

Publicazione 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 LXXVII

N. 1 - Gennaio-Marzo 2026



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 - EDOARDO GINEVRA - ALBERTO GIUSSANI MICHAELA MARCARINI - ANTONIO ORTOLANI - MICHELE PIROTTA - UGO POLLICE ANGELO PROVASOLI - ALESSANDRO SAVORANA - 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@giuffrefl.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@giuffrefl.it

RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

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

SOMMARIO (*)

Pag.

Attualità e pratica professionale

PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

«Stato di salute aziendale e mercato di disinvestimento quali driver del percorso valutativo» (di ENRICO GONNELLA e LUCIA TALARICO) 1

CORPORATE GOVERNANCE

Attualità in tema di: *Priorità europee di vigilanza – Modifiche al Regolamento Emittenti di CONSOB per le liste del CdA – Aggiornamento della Guida di supporto all'UK Corporate Governance Code in merito alla remunerazione degli amministratori non esecutivi – Riforma del TUF – Relazione annuale 2025 del Comitato Corporate Governance – Report on Corporate Governance in Italy – The implementation of the Italian Corporate Governance Code (2025) di Assonime* 25

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

Massime in tema di: *Presupposti per la responsabilità solidale dei soci ex art. 2476, co. 8, c.c. – Onere della prova nella fattispecie di responsabilità dei sindaci per omessa vigilanza – Individuazione del termine di prescrizione dei diritti del socio di società cooperative – Proponibilità in via autonoma della domanda di revoca dell'amministratore di una s.r.l. – Non necessità del verbale redatto da notaio per la domanda di apertura della liquidazione giudiziale – Azione di rivendicazione di partecipazioni sociali – Finanziamento della società da parte di soci – Bancarotta fraudolenta nella scissione societaria – Prescrizione quinquennale ex art. 2949, c.c. per il diritto di esclusione del socio, ad opera degli altri soci, nella società semplice – Obbligo di comunicazione immediata alla Consob da parte del collegio sindacale delle irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza* 29

(*) Nel corso del 2025 hanno collaborato alla Rivista, quali *reviewer* della sezione Dottrina, i proff. Michele Casò e Silvano Corbella. A entrambi va il nostro ringraziamento.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSUALE

« *Preferenza del credito ipotecario rispetto al credito da reato: il credito risarcitorio della vittima di reato e il privilegio ipotecario al vaglio delle Sezioni Unite Civili n. 34681 del 29 dicembre 2025* ». Nota alla sentenza della Corte di Cassazione, Sezioni Unite Civili, del 29 dicembre 2025 (ud. 24 giugno 2025), n. 34681 (di BENEDETTA FRANCO) 35

Massime in tema di: Esenzione dall'azione revocatoria ex art. 67, comma 3, lett. e), L.F. – Controllo di legalità sostanziale nel giudizio di ammissibilità del concordato semplificato – Valutazione del Tribunale circa l'istanza di composizione negoziata – Revocabilità del concordato in caso di atti in frode – Ammissibilità alla composizione negoziata anche con piano liquidatorio – Inapplicabilità dell'art. 33, comma 4, CCII all'imprenditore individuale – Durata della procedura di liquidazione controllata 65

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

« *Autonomizzazione del concetto di prodotto del reato nel sistema dei delitti punitivi della gestione illecita di proventi criminali, anche derivati dall'utilizzo di criptovalute. La (ri)affermazione del principio da parte della Cassazione* ». Nota alla sentenza della Corte di Cassazione, Sezione II Penale, 25 novembre 2025 (dep. 12 dicembre 2025), n. 40072 (di ENRICO FASSI) 71

Massime in tema di: Dichiarazione infedele ex art. 4 D.Lgs. n. 74 del 2000 nella società in accomandita semplice – Presenza di elementi soggettivi a riprova del dolo specifico per la sussistenza del delitto di omessa dichiarazione di cui all'art. 5 D.Lgs. n. 74 del 2000 – Reato di cui all'art. 166, comma 1, lett. c) TUF nella vendita di criptovalute – Confiscabilità della valuta virtuale quale prodotto del reato di riciclaggio – Dolo generico per il delitto di omesso versamento dell'IVA di cui all'art. 10-ter D.Lgs. n. 74 del 2000 – Legittimazione alla proposizione della querela da parte del singolo socio per il reato di appropriazione indebita ai danni della società da parte del legale rappresentante 85

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA

« *Credito d'imposta R&S: il Manuale di Frascati alla prova della ratio legis* ». Nota alla sentenza della Corte di Giustizia di II grado della Valle d'Aosta, 27 novembre 2025, n. 13 (di ALESSANDRO FORNACI) 96

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

« *Diritto al computo globale d'imposta per le ritenute italiane su interessi obbligazionari percepiti da residenti svizzeri: analisi dei profili critici e delle implicazioni pratiche* ». Nota alla sentenza della Camera di diritto tributario del Tribunale d'appello del Canton Ticino, 20 marzo 2025, n. [80.2024.144] (di PIETRO GALBUSERA) 109

<i>Massime della Corte di Giustizia dell'Unione Europea in tema di: IVA: Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Sistema comune di imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 138, paragrafo 1 – Regolamento di esecuzione (UE) n. 282/2011 – Articolo 45-bis – Condizioni per l'esenzione delle cessioni intracomunitarie di beni – Presunzione – Prove richieste. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 205 – Responsabilità solidale – Insolvenza del debitore principale – Mantenimento dell'obbligo di pagare l'IVA – Responsabilità solidale di un terzo dopo la cancellazione del debitore principale dal registro delle imprese – Principio della certezza del diritto – Principio di proporzionalità. Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 9, paragrafo 1 – Nozione di soggetto passivo – Socio di una società di diritto civile senza personalità giuridica – Articolo 193 – Determinazione del soggetto passivo debitore dell'imposta. Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Prestazioni di servizi effettuate da associazioni autonome di persone che esercitano un'attività esente – Servizi direttamente necessari all'esercizio dell'attività esente – Rischio di distorsione della concorrenza – Servizi di pulizia nei settori dell'assistenza sanitaria e dell'istruzione – Normativa nazionale che richiede che i servizi siano direttamente ed esclusivamente connessi all'attività esente e necessari per il suo esercizio</i>	112
<i>Accise: Rinvio pregiudiziale – Accise – Direttiva 2008/118/CE – Articolo 8, paragrafo 1, lettera a), i), e paragrafo 2 – Debitore dell'accisa – Quantitativo di alcole etilico mancante negli stock di una società – Amministratore delegato di una società colpevole di appropriazione indebita e di mancata registrazione contabile – Determinazione del debitore dell'accisa – Pluralità di debitori dell'accisa – Incidenza di una sentenza di un giudice penale pronunciata in materia civile che riconosce la responsabilità esclusiva dell'amministratore delegato</i>	113
<i>Libera circolazione dei lavoratori: Inadempimento di uno Stato – Libera circolazione dei lavoratori – Articolo 45 TFUE – Articolo 28 dell'accordo sullo Spazio economico europeo – Sentenza della Corte che constata un inadempimento – Articolo 260, paragrafo 2, TFUE – Esecuzione incompleta della sentenza del 10 marzo 2022, Commissione/Belgio (Detrazioni degli assegni alimentari) (C-60/21) – Imposta sul reddito – Detrazione degli assegni alimentari – Inammissibilità – Assenza di identità tra le censure sollevate e quelle formulate nella causa che ha dato luogo alla sentenza che constata l'inadempimento</i>	114
<i>Attualità in tema di: Lavoro da remoto transfrontaliero e stabile organizzazione nel nuovo framework OCSE: analisi dell'aggiornamento 2025 tra soglia temporale, ragione commerciale e profili applicativi</i>	114

Altri temi di interesse per la professione

ANDAMENTO CONGIUNTURALE

« <i>Private Markets: le prospettive per il nuovo anno</i> » (di MANUELA MACCIA e ALBERTO BIANCHI)	119
--	-----

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

<i>Contabilità e bilanci</i>	135
<i>Diritto commerciale</i>	136
<i>Diritto tributario</i>	137
<i>Economia aziendale</i>	137
<i>Valutazione economiche</i>	138

*** * ***

Errata corrige

Si segnala che nello studio di S. Pasetto, *Lo status di socio accomandante nella società in accomandita semplice*, edito sul precedente numero:

— alla pagina 619, il titolo del paragrafo 3.2.1. “*Il “generale” divieto per il socio accomandatario di immistione nell’attività gestoria*” è, in realtà, “*Il “generale” divieto per il socio accomandante di immistione nell’attività gestoria*”;

— alla pagina 631, il titolo del paragrafo 3.2.5. “*Il diritto all’informativa, al rendiconto e al controllo sulla gestione del socio accomandatario*” è, in realtà, “*Il diritto all’informativa, al rendiconto e al controllo sulla gestione del socio accomandante*”.

JL GIUFFRÈ
FORMAZIONE

JL MEMENTO
ACADEMY

Corsi, Percorsi e Master per professionisti e aziende



Per maggiori informazioni
giuffreformazione.it

JL Lefebvre Giuffrè

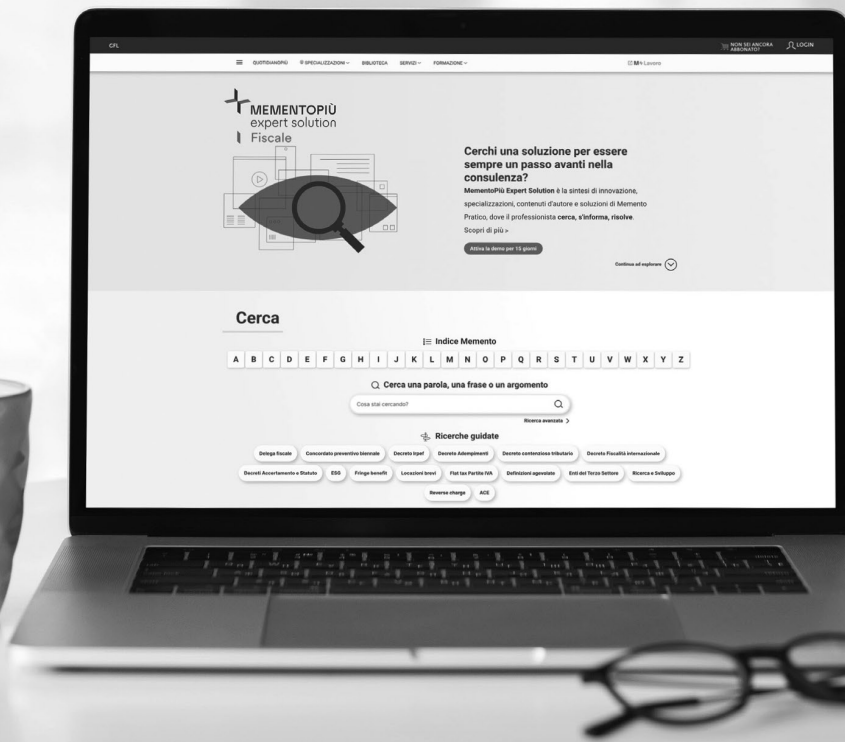
seguici su (in) (f) (X) (@) (v)



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    

PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

STATO DI SALUTE AZIENDALE E MERCATO DI DISINVESTIMENTO QUALI DRIVER DEL PERCORSO VALUTATIVO

di ENRICO GONNELLA e LUCIA TALARICO

1. Premessa.

Nel corso del tempo, l'attività di valutazione d'azienda si è notevolmente evoluta, diventando sempre più variegata e multiforme. La crescente complessità dei processi valutativi è il risultato di diversi fattori, tra cui merita particolare attenzione la progressiva diversificazione delle fattispecie concrete che l'esperto di valutazione si trova a dover affrontare. Si pensi, ad esempio, alle numerose operazioni di finanza straordinaria (acquisizioni, fusioni, conferimenti, scissioni, trasformazioni, scambi di azioni, operazioni di *management buy-out*, ecc.), ai contenziosi societari, ai passaggi generazionali, alle quotazioni in borsa, alle valutazioni per scopi fiscali o bilancistici, ai *buy-sell agreement*, alla crisi di impresa (*turnaround* interni, Composizione Negoziata della Crisi di impresa, Strumenti di regolazione della crisi di impresa, Liquidazione giudiziale). È risaputo che ogni fattispecie possibile presenta peculiari caratteristiche giuridiche, economiche e tecnico-operative che impongono all'esperto l'adozione di confacenti logiche, metodologie e procedure di valutazione. A fronte della proliferazione delle possibili situazioni valutative e della crescente complessità che ne è derivata, teoria e pratica — indissolubilmente collegate — hanno via via ampliato la gamma dei possibili *driver* del valore da ricomprendere, secondo i casi, nelle stime richieste ⁽¹⁾. In sintesi, le valutazioni aziendali — notoriamente fondate su un giudizio professionale — richiedono un approccio sempre più flessibile e consapevole, capace di adattarsi alle specificità dei casi concreti, alle condi-

⁽¹⁾ È stato opportunamente rimarcato, al riguardo, che "... la problematica della natura e delle determinanti del valore economico è ben lungi dall'essere conclusa ..." (G. ZANDA, M. LACCHINI e T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, VI ed., Giappichelli, Torino, 2013, p. 2). Si pensi, ad esempio, al dibattito attualmente in corso sul tema della possibile integrazione dei fattori ESG o dell'intelligenza artificiale nei processi valutativi aziendali.

zioni del mercato di riferimento, oltre che alla natura dell'azienda oggetto di analisi, con un orientamento di fondo sempre più interpretativo, contestuale e multidimensionale.

