60%
Germania (30 anni)	3,02	3,00	3,96%
Regno Unito (10 anni)	4,66	4,20	8,08%
Giappone (2 anni)	0,74	1,00	0,67%
Giappone (10 anni)	1,47	1,80	-0,41%

Tassi di interesse di riferimento (%)	Livello al 27 maggio 2025 (%)	Previsione a giugno 2026
Stati Uniti (federal funds rate)	4,25 – 4,50	3,25 - 3,50
Eurozona (deposit rate)	2,25	1,75
Regno Unito (repo rate)	4,25	3,50
Giappone (overnight call rate)	0,5	1,00
Cina (1 year lending rate)	3	2,60

Tassi di cambio	Livello al 27 maggio 2025 (%)	Previsione a giugno 2026	Rendimento atteso a 12 mesi
EUR vs. USD	1,13	1,18	1,64%
USD vs. JPY	144	130	-6,19%
EUR vs. JPY	163	153	-5,18%
EUR vs. GBP	0,84	0,84	-0,02%
GBP vs. USD	1,35	1,40	3,33%
USD vs. CNY	7,2	7,30	3,13%

Indici azionari	Livello al 27 maggio 2025 (%)	Previsione a giugno 2026	Rendimento atteso a 12 mesi
Stati Uniti (S&P 500)	5.881	6.100	6,30%
Germania (DAX)	24.197	25.600	4,16%
Eurozona (Eurostoxx 50)	5.422	5.600	5,45%
Europa (Stoxx 600)	554	570	6,39%
Giappone (MSCI Japan)	1.683	1.720	4,87%
Svizzera (SMI)	12.372	12.500	6,14%
Regno Unito (FTSE 100)	8.816	8.800	7,69%
Mercati emergenti (MSCI EM)	1.170	1.220	7,43%
Asia ex Giappone (MSCI Asia ex Japan)	761	790	7,68%
Australia (MSCI Australia)	1.662	1.600	8,15%

Materie Prime	Livello al 27 maggio 2025 (%)	Previsione a giugno 2026	Rendimento atteso a 12 mesi
Oro	3.297	3.700	5,32%
Petrolio (Brent Spot)	65	63	-1,15%

Credito	Livello al 27 maggio 2025 (%)	Previsione a giugno 2026	Rendimento atteso a 12 mesi
EUR IG Corp	103	90	4,50%
EUR HY	336	360	4,22%
USD IG Corp	91	90	5,98%
USD HY	330	350	6,13%
Asia Credit	142	150	6,27%
EM Sovereign	332	360	6,16%

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Previsioni al 27 maggio 2025. Dati al 27 maggio 2025.

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

AUDITING E RISK MANAGEMENT

DAL MASO L., *Cambiamento climatico e valore d'azienda. Implicazioni teoriche e strumenti operativi per l'apprezzamento del rischio climatico*, Collana Theory and Practice in Accounting, Auditing and Risk Management, Franco Angeli, Milano, 2025, pagg. n. 182, 29,00 euro.

Il volume affronta in modo sistematico e multidisciplinare l'impatto del rischio climatico sul valore economico d'impresa, analizzando tanto gli aspetti teorici quanto le implicazioni operative per la valutazione aziendale. Dopo aver inquadrato il rischio fisico e di transizione, il libro propone un framework metodologico applicabile alle PMI italiane, integrando i nuovi standard di rendicontazione (TCFD, CSRD, ESRS) con le leve tradizionali della stima del valore. Particolare attenzione è dedicata al ruolo che il professionista (in particolare il commercialista esperto in valutazioni d'azienda, ESG e sostenibilità) può svolgere nell'accompagnare le imprese nella gestione strategica di questo rischio, sempre più rilevante nei processi di pianificazione, reporting e misurazione della performance.

CORPORATE GOVERNANCE

ABU AWWAD A., BORDIGA F. (a cura di), *Codice di Corporate Governance. Commentario*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2025, pagg. n. 672, 83,00 euro.