Venendo al tema principale del presente contributo, preme ricordare come due *driver* centrali nell'attività valutativa siano lo stato di salute di cui gode l'azienda e il mercato in cui avverrà il suo disinvestimento. Tali elementi, assunti come punti cardinali fondamentali, permettono di identificare e approfondire diverse tipologie di scenari valutativi. La consapevolezza, da parte dell'esperto, dell'esistenza e della natura di tali difformi scenari è fattore essenziale al fine di definire correttamente l'impianto valutativo più adeguato al caso concreto.

2. Il *driver* dello stato di salute aziendale.

2.1. I diversi scenari possibili: “aziende sane”, “aziende in crisi” e “aziende in dissesto”.

L'attività di valutazione d'azienda si svolge in contesti che possono differenziarsi profondamente in funzione dello stato fisiologico o patologico della vita aziendale, ossia delle condizioni di equilibrio o disequilibrio economico, finanziario e patrimoniale in cui versa l'azienda ⁽²⁾. L'esperto valutatore, in effetti, può trovarsi, com'è noto, di fronte a vari scenari:

— un primo scenario è quello di un'azienda sana, dunque di una realtà caratterizzata da una condizione di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale, che induce a supporre la prosecuzione dell'attività nel tempo e la generazione di valore in modo sostenibile;

— un secondo scenario è, poi, quello di un'azienda in crisi, dunque di un'entità caratterizzata da disequilibri economici, finanziari e/o patrimoniali che, oltre a distruggere il valore creato in precedenza, mettono più o meno seriamente a rischio la continuità aziendale ⁽³⁾;

— un terzo scenario è, infine, quello più grave di un'azienda in dissesto, dunque di un'unità caratterizzata da disequilibri economici, finanziari e/o

⁽²⁾ Sull'equilibrio aziendale, nei suoi diversi aspetti (economico, finanziario e patrimoniale), si possono leggere tra gli altri: E. GIANNESI, *Le aziende di produzione originaria. Le aziende agricole*, Vol. I, Cursi, Pisa, 1960, pp. 63-102; P. ONIDA, *Economia d'azienda*, III ed., Utet, Torino, 1990, pp. 55-111; R. CORTICELLI, *La crescita dell'azienda. Ordine ed equilibrio nell'unità produttiva*, II ed., Giuffrè, Milano, 1998, pp. 69-119; G. ZANDA, *Fondamenti di Economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 2015, pp. 269-282.

⁽³⁾ Nelle crisi aziendali il disequilibrio economico, finanziario e/o patrimoniale appare ancora reversibile, a patto che gli interventi correttivi (ristrutturazioni, modifiche operative, ricapitalizzazioni, accordi con i creditori, ecc.) siano effettuati tempestivamente. La crisi, come è noto, non implica necessariamente l'insolvenza.

patrimoniali che spesso hanno raggiunto i “punti di rottura”, segnando la disgregazione del complesso aziendale ⁽⁴⁾.

I tre contesti appena descritti richiedono, sul piano valutativo, approcci interpretativi, logici e metodologici profondamente diversi, poiché sono differenti le finalità, le ipotesi di valutazione sottostanti e le fonti informative su cui si fonda la stima.

Nel caso di un’azienda sana, il principio cardine è quello della “piena” continuità aziendale (*going concern*). In sostanza, si ammette l’ipotesi valutativa che l’azienda sia assolutamente in grado di proseguire la propria attività, generando risultati economici e flussi di cassa idonei a remunerare adeguatamente i capitali investiti. L’esperto valutatore, in questo contesto, dà per assodato che i risultati economici siano rappresentativi della gestione futura, attribuendo valore alla capacità dell’azienda di operare efficacemente nel lungo periodo.

Nel contesto di un’azienda in crisi, la continuità aziendale appare, invece, più o meno a rischio, secondo la situazione economico, finanziaria e patrimoniale in cui versa la formazione aziendale. La possibilità di proseguire regolarmente l’attività in futuro appare, infatti, strettamente dipendente dalla gravità e dalla reversibilità della crisi ⁽⁵⁾. In siffatte circostanze, la continuità non può più essere assunta come dato relativamente certo, ma va intesa come “condizionata”, ovvero subordinata all’efficacia di un piano di risanamento aziendale e alla concreta attuazione delle relative azioni correttive. Il valutatore, pertanto, è chiamato a formulare una stima del valore assumendo come scenario base una continuità aziendale parziale. Ciò implica la necessità di ipotizzare e valutare in modo critico un percorso di risanamento plausibile, volto al recupero degli equilibri economico, finanziario e patrimoniale nel medio periodo.

Nella fattispecie di un’azienda in dissesto, la continuità aziendale non è più un’ipotesi realistica: l’azienda ha superato la soglia critica oltre la quale non è più in grado di proseguire regolarmente la propria attività, né di generare flussi economico-finanziari sufficienti a garantirne la sopravvivenza. È la situazione in cui hanno preso il sopravvento le tendenze disgregatrici. Si assiste, in particolare, a un profondo mutamento della logica gestionale, segnato dal passaggio dalla gestione ordinaria alla gestione di liquidazione.

⁽⁴⁾ Nei dissesti aziendali si è di fronte a una condizione più grave e irreversibile, che si manifesta quando l’azienda è strutturalmente incapace di adempiere alle proprie obbligazioni: si è, quindi, nel campo dell’insolvenza conclamata. Non raramente si tratta di una crisi degenerata, che di solito sfocia nella liquidazione giudiziale (*ex fallimento*) o, comunque, in altre forme di uscita dal mercato come, ad esempio, la liquidazione volontaria.

⁽⁵⁾ “Giova ricordare che per valutare un’azienda che versi in uno stato di difficoltà è necessario analizzare a fondo le cause che lo hanno determinato e, sulla base di questa analisi, riuscire poi a formulare un giudizio sulle probabilità di successo (o insuccesso) dell’eventuale opera di risanamento” (G. ZANDA, M. LACCHINI e T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, cit., p. 421). Si noti, inoltre, che la crisi può manifestarsi in modalità diverse, ossia con perdite ricorrenti, tensioni di liquidità, erosione del capitale proprio, sovraindebitamento o incapacità di rispettare gli obblighi contrattuali.

Questo passaggio comporta l'abbandono dell'ottica di continuità a favore di un approccio teso alla chiusura ordinata dell'azienda, finalizzato soprattutto alla salvaguardia del suo valore residuo. L'obiettivo principale della gestione liquidatoria è, infatti, quello di smobilizzare in modo ordinato e conveniente le attività aziendali, al fine di massimizzare il valore di realizzo degli *asset*, contenendo i residui costi operativi, così da soddisfare nel miglior modo possibile i creditori, adempiendo agli obblighi giuridici connessi alla cessazione dell'attività.

2.2. I metodi di valutazione applicabili nei possibili scenari.

Nelle aziende sane, come già osservato, si presuppone una piena continuità aziendale. Ciò spiega il motivo per cui, in queste realtà, il ricorso a metodi tradizionali, quali il *Discounted Cash Flow* (DCF) e i multipli, appare pienamente giustificato. Vero è, infatti, che i metodi convenzionali di valutazione d'azienda si fondano sull'assunzione, implicita o esplicita, del principio di *going concern*, ossia della continuità aziendale⁽⁶⁾. Detto principio presuppone che l'azienda sia in grado di proseguire indefinitamente la propria attività mantenendo, se non migliorando nel tempo, il proprio equilibrio economico, finanziario e patrimoniale. È utile osservare che l'elemento che più riflette l'assunzione di continuità nel DCF è proprio il *Terminal Value*, che, se non impostato secondo criteri liquidatori, presuppone implicitamente la prosecuzione dell'attività *sine die*. La stessa conclusione vale per i multipli di mercato: nella costruzione del multiplo, si prendono in esame aziende quotate sane, non in stato di dissesto. Sebbene astrattamente si possa immaginare un confronto tra aziende in disequilibrio, nella pratica tale ipotesi risulta difficilmente attuabile per mancanza di *comparables* adeguati.

Nelle aziende in crisi, la continuità aziendale è — come già sottolineato — condizionata, ovvero subordinata all'efficacia di un piano di risanamento e all'effettiva attuazione degli interventi correttivi in esso descritti. Dal momento che l'azienda è esposta al rischio concreto di non riuscire, per cause esogene o endogene di varia natura, a proseguire nel breve-medio termine la propria attività, l'impiego dei metodi di valutazione convenzionali condurrebbe alla sua sopravvalutazione. Ciò, per lo più perché tali metodi non apprezzano del tutto il rischio che connota l'azienda in crisi o, se si preferisce, perché non colgono appieno l'incertezza legata alla sopravvivenza dell'a-

⁽⁶⁾ “Most of the valuation techniques we use for businesses, whether intrinsic or relative, are built for healthy firms with positive growth” (A. DAMODARAN, *The Dark Side of Valuation. Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, Third Edition, Pearson Education, London, 2018, p. 433). Non diversamente, è stato osservato che: “il valore del capitale economico è normalmente determinato con metodologie che prendono in considerazione la situazione al momento della valutazione e gli scenari prospettici. Più precisamente, in tale ambito, più o meno implicitamente, si assume l'*ipotesi di sopravvivenza* dell'impresa nel tempo (*Going concern value*)” (G. ZANDA, M. LACCHINI e T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, cit., p. 15).

zienda stessa. Per evitare tale distorsione, l'esperto è tenuto a ricorrere a soluzioni valutative diverse, tali da riflettere adeguatamente la probabilità di *default* dell'azienda oggetto di stima (7). Le metodologie di stima alternative, sviluppate in ambito teorico e recepite dalla prassi professionale per valutare le aziende in crisi, pur nella loro varietà, presentano un denominatore comune: traggono origine dall'adattamento dei metodi tradizionali (DCF e multipli) alle peculiari condizioni delle crisi aziendali. Tra i metodi "corretti" più noti e accreditati è possibile ricordare, ad esempio, il *Modified Discounted Cash Flow* (MDCF) e la *Probability-Weighted Average Valuation* (PWAV) applicata in questo caso agli scenari di continuità e di liquidazione (8) (9).

Notoriamente il *Modified Discounted Cash Flow* (MDCF) stima il valore aziendale ponderando i flussi di cassa attesi, relativi al periodo delle previsioni analitiche risultanti dal piano industriale, con la probabilità di sopravvivenza dell'azienda in ciascun anno (10). La probabilità di sopravvivenza, ossia il complemento a uno della probabilità di *default*, è appunto utilizzata come coefficiente correttivo dei flussi prospettici (11). In pratica, ciascun *Free Cash Flow from Operations* (FCFO) viene moltiplicato per la probabilità che l'azienda sia ancora operativa nell'anno considerato, generando così un *Adjusted FCFO*, che incorpora in modo esplicito il rischio di *default*. Si veda la formula seguente:

$$\text{Adjusted FCFO}_t = \text{FCFO}_t \times (1 - PD_t)$$

(7) Sul punto, la dottrina ha da tempo osservato quanto segue: "Il valore del capitale economico è in realtà una media ponderata fra il valore economico dell'impresa nell'ipotesi che la sua esistenza si prolunghi nel tempo e il valore dell'impresa in ipotesi di liquidazione. In formule, si ha: *Firm value* = *Going concern Value* x (probabilità di sopravvivenza) + *Gone concern Value* x (probabilità di *default*)" (G. ZANDA, M. LACCHINI e T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, cit., p. 15).

(8) Si veda tra gli altri: A. DAMODARAN, *The Dark Side of Valuation*, cit., p. 460 ss.

(9) Altre soluzioni potrebbero essere rappresentate dall'utilizzo di un DCF, in cui si applicano come tassi di attualizzazione i rendimenti richiesti dai Fondi di *Private Equity* (PE) o di *Venture Capital* (VC), oppure di un *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), maggiorato di un congruo *Corporate Specific Risk Premium* (CSR). Al riguardo, si consultino tra gli altri: M. BINI, "Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese", *La Valutazione delle Aziende*, luglio 2019, pp. 44-48; M. BINI, "Gli aspetti valutativi critici delle aziende in crisi", in *La valutazione delle aziende in crisi*, Convegno OIV, Milano, 14 aprile 2025, pp. 24-25. <https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2025/04/Relazione-Bini-OIV-14-aprile-.pdf>

(10) I dati empirici sui tassi di *default* possono essere reperiti da vari *provider* di informazioni finanziarie, tra cui le agenzie di *rating*. S&P Global, ad esempio, pubblica ogni anno sul proprio sito *web* i "Tassi medi cumulativi di *default*", distinti per classi di merito creditizio, per settori e per aree geografiche (compresa l'Europa), sulla base di una serie storica particolarmente estesa, aggiornata annualmente a far data dal 1981. Dall'indagine pubblicata nel 2025 emerge, ad esempio, che una società europea con *rating* CCC/C presenta una probabilità cumulata di *default* del 26,26% a un anno, del 36,23% a due anni, del 41,57% a tre anni, e così via, fino a raggiungere il 48,93% a dieci anni (S&P GLOBAL, *Default, Transition, and Recovery: 2024 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study*, 27 March 2025, Table 25). Sulla relazione tra *credit ratings* e tassi medi di *default* cumulati è utile consultare: G. ZANDA, G. ORICCHIO e S. SOLIMENE, "La stima della durata della vita delle imprese alla luce delle evidenze degli ultimi 90 anni", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 2010, n. 5/6.

(11) Si noti, tuttavia, che introdurre la probabilità di *default* nella stima dei flussi di cassa, giacché la componente aleatoria è già ricompresa anche nel tasso di attualizzazione, espone l'esperto al rischio di *double counting*.

dove:

- $FCFO_t$ = *Free Cash Flow from Operations* all'anno "t";
- PD_t = probabilità cumulata di *default* all'anno "t";
- $(1 - PD_t)$ = probabilità cumulata di sopravvivenza all'anno "t".

I flussi così corretti vengono poi attualizzati al WACC, secondo la logica consueta. Allo stesso modo, il *Terminal Value* viene stimato su base *adjusted*: il FCFO "a regime" è moltiplicato per la probabilità di sopravvivenza di lungo periodo (solitamente 10-15 anni) e, successivamente, capitalizzato al WACC ridotto del tasso di crescita in perpetuità (g). L'*Adjusted Terminal Value*, così ottenuto, sarà poi anch'esso attualizzato. La sommatoria dei flussi corretti scontati e dell'*Adjusted Terminal Value* attualizzato restituirà l'*Enterprise Value*. Da quest'ultimo, sottraendo l'*Indebitamento Finanziario Netto* (o aggiungendo la *Cassa Netta*) si otterrà l'*Equity Value*.

Il *Probability-Weighted Average Valuation* (PWAV) è un approccio valutativo che, per tenere conto dell'incertezza che grava sul futuro dell'azienda, sintetizza in un unico valore atteso i diversi scenari prospettici, che si ritiene possano ragionevolmente manifestarsi in futuro. Nel caso specifico in cui si vogliano considerare come scenari di riferimento congiuntamente quello della continuità operativa (*going concern*) e quello della liquidazione per stralcio, il metodo prevede come prima fase la stima dei due valori a essi relativi: il valore di continuità e il valore di liquidazione atomistica. Nel primo caso, la valutazione avviene ricorrendo a metodologie tradizionali quali l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri (DCF). Nel secondo caso, il valore dell'azienda viene ricavato dalla stima del realizzo netto derivante dalla vendita dei singoli *asset*, detraendo gli oneri diretti e indiretti connessi alla liquidazione, nonché le passività da soddisfare. Una volta stimati i valori attesi nei due scenari, è necessario attribuire a ciascuno di essi una probabilità di accadimento. Tale attribuzione può basarsi su analisi quantitative — come ad esempio indici di bilancio, indicatori di allerta precoce, *rating* creditizi — oppure su giudizi qualitativi espressi da esperti del settore, analisti finanziari o *advisor* coinvolti nel processo di valutazione (DAMODARAN, 2018, pp. 463-466). Il valore finale dell'azienda, nell'ottica del PWAV, è rappresentato dalla media ponderata dei valori attesi nei due scenari, ciascuno moltiplicato per la propria probabilità di accadimento. La formula valutativa, in sostanza, è quella di seguito indicata:

$$W = V_C \times (1 - PD) + V_L \times PD$$

dove:

- W = valore di mercato dell'azienda in crisi;
- V_C = valore dell'azienda in continuità stimato applicando il DCF;
- V_L = valore in liquidazione atomistica in un contesto di cessazione operativa;
- PD = probabilità cumulata di *default* nell'orizzonte temporale considerato;

- $(1 - PD)$ = probabilità cumulata di sopravvivenza nell'orizzonte temporale considerato.

Nel caso in cui si opti per un approccio basato su multipli di mercato, una soluzione per valutare le aziende in crisi potrebbe consistere nell'applicare multipli di mercato ricavati esclusivamente da aziende comparabili anch'esse in crisi, in modo da riflettere condizioni di redditività e rischiosità simili a quelle della *target*. Questa impostazione, pur teoricamente logica, di solito risulta di difficile attuazione pratica. Nella maggior parte dei casi, infatti, il numero di aziende comparabili in situazioni di crisi nel settore di appartenenza dell'azienda *target* risulta piuttosto limitato, rendendo poco robusta la costruzione del multiplo. Ecco perché, non di rado, si torna ad applicare una metodologia mista, in cui il valore dell'azienda scaturisce da una media ponderata del valore in continuità (stimato applicando i multipli costruiti con dati di aziende sane) e il valore netto di realizzo, pesati rispettivamente per la probabilità di sopravvivenza e per la probabilità di *default* dell'azienda valutanda. La formula, in questo caso, è nuovamente la seguente:

$$W = V_C \times (1 - PD) + V_L \times PD$$

dove:

- W = valore di mercato dell'azienda in crisi;
- V_C = valore dell'azienda in continuità, stimato applicando multipli di mercato (come EV/EBITDA, EV/EBIT o P/E), costruiti con dati di *comparables sane*;
- V_L = valore in liquidazione atomistica in un contesto di cessazione operativa;
- PD = probabilità cumulata di *default* nell'orizzonte temporale considerato;
- $(1 - PD)$ = probabilità cumulata di sopravvivenza nell'orizzonte temporale considerato.

Nelle aziende in dissesto non è più applicabile l'assunzione di continuità, ma occorre assumere una logica liquidatoria di tipo atomistico. In tale contesto, la valutazione si basa sull'ipotesi di cessazione dell'attività e di realizzo dei singoli *asset*. L'attenzione, così, si sposta dal valore prospettico ai valori correnti degli elementi patrimoniali singolarmente considerati. La logica valutativa, in sostanza, è di tipo analitico-atomistico e si fonda sul criterio del valore netto di realizzo. L'esperto è tenuto a stimare il patrimonio netto sulla base della verosimile recuperabilità degli attivi e dell'effettiva consistenza dei passivi, tenendo conto dei costi di dismissione, degli oneri fiscali latenti, oltre che dei vincoli giuridici o contrattuali esistenti. In questo scenario, l'obiettivo della valutazione non è stimare un complesso aziendale in

continuità piena o, quantomeno, condizionata, ma apprezzare il valore recuperabile mediante il processo di liquidazione ⁽¹²⁾.

Si può concludere, in definitiva, che le stime di un'azienda sana, di un'azienda in crisi e di un'azienda in dissesto rappresentano ambiti valutativi profondamente eterogenei. Nel primo caso, l'analisi si concentra sulla proiezione dei risultati economico-finanziari attesi in un contesto di continuità operativa; nel secondo, sulla stima del valore in condizioni di continuità condizionata e rischio di insolvenza significativo; nel terzo, sulla determinazione del valore netto recuperabile in ottica liquidatoria. Ecco perché il valutatore deve saper identificare correttamente il contesto operativo di riferimento, calibrare le ipotesi in funzione dei diversi scenari possibili sul piano della continuità aziendale, al fine di selezionare i metodi più adeguati al caso specifico ⁽¹³⁾.

3. Il *driver* del mercato di disinvestimento.

3.1. Le fattispecie riscontrabili: “libero mercato” vs. “mercato delle vendite forzate”.

Si passi adesso a esaminare le caratteristiche dei diversi mercati su cui può essere effettuato il disinvestimento di un'azienda, di un ramo d'azienda o di una partecipazione societaria, pacchetto azionario o quota societaria che sia, nonché di beni aziendali disgiunti. L'analisi del mercato di riferimento non è affatto un aspetto secondario nella definizione dell'impianto valutativo da assumere nella stima. Ciò in quanto il mercato di dismissione — come sarà illustrato più avanti — incide profondamente sulla scelta della configurazione di valore da adottare nella valutazione dell'entità oggetto di cessione.

In linea teorica, è possibile distinguere due grandi categorie di mercati: il libero mercato e il mercato delle vendite forzate. Si tratta di due realtà

⁽¹²⁾ “... se ci troviamo di fronte al caso di imprese che accusano perdite irreversibili per loro natura, la valutazione dell'azienda viene effettuata considerando il complesso aziendale non quale unità compatta, indivisibile, ma come insieme disaggregato di beni suscettibili di vendita separata, con l'obiettivo di realizzare per ciascuno il prezzo migliore. È questo il criterio di valutazione detto del valore di liquidazione” (G. ZANDA, M. LACCHINI e T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, cit., p. 423).

⁽¹³⁾ “A nostro avviso, la valutazione di un'azienda in perdita è intimamente collegata con la gravità della crisi dell'azienda stessa. In proposito, si è soliti distinguere le aziende la cui situazione di perdita sia irreversibile, da quelle che, pur presentando conti economici con margini negativi, hanno buone possibilità di tornare ad essere remunerative dopo un adeguato processo di risanamento. E infatti sulla base del giudizio della gravità della crisi che si formulano i differenti metodi di valutazione, applicabili al caso in questione” (G. ZANDA, M. LACCHINI e T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, cit., p. 421). Non diversamente: “La valutazione di un'azienda che versa in condizioni critiche è intimamente collegata con la gravità della crisi [...] La scelta del metodo di valutazione dipenderà dunque dal giudizio sulla risanabilità dell'impresa” (T. ONESTI e M. ROMANO, *Le problematiche valutative delle aziende in crisi*, in G. LIBERATORE, A. AMADUZZI, E. COMUZZI, O. FERRARO, *La valutazione delle aziende in crisi*, Milano, Giuffrè, 2014, p. 190).

profondamente diverse tra loro, ciascuna con agenti, regole, tempistiche, vincoli e logiche operative del tutto peculiari, che comportano riflessi significativi nella stima del valore dell'azienda o di altri *asset* ceduti.

L'espressione libero mercato è comunemente utilizzata per richiamare un insieme di scambi fondati su accordi volontari tra soggetti indipendenti. Le transazioni commerciali, in questo contesto, avvengono perché entrambe le parti si aspettano di trarre dallo scambio un beneficio economico. In assenza di una tale aspettativa, la transazione non avrebbe luogo (Rothbard, 1993, p. 636) ⁽¹⁴⁾. In questo contesto, il venditore — che si tratti, ad esempio, di un imprenditore individuale intenzionato a cedere la propria azienda, di una società che vuole alienare un ramo aziendale, o di un socio che intende dismettere la propria partecipazione societaria — gode della più ampia libertà decisionale. Questo perché egli può decidere autonomamente quando vendere, a chi, in che modo e con quali condizioni, senza essere sottoposto ad alcun vincolo temporale o normativo che lo obblighi ad alienare l'*asset* in un determinato momento o periodo.

Questo tipo di mercato offre il vantaggio fondamentale della gestione strategica del tempo: il venditore ha la possibilità di prendersi il tempo necessario per promuovere adeguatamente la vendita, individuare potenziali acquirenti, svolgere un'attività di *scouting* mirata e trattare le condizioni con la dovuta ponderazione. Non solo: gli acquirenti, a loro volta, possono eseguire approfondite attività di *due diligence*, essenziali per ridurre le asimmetrie informative e valutare correttamente rischi e opportunità connessi all'entità oggetto della cessione. Laddove la *due diligence* venga effettuata in modo completo e soddisfacente, essa può favorire l'emersione di un prezzo più alto e giustificato. Viceversa, in presenza di criticità, la stessa può condurre a una revisione al ribasso dell'offerta, ma sempre in un contesto trasparente e negoziale.