Il volume fornisce un commento sistematico e analitico alle previsioni del Codice di corporate governance, che si pone l'obiettivo sia di contribuire alla ricostruzione sistematica dello statuto normativo delle società per azioni quotate, raccordando quindi le previsioni del Codice con la disciplina legale, sia di fornire un ausilio nella concreta applicazione operativa nella realtà degli emittenti quotati. Ciascun articolo del Codice viene analizzato da più commenti tematici, i quali forniscono un quadro aggiornato e completo delle questioni di volta in volta rilevanti (con un taglio allo stesso tempo scientifico e pratico), se del caso fornendo soluzioni interpretative innovative. L'organiz-

zazione dei commenti per tematiche trasversali facilita il coordinamento tra le varie previsioni del Codice.

CORPORATE MANAGEMENT

MANGO E., *Il gemello virtuale. La rivoluzione dello smart manufacturing*, Egea, Milano, 2025, pagg. n. 128, 16,50 euro.

Rivolto a manager e imprenditori dei settori più diversi (dalle aziende manifatturiere al settore sanitario) questo breve saggio definisce che cosa si intende per gemello virtuale, quali sono gli ambiti di applicazione, quali le best practice e come sfruttare la potenza di questa tecnologia innovativa. I digital twins, ossia le rappresentazioni digitali di sistemi fisici, hanno conosciuto, negli ultimi anni, numerose applicazioni sia nell'ambito di sistemi complessi (come le fabbriche) sia per regolare fenomeni « misti », come il traffico veicolare di una città o i processi operativi di una banca. I virtual twins consentono non solo un incremento importante di efficienza e grandi risparmi in termini di tempi e costi di progettazione e gestione, ma permettono anche di creare una conoscenza digitalizzata dei componenti e dei comportamenti dei sistemi simulati, stimolano la collaborazione tra chi gestisce i prodotti o i processi e, infine, abbassano i livelli di rischio associati con il mondo fisico (incidenti, sicurezza sul luogo di lavoro) e digitale (cyber-attacchi).

GANGI F., DANIELE L. M., VARRONE N., *Investimenti socialmente responsabili. Costruire e valutare l'impatto sostenibile*, Egea, Milano, 2024, pagg. 264, 29,00 euro.

Il volume propone un'analisi evolutiva sul tema degli Investimenti Socialmente Responsabili (ISR) offrendo una panoramica delle logiche e degli strumenti da differenti prospettive. Le tematiche discusse sono legate dal filo conduttore della crescente attenzione verso i tre pilastri della responsabilità sociale, ambientale e di governance (Environmental, Social, Governance - ESG) da parte di investitori, aziende, istituzioni e decisori politici. Pertanto, adottando una visione integrata, il testo mira a evidenziare come la tematica dell'investimento sostenibile, inteso come gli approcci, i processi e gli attori coinvolti nella valutazione e realizzazione di investimenti che salvaguardano le presenti e le future generazioni, intercetti trasversalmente le imprese e i vari protagonisti del panorama finanziario, quali gli investitori individuali e professionali, le banche e i fondi di investimento, offrendo al contempo nuove opportunità in termini di strumenti di finanziamento, sia nella prospettiva del capitale di rischio sia di debito.

DIRITTO AMMINISTRATIVO

CLARICH M. (a cura di), *Commentario al codice dei contratti pubblici*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2025, pagg. n. 2048, 178,00 euro.

La terza edizione del Commentario al Codice dei Contratti Pubblici (d.lgs. 31 marzo 2023, n. 36) fa seguito alle edizioni relative ai Codici del 2006 e del 2016. Il volume, aggiornato al decreto correttivo di cui al d.lgs. 31 dicembre 2024, n. 209, raccoglie contributi di studiosi ed esperti della materia, molti dei quali hanno partecipato al dibattito su una riforma prevista dal Piano nazionale di ripresa e resilienza. Ai saggi introduttivi di tipo trasversale, seguono i commenti organici di uno o più articoli, con i riferimenti dottrinari e con le prime interpretazioni giurisprudenziali. Completano l'opera i contributi di taglio economico e che trattano i profili di diritto penale, tributario e di responsabilità erariale. Il Commentario si rivolge a professionisti, operatori del settore (imprese, stazioni appaltanti), studiosi e a chi prepara concorsi pubblici.