Un ulteriore vantaggio del libero mercato è dato dalla possibilità di strutturare operazioni complesse e più tutelanti per entrambe le parti. Al riguardo, merita ricordare le ben note clausole di *earn-out* e di *price adjustment*, frequentemente inserite nei contratti di cessione d'azienda o di partecipazioni societarie. La clausola di *earn-out* è un meccanismo contrattuale che prevede la suddivisione del prezzo di cessione in due componenti: una parte fissa, corrisposta al momento del *closing*, e una parte variabile, subordinata al raggiungimento in futuro di determinati risultati economici da parte dell'azienda ceduta. Detta struttura consente di attenuare le incertezze valutative e di riequilibrare il rischio tra le parti in relazione alle *performance* economiche post-cessione. La clausola di *price adjustment* prevede che il prezzo di cessione sia rettificato, in aumento o in diminuzione, al verificarsi di determinate condizioni *post-closing*, tali da incidere sulla situazione patrimoniale.

⁽¹⁴⁾ Quando si parla genericamente di "mercato" di norma si sottintende appunto il "libero mercato".

niale, reddituale o finanziaria rilevata alla data del trasferimento. Tale meccanismo permette di tutelare le parti da eventuali scostamenti rispetto alle valutazioni precontrattuali, dovuti a situazioni pendenti al momento del *closing* — quali contenziosi fiscali, controversie legali o obbligazioni potenziali, ecc. — al fine di garantire, da un lato, una maggiore equità nella determinazione del corrispettivo finale e, dall'altro, di ridurre il rischio di contenziosi successivi tra le parti.

Un ulteriore elemento distintivo delle operazioni concluse sul libero mercato è la possibilità di integrare il contratto con un articolato sistema di garanzie (o *Representations and Warranties*), prestate dal venditore a beneficio dell'acquirente. Dette garanzie, usualmente oggetto di ampia negoziazione tra le parti, riguardano una pluralità di profili — patrimoniali, finanziari, fiscali, contrattuali, operativi, ecc. — e hanno la finalità di rappresentare in modo veritiero e completo la situazione dell'entità oggetto di cessione alla data del trasferimento. Tra le più ricorrenti si segnalano le garanzie in merito alla legittima titolarità dell'azienda o del ramo da trasferire, all'assenza di vincoli o gravami, alla regolarità contabile e fiscale, alla validità dei contratti in essere, alla correttezza dei rapporti di lavoro, nonché alla conformità normativa sotto il profilo ambientale, urbanistico e autorizzativo. Eventuali inesattezze o violazioni delle dichiarazioni rilasciate dal venditore comportano, in linea generale, l'attivazione di obblighi di indennizzo a suo carico, che possono essere disciplinati mediante clausole specifiche tali da delimitarne entità, durata e soglie di attivazione (cd. *cap, de minimis*, franchigia). Questo complesso meccanismo consente di riequilibrare asimmetrie informative, prevenire futuri contenziosi e rafforzare l'affidamento dell'acquirente, che può così formulare una proposta economica coerente con il profilo di rischio effettivamente assunto.

Un altro aspetto meritevole di attenzione è dato dalle modalità di pagamento del prezzo di cessione. Nel libero mercato è possibile prevedere pagamenti dilazionati, naturalmente dietro rilascio di adeguate garanzie. Le più comuni includono la riserva di proprietà (il trasferimento della titolarità avviene solo al saldo dell'ultima rata), fideiussioni, pegni o altre forme di tutela per il venditore.

Un ulteriore punto da considerare, calandosi nella prospettiva degli acquirenti, è che costoro non sempre dispongono nell'immediato della provvista finanziaria occorrente per l'acquisizione. Non è raro, infatti, che le acquisizioni vengano strutturate, almeno in parte, "a leva", ossia con ricorso al capitale di debito. Si noti che tali operazioni richiedono tempi tecnici rilevanti, in quanto comportano la predisposizione di piani finanziari, l'avvio di attività negoziali con una pluralità di soggetti finanziatori e l'attivazione di canali di raccolta fondi (*fundraising*). Va ricordato, tuttavia, che nel libero mercato, le attività citate risultano usualmente di più facile attuazione grazie alla disponibilità di tempi più dilatati e di più ampi margini di manovra.

È importante sottolineare, infine, che la platea di potenziali investitori

operanti sul libero mercato delle operazioni di M&A è piuttosto ampia e diversificata. Tra gli operatori più attivi si annoverano investitori strategici (ad esempio *competitors* nazionali o internazionali), investitori finanziari (fondi di *private equity*, *Family Office*, *Holding* di partecipazioni, *Club Deal*, ecc.), *manager* e dipendenti (in operazioni di *Management* o *Employee buy-out*), operatori di *turnaround* e altri ancora. L'accesso è sostanzialmente libero, salvo le limitazioni derivanti dalla natura e complessità dell'operazione.

All'esito della disamina appena svolta, i principali aspetti che contraddistinguono il libero mercato possono essere così riassunti:

- libertà di iniziativa e di tempistica da parte del venditore;
- ampia possibilità di promuovere l'*asset* e ricercare acquirenti (*scouting*);
- tempo sufficiente per l'attività di *due diligence*;
- presenza di strumenti contrattuali complessi (*earn-out*, *price adjustment*, garanzie varie, ecc.);
- flessibilità nei pagamenti (anche dilazionati);
- possibilità di acquisizioni "a leva" con tempi più lunghi per la raccolta fondi;
- presenza di una platea più ampia e variegata di potenziali acquirenti.

L'espressione mercato delle vendite forzate richiama, invece, situazioni in cui il trasferimento dell'entità da mettere in vendita ha carattere coattivo. In questi casi, l'operazione di cessione non scaturisce dalla libera iniziativa del venditore, bensì dall'azione di un'autorità giudiziaria, che può procedere alla vendita forzata dei beni, dopo averli espropriati, per soddisfare le pretese di soggetti creditori. Le vendite coattive, infatti, scaturiscono dall'incontro tra la volontà liberamente espressa dell'acquirente, che si aggiudica il bene, e un atto giudiziario di disposizione forzata (Pototschnig et al., 2017, p. 359). Si pensi, a questo proposito, agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza (ad esempio concordati preventivi o liquidazioni giudiziali), alle esecuzioni mobiliari o immobiliari, e in generale alle situazioni in cui il soggetto proprietario dell'*asset*, non avendo onorato i propri debiti, si trova a subire un'azione esecutiva. L'obiettivo, dunque, è realizzare valori per soddisfare i creditori secondo l'ordine delle preferenze previsto dalla legge. Ne consegue che i tempi di vendita sono piuttosto stringenti, le modalità operative della stessa risultano rigidamente disciplinate e le possibilità di svolgere una fattiva attività di promozione o di *scouting* commerciale si riducono al minimo. In molti casi, la pubblicità della vendita si limita alla pubblicazione di annunci su portali dedicati alle aste giudiziarie.

Le formule pubblicitarie sostanzialmente sono due: l'Avviso di vendita e l'Invito a presentare offerte migliorative.

L'Avviso di vendita è il documento ufficiale con cui, nell'ambito degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, gli organi della procedura comunicano pubblicamente che un'azienda, un ramo d'azienda, una

partecipazione societaria o beni materiali e immateriali disgiunti sono posti in vendita. Lo stesso strumento viene utilizzato anche dai delegati alle vendite nelle procedure esecutive mobiliari e immobiliari. L'Avviso citato, in particolare, contiene informazioni dettagliate su caratteristiche dei beni posti in vendita, modalità e termini per presentare le offerte, prezzo base e prezzo minimo, forma della vendita (quali asta telematica, offerta segreta o trattativa privata), importo della cauzione, requisiti degli offerenti, regole dell'eventuale gara tra più offerenti e ogni altra condizione vincolante. La sua funzione principale è garantire trasparenza e pubblicità al procedimento di liquidazione, nonché massimizzare il ristoro dei creditori. Con la pubblicazione dell'Avviso di vendita, in sostanza, si apre il mercato.

L'Invito a presentare offerte migliorative è, invece, il documento ufficiale con cui, dopo che la procedura ha raccolto un'offerta ritenuta congrua o, comunque, interessante per il compendio in vendita — spesso pervenuta dall'affittuario dell'azienda o da una *newco* formata da vecchi soci — gli organi della procedura sollecitano il mercato alla presentazione di offerte migliorative rispetto a quella ricevuta. Tale documento, dopo aver descritto l'offerta già acquisita, riporta in larga parte le informazioni contenute nell'Avviso sopra descritto. Consentendo ad altri potenziali offerenti di formulare proposte migliorative, l'Invito assolve anch'esso alla funzione di garantire trasparenza e pubblicità all'attività liquidatoria, al fine di garantire il miglior soddisfacimento possibile dei creditori.

Ciò premesso, un aspetto che non può essere trascurato è che spesso il tempo intercorrente tra la pubblicazione dell'Avviso o dell'Invito e la data dell'esperimento di vendita risulta piuttosto breve, solitamente non superiore a due mesi. Si tratta, a ben vedere, di orizzonti temporali oggettivamente troppo ristretti dal lato dell'offerta come da quello della domanda. La procedura venditrice, operando in condizioni di tempi forzatamente compressi oltre che di risorse finanziarie solitamente limitate, risulta oggettivamente condizionata tanto nell'attività di promozione della vendita quanto in quella di *scouting*. Ne scaturisce una domanda più debole, che ostacola la formazione di congrui prezzi di vendita. I potenziali acquirenti, da parte loro, a causa delle scadenze ravvicinate, non sono messi nelle condizioni di poter condurre una seria e approfondita *due diligence*, finalizzata a circoscrivere, per quanto possibile, le asimmetrie informative. L'effetto di tutto ciò è, nella migliore delle ipotesi, la formulazione di un'offerta "a sconto" per cautelarsi avverso rischi operativi occulti; nella peggiore, la rinuncia stessa alla presentazione di un'offerta.

Si noti, poi, che il mercato delle vendite forzate si caratterizza per un quadro operativo rigidamente predeterminato e per margini negoziali estremamente ridotti. In tale contesto, di fatto risulta impraticabile strutturare operazioni complesse o introdurre clausole contrattuali evolute, come quelle tipiche delle cessioni volontarie d'azienda sul libero mercato. La disciplina delle vendite forzate, orientata a garantire la massima trasparenza e la parità

di trattamento tra gli offerenti, di norma impone che il prezzo sia fissato in modo certo e definitivo, senza possibilità di successivi adeguamenti. Ne consegue che le parti sono costrette ad assumersi integralmente i rischi connessi ad asimmetrie informative o a eventi successivi al trasferimento, non potendo ricorrere a strumenti contrattuali di mitigazione del rischio. Questa rigidità, se da un lato salvaguarda la stabilità e la regolarità delle procedure, dall'altro limita le possibilità di bilanciamento dei rischi tipiche delle contrattazioni concluse in condizioni di piena libertà negoziale.

Nel mercato delle vendite forzate, inoltre, di norma la procedura giudiziaria non è in grado di prestare garanzie contrattuali di natura sostanziale, quali, ad esempio, la garanzia per vizi occulti e quella relativa al rispetto di specifici *standard* qualitativi o inerente alle condizioni del bene. La struttura giuridica della operazione e la natura pubblicistica della funzione svolta impongono che il trasferimento dell'entità oggetto di cessione si perfezioni "nello stato di fatto e di diritto in cui si trova", secondo il principio del "visto e piaciuto". L'acquirente, comprando a proprio rischio, non potrà invocare rimedi risarcitori, ad esempio, in caso di difformità dei beni ceduti rispetto alle normative vigenti, di passività occulte, di vizi giuridici, di contenziosi fiscali, di pendenze non rilevate o di ulteriori irregolarità non emerse al momento della vendita. Per tali ragioni, il prezzo di vendita raramente riflette il valore intrinseco del bene, finendo per incorporare un più o meno rilevante "sconto", a compensazione dei maggiori rischi assunti.

Nel contesto delle procedure concorsuali, le modalità di pagamento del prezzo di cessione sono generalmente orientate a garantire la certezza e l'immediatezza dell'incasso. Si osservi, in particolare, che nelle vendite disposte nell'ambito della liquidazione giudiziale, di norma il prezzo deve essere corrisposto integralmente e senza dilazioni, secondo le modalità stabilite nell'Avviso di vendita. Diversamente, negli strumenti di regolazione della crisi caratterizzati da una più ampia autonomia negoziale, quali ad esempio il concordato preventivo o gli accordi di ristrutturazione dei debiti, i margini di manovra appaiono maggiori, in quanto possono essere previste più agevolmente modalità di pagamento dilazionato, purché adeguatamente garantite da strumenti come la riserva di proprietà, le fideiussioni, i pegni o altre forme idonee, comunque, a tutelare l'interesse dei creditori. Preme tuttavia ricordare che, rispetto al libero mercato, nelle vendite forzate la flessibilità contrattuale risulta più compressa e condizionata dalla struttura pubblicistica delle procedure.