FINANZA AZIENDALE

ALBISETTI R., *Business & Finanza. Strategia, mercati e strumenti*, Egea, Milano, 2024, pagg. n. 472, 66,00 euro.

La qualità delle decisioni d'investimento prese nei consigli di amministrazione si basa sulle competenze dei professionisti che eseguono le valutazioni di rischi e opportunità, modelli di business e ipotesi di piano. A questo scopo occorre saper interpretare i cambiamenti dell'ambiente, applicare gli strumenti adeguati e comprendere l'evoluzione dei mercati emergenti nei quali ha origine la maggioranza delle occasioni d'investimento. È dunque compito dei professionisti convincere gli investitori e i banchieri che il business si basa su previsioni realistiche e sostenibili anche in scenari di incertezza, mantenendo il posizionamento competitivo e la solvibilità del debitore. La tendenza alla deglobalizzazione, da un lato, e l'evoluzione della tecnologia, dall'altro, hanno accelerato la necessità di formare chi valuta e decide con competenze aggiornate di strategia, finanza avanzata, valutazione d'azienda e imprenditorialità. *Business & Finanza* risponde a questa esigenza, offrendo a imprenditori e investitori un testo ampio e di facile consultazione, sostenuto da una solida base teorica oltre che dall'esperienza internazionale dell'autore. Il risultato è un vero e proprio manuale di scienza applicata, una guida ricca di indicazioni tecniche e metodologiche, utile sia ai neofiti sia ai più esperti, per comprendere i mercati globali, orientarsi tra gli strumenti non tradizionali, affinare la capacità di strutturare e negoziare i deal, relazionarsi efficacemente con la rispettiva controparte anche nel mercato internazionale. La

struttura in capitoli monografici permette di approfondire agilmente temi specifici mentre l'approccio discorsivo facilita l'applicazione delle strutture e delle formule alla pratica quotidiana di manager aziendali e professionisti del settore finanziario.

NOVA A., MOSCHETTA E., TOCCAGNI C., *Project financing. Valutazione degli investimenti, concessioni e partnership pubblico privato*, Egea, Milano, pagg. n. 218, 28,00 euro.

Il volume si concentra su alcune tematiche relative alle concessioni e al project financing previste nel Codice dei Contratti Pubblici. Nell'ambito di tali istituti gli investimenti vengono effettuati dal privato e le risorse finanziarie da quest'ultimo impiegate vengono remunerate attraverso gli introiti connessi alla gestione delle opere realizzate. Si tratta di quella che in ambito anglosassone è nota come Public Private Partnership (PPP). Le opere si distinguono in calde, tiepide o fredde in relazione alla loro attitudine di garantire o meno, in autonomia, introiti sufficienti alla remunerazione delle risorse investite. In alternativa ai contratti di concessione vi è l'ipotesi di appalto tout court in cui la Pubblica Amministrazione è committente e finanziatore dell'opera. La prima parte del lavoro, di carattere metodologico, riguarda l'identificazione delle condizioni di equilibrio tra il pubblico e il privato nella strutturazione dei progetti di PPP. La seconda parte adotta invece l'ottica più microeconomica del privato con un focus sulle analisi di valore e capital budgeting in fase di proposta e gara e sul costo del capitale. La terza parte, infine, si concentra sull'esame della normativa che disciplina il PPP, con specifico riferimento alle principali novità introdotte con l'approvazione del Codice dei Contratti Pubblici.

VALUTAZIONE AZIENDALE

BINI M., *La valutazione delle aziende in crisi. Dalla sottoperformance alla liquidazione*, Egea, Milano, 2025, pagg. n. 576, 80,00 euro.