Si osservi infine che, sempre nel mercato delle vendite forzate, il *parterre* dei potenziali investitori è significativamente più ristretto e specializzato di quello attivo nelle operazioni di M&A sul libero mercato. Tra i principali operatori si possono annoverare gli investitori industriali, interessati ad acquisizioni strategiche a valori ribassati, i fondi specializzati in *turnaround*, che puntano alla ristrutturazione e al rilancio dell'azienda, e i fondi specializzati in *distressed asset*, più focalizzati sull'acquisto a sconto e sulla valo-

rizzazione di singoli *asset* o gruppi di *asset*. La presenza di investitori finanziari tradizionali, quali ad esempio i fondi di *private equity*, è invece molto limitata, in ragione delle peculiarità e dei rischi insiti nelle procedure giudiziarie.

In estrema sintesi, i principali caratteri del mercato delle vendite forzate sono:

- costrizione alla vendita imposta da procedura giudiziaria;
- tempi estremamente ridotti per la promozione e la vendita delle entità da dismettere;
- pubblicità limitata solitamente all’Avviso di vendita o all’Invito a presentare offerte migliorative;
- impossibilità di rilascio di garanzie contrattuali (clausola “visto e piaciuto”);
- assenza o forte limitazione della *due diligence*;
- difficoltà nell’ottenere finanziamenti da parte dei potenziali acquirenti nei tempi previsti;
- richiesta di pagamento “a pronti”, con più rari casi di pagamento a dilazione;
- presenza di operatori specializzati, spesso operanti con atteggiamento opportunistico, attratti da forti sconti.

Si può concludere, in definitiva, che il valutatore incaricato di una stima — sia essa in ambito giudiziale o stragiudiziale — non può prescindere dall’identificazione del mercato effettivo di dismissione dell’azienda, del ramo d’azienda, delle partecipazioni societarie o di altri *asset* oggetto di valutazione. La valutazione deve necessariamente tenere conto del contesto di mercato in cui avverrà la cessione, poiché da esso derivano opportunità e vincoli che incidono direttamente sul valore da stimare. Ad ogni forma di mercato corrispondono, infatti, configurazioni di valore diverse. Il rischio in cui incorre l’esperto è di applicare un’architettura valutativa pensata per il libero mercato a un contesto di vendita forzata, ossia di commettere un errore metodologico grave che può compromettere la validità stessa della stima. Meno verosimile, per contro, appare il caso contrario. Una valutazione diligente e razionale richiede, in definitiva, l’analisi approfondita del mercato di disinvestimento e, ove necessario, l’applicazione nel processo di stima di correttivi appropriati per riflettere le specifiche condizioni negoziali del mercato stesso.

3.2. Dal “valore di mercato” al “valore di vendita forzata”: il correttivo dello “sconto per vendita forzata”.

I *Principi Italiani di Valutazione* (PIV), non diversamente dagli *International Valuation Standards* (IVS) ⁽¹⁵⁾, definiscono il valore di mercato come di seguito indicato ⁽¹⁶⁾:

⁽¹⁵⁾ Cfr., IVS 102, 2024, par. 10.01.

⁽¹⁶⁾ Si noti, per altro, che la configurazione del valore di mercato è quella a cui l’esperto

“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)” (OIV, *Principi Italiani di Valutazione*, I.6.3).

È dunque pacifico che, nella stima del valore di mercato, l’esperto di valutazione debba fare riferimento alle condizioni negoziali esistenti sul libero mercato.

Nel caso delle vendite forzate, è evidente che di norma le ipotesi alla base del valore di mercato sopra richiamate vengono meno, sia pure in misura diversa, per le ragioni ampiamente descritte nel paragrafo precedente, a cui si rinvia. Sono aspetti con cui il valutatore incaricato di effettuare una stima di complessi aziendali, partecipazioni o beni disgiunti da collocare sul mercato delle vendite forzate dovrà necessariamente confrontarsi in sede di definizione del proprio impianto valutativo, per scongiurare eventuali errori di stima. Va sottolineato, al riguardo, che il mercato anzidetto richiede frequentemente l’applicazione di un’apposita configurazione di valore, diversa dal valore di mercato, che è quella del valore di vendita forzata⁽¹⁷⁾ ⁽¹⁸⁾. È proprio nella stima di quest’ultimo valore che si presenta la necessità di introdurre lo sconto per vendita forzata⁽¹⁹⁾. Nella prassi, infatti, il valore di liquidazione

fa usualmente riferimento nella stima di complessi aziendali o partecipazioni societarie oggetto di cessione.

⁽¹⁷⁾ Non è un caso che, fin dal lontano 1994, nel decidere in merito a una delicata questione fallimentare, Antonin Scalia — storico giudice della Corte Suprema degli Stati Uniti dal 1986 fino alla sua scomparsa avvenuta nel 2016 — riportava in una propria sentenza, come ampiamente noto nel mondo legale statunitense, quanto segue: “... market value, as it is commonly understood, has no applicability in the forced-sale context; indeed, it is the very antithesis of forced-sale value” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES, *BFP v. Resolution Trust Corporation*, No. 92-1370, 1994).

⁽¹⁸⁾ “Nei casi di vendite realizzate rapidamente, per le quali non ci si sia stato il tempo di un’adeguata pubblicità, o viceversa la possibilità di un’adeguata due diligence da parte dei potenziali acquirenti, o ancora l’assenza di garanzie da parte del venditore sullo stato dell’attività, è inevitabile dover riconoscere uno sconto a fronte dei rischi che si accolla l’acquirente” (M. BINI, “La valutazione d’azienda a fini di una liquidazione forzata in asta”, *La Valutazione delle Aziende*, luglio 2020, p. 2).

⁽¹⁹⁾ Lo “sconto per vendita forzata” misura, in sostanza, la perdita di valore aziendale in sede di disinvestimento dovuta alle “imperfezioni” che caratterizzano il “mercato delle vendite forzate”, quali, ad esempio, la mancanza di tempo per individuare il miglior offerente, la debolezza contrattuale del venditore, la più ristretta platea di potenziali acquirenti, la percezione di un più elevato rischio da parte dei compratori e altri fattori analoghi, descritti in precedenza (v. par. 3.1). Ben diverso è il concetto di “sconto per liquidazione atomistica” (o “sconto per liquidazione separata degli *asset*”), che viene talvolta richiamato in modo implicito — soprattutto con finalità espositive o illustrative — per rappresentare la perdita di valore associata al passaggio da una situazione di continuità aziendale a una situazione di cessazione dell’attività e di disgregazione del complesso aziendale. Al riguardo, è opportuno precisare che, nella prassi valutativa, tale sconto non è applicato come correttivo da apportare a un ipotetico valore in continuità (piena o condizionata) per stimare il valore in liquidazione. Ciò in quanto il valore di liquidazione atomistica è oggetto di stima diretta, effettuata adottando criteri specifici di tipo liquidatorio, fondati su valori correnti di realizzo, tenendo conto della concreta

forzata usualmente si ottiene sottraendo il citato sconto da un valore base previamente stimato. Tale valore base coincide, secondo i casi, con:

- il valore di mercato in ipotesi di *going concern* (aziende sane);
- il valore di mercato in condizioni di *going concern* condizionato (aziende in crisi);
- il valore di mercato dei singoli *asset* in ipotesi di liquidazione atomistica (aziende in dissesto).

Il procedimento può essere sintetizzato nella seguente formula:

$$W_{LF} = W_B x (1 - SVF)$$

dove:

- W_{LF} = valore di vendita forzata;
- W_B = valore base (nelle diverse configurazioni possibili);
- SVF = sconto per vendita forzata (se applicabile).

A questo punto, si rendono opportune due distinte osservazioni: l'una avente a oggetto la configurazione del valore base, l'altra concernente la stima dello sconto per vendita forzata applicabile al caso specifico.

Sul primo punto, si osserva come la configurazione del valore base muti in funzione dello stato di salute dell'azienda oggetto di valutazione. L'esperto incaricato della stima del valore di vendita forzata dovrà, pertanto, individuare in via preliminare la configurazione idonea alle peculiari condizioni aziendali.

Circa il secondo punto, è opportuno sottolineare che la stima della misura dello sconto rappresenta un tema particolarmente delicato, oltre che caratterizzato da ampi margini di incertezza. Appare logico ritenere, tuttavia, che tale stima debba essere esente da automatismi, fondandosi invece su un approccio strettamente situazionale, considerato che la misura dello sconto dipende — come si potrà desumere dai dati successivamente esposti — dalle specifiche condizioni negoziali che connotano l'attività di disinvestimento. Da notare, peraltro, che il ristretto numero di ricerche teoriche ed empiriche disponibili sull'argomento, purtroppo, non facilita il compito degli esperti incaricati della stima ⁽²⁰⁾.

Un nostro studio, pubblicato nel 2021, si è posto l'obiettivo di fornire un contributo conoscitivo in merito alla presenza e all'entità dello sconto per vendita forzata nelle cessioni di aziende e rami d'azienda effettuate in procedure concorsuali sul mercato italiano (GONNELLA e TALARICO, 2021). A tal fine, si è analizzato un campione di 74 transazioni selezionate da un *dataset* iniziale ben più ampio. Per ogni caso esaminato, è stato effettuato un con-

recuperabilità degli attivi, dei costi di dismissione, degli oneri fiscali latenti e degli eventuali vincoli giuridici o contrattuali.

⁽²⁰⁾ Per una *review* della letteratura sull'argomento si può leggere: E. GONNELLA e L. TALARICO, *Lo "sconto per vendita forzata" nella cessione di aziende in ambito fallimentare: prime riflessioni*, in M. ROMANO, *Premi e sconti nella valutazione delle aziende*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, pp. 249-255.

fronto tra il valore stimato dall'esperto incaricato della valutazione (ai sensi dell'art. 107 L.F., oggi sostituito dall'art. 216 del CCII) e il prezzo effettivo di aggiudicazione.

I risultati ottenuti hanno evidenziato che, nel 39,19% dei casi, il prezzo di aggiudicazione è risultato pari al valore di stima, mentre nel restante 60,81% è emersa la presenza di uno sconto per vendita forzata, con un valore medio pari al 41,77%, una mediana pari al 40,14%, un valore minimo dello 0,39% e un valore massimo dell'89,93%. Non sono, invece, emersi casi di aggiudicazione a premio.

I dati sopra riportati, in sintesi, hanno posto in evidenza che:

1) i complessi aziendali non sempre sono stati aggiudicati a sconto, anzi non di rado il prezzo di aggiudicazione è coinciso con il valore stimato dall'esperto;

2) nel caso di complessi aziendali aggiudicati a sconto, la misura di questo ha denotato una significativa variabilità ⁽²¹⁾.

Le considerazioni sopra esposte sollevano interrogativi circa le implicazioni operative per gli esperti valutatori incaricati dagli organi della procedura di stimare il valore di vendita forzata.

Operando a stretto contatto con gli organi delle procedure (commissari giudiziali, commissari liquidatori, curatori delle liquidazioni giudiziali, delegati alle vendite, ecc.), gli esperti valutatori devono analizzare, caso per caso, se sussista la concreta possibilità di un'aggiudicazione al valore di stima oppure la necessità di applicare uno sconto per vendita forzata. In tale ultima eventualità, essi saranno chiamati a stimare l'entità di tale sconto, esaminando una pluralità di elementi di giudizio, tra i quali:

- l'offerta sul mercato di aziende similari;
- la platea degli investitori potenzialmente interessati a rilevare l'azienda, il ramo d'azienda o la partecipazione societaria;
- la presenza di un affitto d'azienda (o di ramo d'azienda);
- la presenza di un esercizio provvisorio;
- i tempi a disposizione dei potenziali acquirenti per l'attività di *due diligence*;
- la presenza di manifestazioni di interesse per l'acquisto del complesso aziendale o delle partecipazioni;
- la presenza di offerte di acquisto (vincolanti o non vincolanti) del complesso aziendale o delle partecipazioni;
- la presenza di garanzie rilasciate sulle offerte irrevocabili di acquisto;
- il presumibile orizzonte temporale della vendita;

⁽²¹⁾ La ricerca ha messo in evidenza anche che la misura dello sconto è condizionata da fattori quali la natura del complesso aziendale (azienda o ramo d'azienda), il settore economico di riferimento (commercio, industria, servizi), il tipo di procedura concorsuale (concordati preventivi o fallimenti), l'entità del valore del complesso aziendale e il numero di esperimenti di vendita all'asta (E. GONNELLA e L. TALARICO, *Sconto per vendita forzata*, cit., pp. 276-285).

— altri fattori specifici di “appetibilità” (ad esempio immobiliari, industriali, commerciali).

Alla luce delle considerazioni svolte, risulta evidente come il compito affidato agli esperti valutatori sia di particolare complessità, giacché richiede il superamento di ogni automatismo applicativo. Non è, infatti, logico ricorrere a percentuali standardizzate in contesti valutativi eterogenei. È invece necessario formulare, di volta in volta, un giudizio motivato, che trovi fondamento nell’analisi di un adeguato sistema informativo, calibrato sulle caratteristiche peculiari di ciascun disinvestimento.

4. Un quadro d’insieme: la matrice stato di salute aziendale/mercato di disinvestimento.

L’incrocio tra due fondamentali *driver* del valore, quali lo stato di salute aziendale e il mercato di disinvestimento, genera sei possibili scenari fattuali alternativi. In particolare, si possono distinguere i seguenti casi:

- 1) aziende (o rami d’azienda o partecipazioni societarie) in salute cedute sul libero mercato;
- 2) aziende in salute cedute sul mercato delle vendite forzate;
- 3) aziende in crisi cedute sul libero mercato;
- 4) aziende in crisi cedute sul mercato delle vendite forzate;
- 5) aziende in dissesto cedute sul libero mercato;
- 6) aziende in dissesto cedute sul mercato delle vendite forzate.

Nel primo scenario, si è di fronte a un’azienda sana ceduta sul libero mercato. È la situazione più lineare e studiata dalla manualistica tradizionale di valutazione aziendale. In questo contesto, si presume che l’azienda sia in continuità operativa, con solidi fondamentali economici, finanziari e patrimoniali. La dismissione avviene senza vincoli particolari né in condizioni di urgenza: si tratta tipicamente di un’operazione di trasferimento volontario, in cui acquirente e venditore agiscono liberamente secondo le logiche del libero mercato. In tale contesto, si applicano i metodi tradizionali di valutazione — come il *Discounted Cash Flow* (DCF), i multipli di mercato e metodologie affini — che stimano il valore dell’azienda in condizioni ordinarie, senza necessità di rettifiche legate alla modalità di disinvestimento. Si pensi, al riguardo, a operazioni di M&A tradizionali, realizzate nell’ambito di una strategia di *exit* programmata, quali la cessione volontaria di aziende o rami d’azienda profittevoli o di partecipazioni societarie redditizie, in favore di investitori operativi (come *competitor* o *manager*) oppure di investitori finanziari (quali fondi di *private equity* o *family office*).

Il secondo scenario riguarda anch’esso complessi aziendali sani, ma ceduti nell’ambito del mercato delle vendite forzate. È importante sottolineare che la presenza di una procedura giudiziaria non implica automaticamente situazioni di crisi o di dissesto aziendale. Vero è, tuttavia, che il

contesto in cui avviene la dismissione appare alterato: le vendite hanno luogo, spesso, con tempistiche ristrette, tramite procedure competitive, in un mercato affetto da “imperfezioni”. In questi casi, pur restando validi i metodi tradizionali di valutazione, è necessario introdurre uno sconto per vendita forzata, a rettifica del valore base, per riflettere l’effettiva dinamica di mercato e l’impatto della situazione coercitiva sulla formazione del prezzo. A titolo di esempio, si possono richiamare i casi di vendita giudiziaria di rami d’azienda redditizi — in esercizio provvisorio o concessi in affitto — o di partecipazioni in società profittevoli, gli uni e le altre appartenenti a società o imprenditori individuali sottoposti a liquidazione giudiziale, nonché di azioni o quote societarie pignorate a carico di un socio debitore.

Il terzo scenario riguarda la vendita sul libero mercato di complessi aziendali in condizioni di crisi. In tali situazioni, i metodi di valutazione tradizionali risultano inadeguati, poiché fondati sull’assunzione di una piena continuità aziendale. È, quindi, necessario adottare metodologie specifiche per le aziende in crisi, come il *Modified Discounted Cash Flow* (MDCF) o metodi analoghi, che tengono conto della probabilità di sopravvivenza dell’azienda, ossia di effettivo superamento della fase di crisi e ritorno alla piena continuità. Nella stima non si applica, invece, lo sconto per vendita forzata, poiché la vendita avviene sul libero mercato. Questo scenario si riscontra, ad esempio, nelle cessioni di aziende in difficoltà mediante trattativa privata, in contesti di operazioni di *turnaround*, di *distressed M&A* o di *Management Buy-Out*, al di fuori delle procedure concorsuali. Si pensi, inoltre, alle dismissioni di aziende, rami d’azienda o partecipazioni societarie realizzate nell’ambito degli strumenti di regolazione della crisi di impresa, quali la Composizione Negoziata della Crisi d’Impresa, il Piano Attestato di Risanamento ex art. 56 CCII e l’Accordo di Ristrutturazione dei Debiti ex art. 57 CCII⁽²²⁾.

Nel quarto scenario si è di fronte a un’azienda in crisi ceduta nel mercato delle vendite forzate. L’azienda non soltanto presenta problemi gravi di natura economica, finanziaria e patrimoniale, ma appare anche penalizzata dal processo di dismissione che avviene in un mercato non ordinario. La valutazione, in questi casi, risulta estremamente complessa e richiede l’applicazione congiunta di metodi idonei per la stima di aziende in crisi — che incorporano la probabilità di sopravvivenza — e, eventualmente, di uno sconto per vendita forzata, da applicarsi secondo la specifica dinamica negoziale della cessione. Gli esempi riconducibili a questo scenario includono la

⁽²²⁾ Si noti, però, che, se nell’ambito degli strumenti di regolazione della crisi di impresa sopra ricordati la dismissione avvenisse in condizioni di estrema urgenza, con trattative condizionate e una posizione negoziale molto debole, si potrebbe sfiorare il quarto scenario (azienda in crisi nel mercato delle vendite forzate), ma senza mai entrarvi pienamente, perché nei casi indicati non c’è coercizione. Da domandarsi, tuttavia, se in simili circostanze non sia il caso di applicare comunque uno sconto. È quello che più propriamente può definirsi “sconto per vendita accelerata”, che si applica quando, operando nel libero mercato, l’urgenza e le condizioni critiche dell’azienda impongono una dismissione rapida, con effetti depressivi sul prezzo.

vendita di aziende, rami d'azienda o partecipazioni nell'ambito di concordati preventivi, sia in continuità (diretta o indiretta) sia liquidatori, nonché la vendita di aziende da parte di società sottoposte ad amministrazione straordinaria. Vi rientra, tra l'altro, anche la liquidazione giudiziale (ad esempio quando si chiude con un concordato in seno alla procedura), quando la proposta concordataria prevede la vendita in blocco dell'azienda o di rami d'azienda. In tutti questi casi, la normativa prevede il ricorso al mercato delle vendite forzate, sia pure mediante l'adozione di procedure competitive ⁽²³⁾, che dovrebbero garantire trasparenza, pubblicità e massimizzazione del valore di realizzo, ma che, non di rado, non permettono di raggiungere tali obiettivi.

Nel quinto scenario si è di fronte a un'azienda in dissesto ceduta sul libero mercato. Il complesso aziendale presenta gravi squilibri di natura economica, finanziaria e patrimoniale, tali da compromettere in modo irreversibile la continuità aziendale. La dismissione non avviene, tuttavia, nell'ambito di una procedura concorsuale, ma è gestita direttamente dagli organi societari o dall'imprenditore individuale, spesso nel tentativo di massimizzare i realizzi e scongiurare l'apertura di una liquidazione giudiziale. In tale contesto, venendo meno ogni ipotesi di continuità operativa, la valutazione assume natura strettamente atomistica, poiché basata sull'ipotesi di scomposizione dell'azienda e sulla stima del valore individuale di ciascun bene cedibile. I metodi da adottare sono, pertanto, quelli patrimoniali di tipo liquidatorio, finalizzati alla determinazione del valore netto di liquidazione. Va tuttavia precisato che, trattandosi di una cessione effettuata sul libero mercato, non appare appropriato applicare uno sconto per vendita forzata. È questo il caso della liquidazione volontaria, ovvero il procedimento con cui una società viene sciolta e i suoi beni sono realizzati per soddisfare i debiti e distribuire l'eventuale residuo attivo ai soci ⁽²⁴⁾.

Il sesto scenario è quello tipico di un'azienda in dissesto ceduta nel mercato delle vendite forzate. La formazione aziendale ha cessato, o sta cessando, l'attività produttiva ed è ormai irrimediabilmente priva di continuità operativa e di valore sistemico. In questo contesto, la valutazione perde ogni riferimento alla funzionalità aziendale per assumere natura puramente atomistica e liquidatoria, essendo finalizzata esclusivamente alla ricerca del valore di realizzo dei singoli *asset*, peraltro da dismettere in tempi brevi

⁽²³⁾ Tali obblighi derivano, in particolare, per il concordato preventivo dall'art. 84, comma 4, del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (CCII), mentre per l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi dall'art. 63 del D.Lgs. 270/1999 e dall'art. 4 del D.Lgs. 347/2003 ("Prodi-bis").

⁽²⁴⁾ Merita aggiungere che, qualora l'operazione di liquidazione non potesse essere adeguatamente pianificata e la società non potesse disporre di un sufficiente periodo di commercializzazione degli *asset*, tale da consentirne la vendita a condizioni di mercato ordinarie, l'esperto dovrebbe considerare la possibile applicazione di uno "sconto per vendita accelerata". Non va tuttavia trascurato che, in assenza di ricerche empiriche e di dati affidabili sullo sconto in parola, la sua stima risulta inevitabilmente affetta da un significativo grado di soggettività.

mediante procedure competitive (ad esempio, aste giudiziarie). Il criterio da adottare è, ovviamente, quello del valore di liquidazione netto. A ciò si aggiunga che, salvo rare eccezioni, è necessario applicare lo sconto per vendita forzata, per le ragioni già illustrate. Le evidenze empiriche confermano, anzi, che proprio questa è la situazione in cui tale sconto viene adottato con maggiore frequenza. La fattispecie di riferimento è quella della liquidazione giudiziale — anche quando si conclude con un concordato — nei casi di vendita atomistica all’asta dei beni aziendali.

I sei scenari appena descritti possono essere efficacemente rappresentati in una matrice che incrocia le due determinanti del valore analizzate nel presente scritto: lo stato di salute aziendale e le modalità di disinvestimento. Ne deriva una griglia interpretativa utile a orientare l’esperto nella scelta dell’impianto valutativo più adeguato alla situazione concreta. Si veda la Fig. 1.

FIGURA 1 - Matrice stato di salute aziendale/mercato di dismissione

	LIBERO MERCATO	MERCATO DELLE VENDITE FORZATE
AZIENDE SANE (o rami aziendali o partecipazioni)	Metodi tradizionali	Metodi tradizionali e “sconto per vendita forzata” (eventuale)
AZIENDE IN CRISI (o rami aziendali o partecipazioni)	Metodi specifici per aziende in crisi	Metodi specifici per aziende in crisi e “sconto per vendita forzata” (eventuale)
AZIENDE IN DISSESTO (o rami aziendali o partecipazioni)	Metodi specifici per aziende in dissesto	Metodi specifici per aziende in dissesto e “sconto per vendita forzata” (eventuale)

Fonte: Elaborazione propria.

La distinzione tra i sei scenari sopra individuati non ha carattere meramente descrittivo, ma riveste un ruolo operativo essenziale. Ogni configurazione richiede, infatti, l’applicazione di criteri logici e metodologici specifici, strettamente aderenti alla natura dello stato di salute aziendale e alle condizioni di mercato in cui si colloca la dismissione. Una corretta impostazione valutativa presuppone, dunque, un rigoroso inquadramento preliminare del contesto, al fine di elaborare stime che risultino tecnicamente fondate, realistiche e funzionali agli obiettivi conoscitivi perseguiti.

5. Conclusioni.

L’analisi condotta ha evidenziato come l’attività di valutazione d’azienda richieda una preliminare e imprescindibile analisi di due variabili fondamentali: lo stato di salute dell’azienda (sana, in crisi o in dissesto) e il mercato in

cui avviene il disinvestimento (libero o forzato). L'incrocio sistematico di questi due *driver* del valore genera sei distinti scenari, ciascuno caratterizzato da una specifica combinazione di logiche e metodi di valutazione.

Gli scenari suddetti coprono un ampio spettro, che va dal caso dell'azienda sana ceduta sul libero mercato, dove la stima può fondarsi su modelli valutativi tradizionali (come il DCF o i multipli) senza applicazione di sconti, fino alla situazione estrema dell'azienda in dissesto ceduta nel mercato delle vendite forzate, in cui la valutazione perde ogni dimensione unitaria e si riduce a una stima atomistica, centrata sui valori di realizzo delle singole attività, usualmente corretti al ribasso mediante lo sconto per vendita forzata, applicato per riflettere le condizioni anomale del mercato di riferimento. Tra questi due poli estremi si collocano scenari ibridi, caratterizzati da differenti gradi di continuità aziendale e da specifici vincoli di mercato, che richiedono all'esperto valutatore un elevato discernimento professionale, una spiccata capacità di adattamento e un rigoroso approccio interpretativo.