La valutazione delle aziende in crisi richiede competenze specialistiche e un approccio metodologico diverso rispetto alla valutazione delle aziende in condizioni ordinarie. Il volume offre un quadro sistematico per compiere le valutazioni di aziende in crisi in tre fasi distinte del percorso di gestione della crisi: la diagnosi dello stato di crisi, la valutazione delle soluzioni disponibili, la gestione della riorganizzazione operativa e/o della ristrutturazione finanziaria. L'errore più frequente nella valutazione delle aziende in crisi è un errore di impostazione. Si valuta l'azienda come se non fosse in crisi e poi si applicano correttivi o sconti in larga misura arbitrari. Non si tratta di vere valutazioni ma di meri calcoli valutativi che non consentono di verificare se

l'azienda sia o meno risanabile e a quali condizioni. Un altro errore di impostazione consiste nell'assenza di una configurazione di valore di riferimento. Conseguentemente, non è dato sapere cosa il valore stimato esprima — valore di mercato, valore di capitale economico, valore di riorganizzazione — e sulla base di quali assunti (valore potenziale o valore in atto). Una corretta valutazione presuppone invece l'identificazione tanto dello stadio di crisi dell'azienda e delle condizioni necessarie a riguadagnare la parità competitiva quanto della specifica configurazione di valore oggetto di stima in relazione allo scopo della valutazione. Il termine crisi identifica un processo di distruzione di valore che evolve per stadi di progressivo declino (e gravità) e copre uno spettro di situazioni molto diverse fra loro: dalla sottoperformance fino all'insolvenza conclamata. Il volume associa alla specifica fase di declino in cui si trova l'azienda ed alla specifica configurazione di valore oggetto di stima le soluzioni valutative più adeguate. La crisi d'azienda si accompagna a una contrapposizione di interessi fra le diverse categorie di finanziatori e di stakeholder che trovano facile terreno di scontro proprio nella stima dei valori in gioco. Per queste ragioni la valutazione dell'azienda in crisi deve essere autorevole, in quanto sostenuta da un'approfondita analisi fondamentale. Il volume descrive i modelli di analisi fondamentale più efficaci per poter svolgere una valutazione informata in grado di guadagnare il consenso delle parti coinvolte e intende coprire un vuoto di letteratura, non solo italiana, proponendo un approccio sistematico alla valutazione dell'azienda in crisi e ponendo un argine all'abuso di valutazioni indisciplinate, di regole pratiche e di sconti arbitrari.

CONDIZIONI DI ABBONAMENTO PER IL 2025

Unione europea	€ 165,00
Paesi extra unione europea	€ 240,00
Prezzo di un singolo numero	€ 40,00
(Extra U.E. € 60,00)	

Sconto 10% per gli iscritti agli Ordini professionali, Associazioni professionali, Università.

Le annate arretrate a fascicoli, dal 2015 fino al 2024, sono disponibili fino ad esaurimento scorte.

RIVISTA ON-LINE ALL'INTERNO DI "BIBLIOTECA RIVISTE" DAL 1975

U.E. € 125,00*

*IVA ESCLUSA

La rivista on-line riproduce, in pdf, i contenuti di ogni fascicolo dall'anno indicato fino all'ultimo numero in pubblicazione.

La sottoscrizione dell'abbonamento garantisce un accesso di 365 giorni dalla data di sottoscrizione.

In seguito alla sottoscrizione sarà inviata all'abbonato una password di accesso.

Il sistema on-line Biblioteca Riviste permette la consultazione dei fascicoli attraverso ricerche:

- full text;
- per estremi di pubblicazione (numero e anno fascicolo);
- per data.

In caso di sottoscrizione contemporanea a due o più riviste cartacee tra quelle qui di seguito indicate **sconto 10% sulla quota di abbonamento:**

	Unione europea	Paesi extra Unione europea
Banca borsa titoli di credito	€ 205,00	€ 295,00
Diritto del commercio internazionale	€ 185,00	€ 275,00
Giurisprudenza commerciale	€ 235,00	€ 360,00
Rivista dei dottori commercialisti	€ 165,00	€ 240,00
Rivista delle società	€ 170,00	€ 250,00

Gli sconti non sono cumulabili

L'abbonamento alla rivista cartacea decorre dal 1° gennaio di ogni anno e dà diritto a tutti i numeri relativi all'annata, compresi quelli già pubblicati.