Risulta evidente, in conclusione, che la scelta dell'impianto valutativo non può essere frutto di automatismi, né può basarsi esclusivamente su modelli standardizzati. Essa richiede, al contrario, un giudizio professionale fondato su un'analisi contestuale e multidimensionale, capace di cogliere le caratteristiche distintive della situazione concreta. Solo una tale impostazione può restituire una valutazione attendibile, tecnicamente solida e realmente utile ai fini decisionali, soprattutto in contesti — sempre più frequenti — segnati da instabilità aziendale e vincoli di dismissione anomali.

Bibliografia

- BINI M., “Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese”, *La Valutazione delle Aziende*, luglio 2019.
- BINI M., “La valutazione d'azienda a fini di una liquidazione forzata in asta”, *La Valutazione delle Aziende*, luglio 2020.
- BINI M., “Gli aspetti valutativi critici delle aziende in crisi”, in *La valutazione delle aziende in crisi*, Convegno OIV, Milano, 14 aprile 2025, pp. 24-25. <https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2025/04/Relazione-Bini-OIV-14-aprile-.pdf>
- CORTICELLI R., *La crescita dell'azienda. Ordine ed equilibrio nell'unità produttiva*, II ed., Giuffrè, Milano, 1998.
- DAMODARAN A., *The Dark Side of Valuation. Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, Third Edition, Pearson Education, London, 2018.
- GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria. Le aziende agricole*, Vol. I, Corsi, Pisa, 1960.
- GONNELLA E. e TALARICO L., *Lo “sconto per vendita forzata” nella cessione di aziende in ambito fallimentare: prime riflessioni*, in M. ROMANO, *Premi e sconti nella valutazione delle aziende*, Giuffrè Francis & Taylor, Milano, 2021.
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL (IVSC), *International Valuation Standards*, IVSC, London, 2024.

- ONESTI T. e ROMANO M., *Le problematiche valutative delle aziende in crisi*, in G. LIBERATORE, A. AMADUZZI, E. COMUZZI, O. FERRARO, *La valutazione delle aziende in crisi*, Giuffrè, Milano, 2014.
- ONIDA P., *Economia d'azienda*, III ed., Utet, Torino, 1990.
- ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *PIV Principi Italiani di Valutazione 2015*, Egea, Milano, 2015.
- POTOTSCHNIG P., MARELLI F., CIMETTI M. (ed.), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2017.
- ROTHBARD M.N., *Free Market*, in *The Fortune Encyclopaedia of Economics*, D. HENDERSON (a cura di), Warner Books, New York, 1993.
- S&P GLOBAL, *Default, Transition, and Recovery: 2024 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study*, 27 March 2025.
- SUPREME COURT OF THE UNITED STATES, *BFP v. Resolution Trust Corporation*, No. 92-1370, 1994.
- ZANDA G., *Fondamenti di Economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 2015.
- ZANDA G., LACCHINI M. e ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, VI ed., Giappichelli, Torino, 2013.
- ZANDA G., ORICCHIO G. e SOLIMENE S., "La stima della durata della vita delle imprese alla luce delle evidenze degli ultimi 90 anni", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 2010, n. 5/6.

CORPORATE GOVERNANCE

ATTUALITÀ

ESMA: le nuove priorità di vigilanza nelle rendicontazioni 2025

Sono state pubblicate le priorità europee di vigilanza (*European common enforcement priorities*, Ecep) in un public statement dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (Esma). Tali priorità riguardano il *reporting* finanziario e di sostenibilità nonché la rendicontazione nel formato elettronico (Esef).

L'Esma invita emittenti, revisori e organi di controllo a mantenere elevati standard di qualità nella rendicontazione societaria, garantendo coerenza, trasparenza e conformità alle normative di riferimento.

Le priorità di *enforcement* per il 2025 relative ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali riguardano l'informativa su rischi e incertezze geopolitiche e settori operativi (cd. *segment reporting*).

Le priorità in materia di informazioni di sostenibilità sono riferite alle valutazioni di materialità e al perimetro e la struttura della rendicontazione di sostenibilità.

Per quanto riguarda le rendicontazioni predisposte in formato Esef, l'Esma evidenzia come priorità di vigilanza il contrasto agli errori più comuni nelle presentazioni Esef riguardanti il rendiconto finanziario.

Sono presenti, inoltre, raccomandazioni di carattere generale che riguardano: la coerenza tra l'informativa finanziaria ed il reporting di sostenibilità, le recenti modifiche apportate ad alcuni Ifrs, l'entrata in vigore a partire dal 1° gennaio 2027 dell'Ifrs 18 ed alcune considerazioni sugli Indicatori Alternativi di Performance (Apm).

In parallelo alle Ecep 2025, l'Esma ha pubblicato un esercizio di raccolta dati riguardante le pratiche di rendicontazione di sostenibilità aziendale 2024 adottate dagli emittenti europei in base al primo insieme degli European Sustainability Reporting Standards (Esrs Set 1). L'analisi si concentra sulle informazioni relative al processo di valutazione della doppia materialità e ai suoi risultati, con l'obiettivo di orientare le priorità di vigilanza e i futuri miglioramenti normativi.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.esma.europa.eu>

pa.eu/document/2025-ecep-package

* * *

CONSOB: Lista del CDA - via libera alle modifiche regolamentari

Via libera della Consob alle modifiche del Regolamento Emittenti (delibera n. 23725 del 29 ottobre 2025 — Relazione illustrativa sugli esiti della seconda consultazione) in materia di presentazione di liste da parte dei Consigli di amministrazione uscenti, in attuazione delle norme del Testo unico della finanza (Tuf) introdotte dalla Legge Capitali. Le modifiche regolamentari sono state adottate al termine di un processo decisionale passato attraverso due fasi di consultazione con il mercato. La seconda consultazione, come la prima, ha registrato un forte interesse degli operatori. Alla luce dell'esigenza emersa di chiarire la portata e l'ambito della delega regolamentare demandata dal TUF all'Autorità solo in termini generali, la Consob ha acquisito un parere interpretativo dal Consiglio di Stato. All'esito dell'iter descritto, il Regolamento Emittenti interviene, in particolare, sulla seconda votazione sui singoli candidati richiesta qualora la lista del Consiglio di amministrazione abbia ottenuto nella prima votazione il maggior numero di voti, nonché interviene sulla ripartizione dei posti in consiglio di competenza delle minoranze nel caso previsto all'art. 147-ter.1, comma 3, lett. b) del Tuf

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/-/delibera-n-23725>

* * *

Financial Reporting Council (FRC): pubblicato aggiornamento su remunerazione amministratori non-esecutivi

Nella sua regolare attività di aggiornamento alla guida di supporto al UK Corporate Governance Code 2024, il Financial Reporting Council (FRC) ha pubblicato un aggiornamento relativo alla remunerazione degli amministratori non — esecutivi. Tale guida non modifica i contenuti ma intende chiarire che Questa guida non modifica il Codice di Corporate Governance del Regno Unito in sé, ma chiarisce che il principio esistente “Comply or Explain” offre alle società la flessibilità di strutturare la remunerazione NED.

L'aggiornamento fornisce chiarimenti su come le società possono strutturare la remunerazione dei NED, riconoscendo che le aziende possono incoraggiare gli amministratori non esecutivi a creare partecipazioni azionarie personali per favorire l'allineamento con gli azionisti e rafforzare l'impe-

gno a lungo termine, sottolineando al contempo che qualsiasi approccio deve essere adattato alle circostanze specifiche di ciascuna azienda.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/corporate-governance/corporate-governance-code-guidance/#non-executive-directors-remuneration-adde7416>

* * *

Consiglio dei Ministri: approvato uno schema di decreto legislativo per la Riforma del TUF

Il Consiglio dei Ministri, in attuazione della delega conferita dall'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali), ha approvato in via preliminare uno schema di decreto legislativo (lo "Schema di Decreto") volto a riformare in modo organico la disciplina dei mercati dei capitali contenuta nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il "TUF").

Il testo dello Schema del Decreto è stato assegnato alle Camere affinché su di esso sia espresso il parere delle competenti Commissioni Parlamentari (come indicato nella delega). L'approvazione definitiva del testo è prevista entro i primi mesi del 2026. La riforma al TUF mira a rafforzare la competitività del sistema finanziario italiano con una complessiva semplificazione e razionalizzazione della normativa in materia di mercati dei capitali nell'ottica di renderli più attrattivi, intervenendo, tra l'altro, sugli obblighi informativi, sulle modalità di partecipazione e voto in assemblea e su altri elementi della *governance* degli emittenti quotati.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://documenti.camera.it/Leg19/Dossier/Pdf/FI0144.Pdf>

* * *

Comitato Corporate Governance: approvata la relazione annuale 2025

Il Comitato ha approvato la sua quattordicesima Relazione Annuale contenente il tredicesimo Rapporto sull'applicazione del Codice di Corporate Governance e ha inviato la propria lettera annuale alle società quotate, dove vengono formulate le specifiche raccomandazioni volte a rafforzare le prassi e favorire l'applicazione del Codice di Corporate Governance.

La Lettera 2025 indirizzata ai presidenti degli organi amministrativi delle società quotate italiane, si concentra su due ambiti che il Comitato ritiene particolarmente sensibili: da un lato, la qualità e la misurabilità delle politiche di remunerazione; dall'altro, lo sviluppo di una *governance* del

dialogo con gli *stakeholder* diversi dagli azionisti, in un contesto profondamente influenzato dall'evoluzione della disciplina europea sulla sostenibilità.

Pur rivolgendosi formalmente alle società quotate, le riflessioni contenute nella Lettera assumono una portata più ampia e offrono spunti di grande interesse anche per le piccole e medie imprese, soprattutto se lette alla luce del principio di proporzionalità che permea l'intero Codice di Corporate Governance.

Maggiori informazioni si possono reperire ai seguenti indirizzi:

— <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/relazione2025.pdf>

— <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/lettera2025.pdf>

* * *

Assonime: pubblicato il Report on Corporate Governance in Italy - the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2025)

L'indagine 2025 copre le 185 società italiane, quotate al 31 dicembre 2024 sul mercato regolamentato (EXM) gestito da Borsa Italiana.

Il Note e Studi si fonda sull'analisi delle Relazioni sul governo societario e delle Relazioni per la remunerazione delle società quotate fornendo un benchmark dettagliato sull'applicazione delle principali raccomandazioni del Codice di Corporate Governance e sulla qualità dell'*explain* fornito in caso di *non-compliance*.

Alcuni mirati approfondimenti si basano inoltre sull'esame degli orientamenti del *board* uscente, pubblicati in vista della stagione assembleare 2025, e sulle relazioni illustrative pubblicate dal 2020 al 2025 a sostegno della introduzione del voto maggiorato, ordinario e rafforzato.

Il Note e Studi include, come di consueto, due analisi sintetiche della *governance*:

— il *Corporate Governance Grade* che rileva il grado di adesione alle principali *best practice* del Codice e fornisce una visione dinamica dell'evoluzione della *corporate governance*;

— il *Sustainability Governance Grade* che misura il grado di sviluppo della *governance* di sostenibilità, considerando il grado di coinvolgimento del *board* nelle valutazioni e nelle decisioni riconducibili al perseguimento del successo sostenibile.

Maggiori informazioni si possono reperire ai seguenti indirizzi:

— https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/Interventi%201-2026.pdf

— https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%201-2026.pdf

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

MASSIME (*)

Società — Società di capitali — Società per azioni — (Nozione, caratteri, distinzioni) — Organi sociali — Amministratori — Responsabilità — In genere Responsabilità solidale dei soci ex art. 2476, comma 8, c.c. — Presupposti — Modalità di ingerenza — Condotte riservate per legge ai soci — Esclusione — Limiti.

In tema di società a responsabilità limitata, atteso che la responsabilità prevista dall'art. 2476, comma 8, c.c. presuppone un'effettiva influenza da parte dei soci sull'attività gestoria in uno dei modi che la legge stessa menziona, sia pure non soltanto nelle sedi ufficialmente deputate alla manifestazione della loro volontà, di talché al socio possa imputarsi un diretto coinvolgimento nell'assunzione delle scelte gestionali pregiudizievoli da parte degli amministratori, non rientrano nell'ambito applicativo della predetta norma le condotte che sono per legge inderogabilmente riservate agli stessi soci ed esulano dalla competenza decisoria degli amministratori, a meno che l'ingerenza dei soci non si eserciti determinando gli amministratori al compimento degli atti esecutivi conseguenti all'adozione della relativa decisione.