Il pagamento può effettuarsi direttamente all'Editore:

- con versamento sul **c.c.p. 721209**, indicando chiaramente gli estremi dell'abbonamento;
- a **ricevimento fattura** (riservata ad enti e società);
- acquisto on-line tramite sito "shop.giuffre.it"
- oppure tramite gli **Agenti Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A.** a ciò autorizzati (cfr. www.giuffrefrancislefebvre.it/it/agenzie).

Il rinnovo dell'abbonamento deve essere effettuato entro il 31 marzo di ciascun anno.

I fascicoli non pervenuti all'abbonato devono essere reclamati al ricevimento del fascicolo successivo. Decorso tale termine si spediscono, se disponibili, contro rimessa dell'importo.

Le comunicazioni in merito a mutamenti di indirizzo vanno indirizzate all'Editore.

Per ogni effetto l'abbonato elegge domicilio presso la Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A. Via Monte Rosa, 91 - 20149 Milano.

Per ogni controversia, sarà competente esclusivamente il Foro di Milano.

Corrispondenza, manoscritti, pubblicazioni, periodici debbono essere indirizzati alla Direzione della Rivista.

INDICAZIONI PER LA PREDISPOSIZIONE E L'INVIO DEI CONTRIBUTI

I contributi destinati alla sezione "**dottrina**" devono essere presentati in formato word; la lunghezza massima è di 25 cartelle; ogni cartella deve essere redatta in carattere Times New Roman 12, interlinea singola, 3 cm di margine per lato; il titolo non deve superare le due righe; il nome dell'autore deve essere riportato senza titoli professionali o accademici; i paragrafi devono essere indicati con titoli specifici, numerati ed evidenziati in grassetto.

Deve essere predisposta una sintesi dell'articolo in lingua inglese (*abstract*), di estensione non superiore a 20 righe, contenuta in un box riquadrato dopo il titolo.

I riferimenti bibliografici devono essere lasciati all'interno del testo nella forma nome dell'autore/anno della pubblicazione (esempio: Rossi 2008); la bibliografia, in ordine alfabetico per autore, deve essere inserita dopo il testo e deve uniformarsi ai criteri seguenti:

a) per i volumi: cognome e iniziale/i del nome dell'autore (o nome dell'ente), titolo in corsivo, editore ed anno di pubblicazione. Ad esempio: Rossi M., *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè 2008.

b) per gli articoli tratti da riviste: cognome e iniziale/i del nome dell'autore (o nome dell'ente), titolo in corsivo, nome della rivista, numero del volume della rivista ed anno di pubblicazione, numero della pagina iniziale. Esempio: Rossi M., *Le valutazioni di bilancio*, Rivista dei dottori commercialisti 1/2008, pag. 80 e ss.

Le note, pertanto solo di commento e di riferimento bibliografico, devono essere contenute il più possibile.

Ai fini della procedura di referaggio, il nome dell'autore sarà riportato sotto al titolo dell'articolo (senza titoli professionali o accademici) solo nella versione finale; l'autore deve inviare la bozza in forma anonima, espungendo il nome dall'intestazione (lasciando al suo posto dei puntini) e avendo cura che in nessuna altra parte del lavoro siano contenute citazioni o riferimenti che possano far risalire all'identità dell'autore medesimo.

I contributi destinati alla sezione "**attualità e pratica professionale**" devono rispettare i medesimi standard previsti per i contributi della sezione "dottrina"; non devono superare le 12 cartelle, non è richiesto per essi l'*abstract* in inglese e non devono essere proposti in forma anonima.

Gli articoli devono essere spediti via e-mail all'indirizzo redazione-rdc@odcec.mi.it.

L'autore deve indicare indirizzo e recapito telefonico ed allegare una breve nota informativa bio-bibliografica.

I contributi pubblicati in questa rivista potranno essere riprodotti dall'Editore su altre proprie pubblicazioni in qualunque forma.

Autorizzazione del Tribunale di Milano al n. 1534 del 29 agosto 1949
R.O.C. n. 6569 (già RNS n. 23 vol. 1 foglio 177 del 2/7/1982)



Publicità inferiore al 45%
Stampato da Tipografia Galli & C. S.r.l. - Varese

FSC



21102351