Cass. Civ., Sez. I, Ord. 1 agosto 2025, n. 22169 - Pres. M. Ferro - Rel. A. Pazzi

* * *

Società — Società di capitali — Società per azioni — (Nozione, caratteri, distinzioni) — Organi sociali — Collegio sindacale — Responsabilità — Azione di Responsabilità — Responsabilità dei sindaci — Natura — Elementi costitutivi — Onere della prova — Oggetto.

La fattispecie di responsabilità dei sindaci per omessa vigilanza, atteg-

(*) A cura di Isabella Maffezzoni.

giandosi come un'ipotesi di concorso nel fatto illecito altrui, richiede la prova da parte dell'attore dell'inosservanza dei doveri di controllo, del danno derivante dalla condotta illecita dell'amministratore e del nesso causale, che può ritenersi dimostrato se, in base a un giudizio controfattuale ipotetico, l'adempimento degli obblighi di vigilanza avrebbe ragionevolmente impedito o limitato il danno.

Cass. Civ., Sez.I, Ord. 27 agosto 2025, n. 24004 - Pres. M. Ferro - Rel. C. Crolla

* * *

Società — Società di capitali — Società cooperativa — (Nozione, caratteri, distinzioni, tipi: a responsabilità limitata e non limitata) — In genere Rapporto societario e rapporto mutualistico — Contemporanea sussistenza — Conseguenze in tema di individuazione del termine di prescrizione dei diritti del socio.

In tema di società cooperative, atteso che il rapporto societario e il rapporto mutualistico tra socio e cooperativa sussistono contemporaneamente e in autonomia, al fine di individuare il termine di prescrizione dei diritti del socio occorre avere riguardo al tipo di rapporto dedotto in lite, sicché ove sia dedotta una questione riconducibile al rapporto sociale si applica il termine prescrizione di cui all'art. 2949, comma 1 c.c., mentre ove sia dedotta una questione riconducibile al rapporto mutualistico si applica il termine prescrizione ordinario di cui all'art. 2946 c.c.

Cass. Civ., Sez.I, Ord. 7 settembre 2025, n. 24730 - Pres. G. Rel. R. Mercolino - Varotti

* * *

Società — Società di capitali — Organi sociali — Amministratori — Responsabilità — In genere Società a responsabilità limitata — Domanda di revoca dell'amministratore — Proponibilità esclusivamente nel giudizio avente a oggetto l'azione di responsabilità ex art. 2476, comma 3, c.c. — Esclusione — Proponibilità in via autonoma — Ammissibilità — Ragioni.

La domanda di revoca dell'amministratore di una s.r.l. può essere oggetto di un'autonoma azione da parte del socio e non deve essere quindi necessariamente proposta nell'ambito dell'esercizio dell'azione sociale di responsabilità di cui all'art. 2476, comma 3, c.c., essendo quest'ultima connotata da presupposti ulteriori rispetto alla prima e da distinte finalità.

Cass. Civ., Sez.I, 20 novembre 2025, n. 30533 - Pres. M. Di Marzio - Rel. M. Caprioli

* * *

Società — Società di capitali — Liquidazione giudiziale — Domanda di apertura della liquidazione giudiziale — Forma del verbale redatto dal notaio — Necessità — Esclusione.

La decisione degli amministratori di accedere alla procedura di liquidazione giudiziale non deve risultare da verbale redatto da notaio né dev'essere (come tale) depositata e iscritta nel registro delle imprese, né, infine, una volta assunta, dev'essere comunicata ai soci della società debitrice: essendo, evidentemente, sufficiente (ma anche necessario) che la stessa (che è e resta di loro esclusiva competenza) sia sottoscritta (come poi confermato, analogamente a quanto già previsto dall'art. 120-bis, comma 1, D. Lgs. 14/2019, in materia di accesso ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza, dalla modifica apportata all'art. 40, comma 2, c.c.i.i. dal D.Lgs. n. 136/2024) da coloro che (come l'amministratore unico) ne abbiano la rappresentanza.

Cass. Civ., Sez.I, Ord. 25 novembre 2025, n. 30903 - Pres. F. Terrusi - Rel. G. Dongiacomo

* * *

Società — Società di capitali — Azione di rivendicazione di partecipazioni sociali — Dividendi — Art. 1148 c.c. — Applicabilità — Esclusione — Ragioni.

I dividendi non sono conseguenza dell'utilizzo della res, ma rappresentano il portato di una attività economica di produzione e scambio di beni e servizi e sono conseguiti in tanto in quanto vengano ottenuti utili nell'esercizio dell'attività d'impresa, che poi la società decida di distribuire. Gli utili (o dividendi) da distribuire ai soci rappresentano le eccedenze del patrimonio netto della società rispetto al capitale sociale iniziale. Conseguentemente, non maturano automaticamente, sicché non possono considerarsi come un corrispettivo del godimento di capitali da parte di terzi (art. 820, comma 3, c.c.), anche perché la distribuzione è deliberata dall'assemblea e non esiste un diritto all'ottenimento degli utili, se non di quelli la cui misura sarà stabilita appunto dall'assemblea stessa.

Cass. Civ., Sez.II, Sent. 26 dicembre 2025, n. 34221 - Pres. L. Orilia - Rel. M. Mocchi

* * *

Società — Società di capitali — Società a responsabilità limitata — Finanziamento della società da parte dei soci.

Nel caso di finanziamento della società da parte dei soci, il loro credito è non solo postergato a quello degli altri creditori sociali, ma, soprattutto, è meramente eventuale, avendo diritto al rimborso del finanziamento solo in caso di residuo attivo all'esito della gestione sociale.

Cass. Civ., Pen. Sez. V, Sent. 4 novembre 2025, n. 35943 - Pres. G.R.A. Miccoli - Rel. M.T. Belmonte

* * *

Società — Società di capitali — Bancarotta fraudolenta — scissione societaria.

La bancarotta fraudolenta per distrazione può configurarsi anche nella scissione societaria, pur astrattamente lecita, quando — avuto riguardo alla concreta situazione debitoria della società al momento dell'operazione — essa si riveli strumentale al depauperamento del patrimonio e pregiudizievole per i creditori, non essendo le garanzie previste dagli artt. 2506 e segg. cod. civ. sufficienti a escludere, di per sé, un danno o pericolo per le ragioni creditorie.

Cass. Civ., Sez. V, Sent. 9 gennaio 2026, n. 837 - Pres. G.R.A. Miccoli - Rel. R. Sessa

* * *

Società — Società di persone fisiche — (Nozione, caratteri, distinzioni) — Società semplice — Scioglimento — Esclusione — Ad opera degli altri soci — In genere Diritto di esclusione del socio — Esercizio — Prescrizione quinquennale ex art. 2949 c.c. — Applicabilità — Fattispecie.

Il diritto di esclusione del socio per gravi inadempienze si estingue per prescrizione nel termine quinquennale previsto dall'art. 2949 c.c. (Nella specie, la S.C. ha rigettato il ricorso avverso la decisione che aveva annullato la delibera di esclusione del socio infedele per intervenuta prescrizione, escludendo che il contenzioso cautelare e poi di merito promosso dai soci e quello risarcitorio promosso dalla società potessero costituire atti interruttivi non coinvolgendo in alcun modo l'esercizio del diritto di esclusione del socio inadempiente).

Cass. Civ., Sez. I, Ord. 18 ottobre 2025, n. 27804 - Pres. M. Di Marzio - Rel. A. Dal Moro

* * *

Società — Società di capitali — Società per azioni — (Nozione, caratteri, distinzioni) — Organi sociali — Collegio sindacale — Doveri — In genere

Attività di vigilanza sulla gestione ai sensi dell'art. 149, comma 3, d.lgs. n. 58/1998 — Sindaci — Riscontro di irregolarità — Obbligo di comunicazione immediata alla Consob — Sussistenza — Valutazione discrezionale sulla rilevanza delle irregolarità — Esclusione — Fondamento — Fattispecie.

In tema di controllo sulla legittimità della gestione delle società quotate in borsa, ai sensi dell'art. 149, comma 3, del d.lgs. n. 58 del 1998, il collegio sindacale deve comunicare senza indugio alla Consob tutte le irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza cui è tenuto, senza che l'adempimento sia subordinato ad una valutazione discrezionale circa la rilevanza delle stesse, deponendo in tal senso la formulazione letterale della norma - che fa riferimento alle "irregolarità", senza ulteriori qualificazioni - nonché la sua ratio, finalizzata a scongiurare le incertezze operative che deriverebbero dalla opposta soluzione. (Nella specie la S.C. ha confermato la decisione di merito secondo cui la responsabilità dei sindaci derivava da irregolarità già rilevabili al momento in cui essi avevano assunto le funzioni, mentre la segnalazione dei fatti censurabili alla Banca d'Italia e alla Consob era avvenuta con ritardo e solo dopo la divulgazione delle criticità sui media o l'intervento ispettivo delle autorità di vigilanza).

Cass. Civ., Sez.II, Ord. 9 dicembre 2025, n. 32030 - Pres. M. Falaschi - Rel. R. Caponi

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSUALE

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

Corte di Cassazione, Sezioni Unite Civili, del 29 dicembre 2025 (ud. 24 giugno 2025), n. 34681, Pres. D'Ascola, Rel. Fortunato

SENTENZA

1. La Eurocrediti S.r.l. è intervenuta nella procedura esecutiva immobiliare a carico di Carmelo Tuozzo, unitamente alla Banca di Credito Cooperativo di Alba, Langhe, Roero e del Canavese s.c. quest'ultima titolare di un credito derivante da mutuo fondiario del 31/7/2003, garantito da iscrizione ipotecaria del 7/8/2003.

L'Eurocrediti aveva fatto valere il credito risarcitorio ceduto dalla creditrice precedente Flora Gjoka, fondato sulla sentenza penale di condanna del Tribunale di Alba n. 240/2012, confermata in appello, con cui il debitore esecutato era stato riconosciuto responsabile del delitto di omicidio colposo con violazione delle norme per la prevenzione degli infortuni sul lavoro, per aver cagionato la morte di Ferdinand Pershquefa. A garanzia del soddisfacimento del credito ceduto, era stato trascritto un sequestro conservativo immobiliare penale in data 7.2.2012.

Con ordinanza del 16.5.2019, il Giudice dell'esecuzione ha assegnato alla Banca la somma di Euro 63.975,00 a titolo di parziale estinzione del credito ipotecario e a Eurocrediti le sole spese sostenute in prededuzione quale avente causa dalla creditrice precedente, sul rilievo che la natura del privilegio speciale immobiliare che assiste il credito della ricorrente opera in deroga al principio sancito dal secondo comma dell'art. 2748 c.c., essendo sottoposto al principio generale « *prior in tempore, potior in jure* », conformemente « a quanto statuito dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione nella sentenza n. 21045/09, con riferimento alla diversa ipotesi del privilegio che assiste i crediti del promissario acquirente scaturiti dalla mancata esecuzione del contratto preliminare trascritto ai sensi dell'art. 2645-bis c.c. ».

2. L'opposizione dell'Eurocrediti, ai sensi degli artt. 617 e 512 c.p.c. è stata respinta dal Tribunale con sentenza n. 164 del 21/3/2022.

Secondo il giudice di appello il credito della banca era assistito dal privilegio previsto dall'art. 41 del d.lgs. 385/1993 (t.u.b.), e la natura privilegiata di entrambi i crediti, quello dell'istituto di credito e quello della ricorrente, comportava l'inapplicabilità dell'art. 316, comma 4, c.p.p., che limita espressamente la preferenza accordata dal sequestro conservativo emesso in sede penale rispetto “*a ogni altro credito non privilegiato di data anteriore e ai crediti sorti posteriormente*”, occorrendo dare prevalenza al criterio temporale poiché entrambi i privilegi avevano natura iscrizionale, con la conseguenza che il credito della banca doveva essere soddisfatto con priorità, poiché il suo privilegio era stato iscritto in data 7/8/2003, mentre il privilegio a favore dell'Eurocrediti solo nel 2012.

3. Per la cassazione della sentenza l'Eurocrediti ha proposto ricorso in tre motivi, cui la Banca di Credito Cooperativo di Alba, Langhe, Roero e del Canavese S.C. ha replicato con controricorso.

Non hanno svolto difese Carmelo Tuozzo, l'Agenzia delle Entrate - Riscossione (già Equitalia Nord S.p.A.), e la F.P. Beton S.r.l.

In prossimità dell'adunanza camerale le parti hanno depositato memorie illustrative.

4. Con ordinanza interlocutoria n. 19314/2024 la Terza Sezione civile ha rimesso agli atti alla Prima Presidente per l'eventuale rimessione alle Sezioni Unite ai sensi dell'art. 374, comma secondo, c.p.c., al fine di stabilire “*se il creditore che gode del privilegio previsto dall'art. 316, comma 4, c.p.p. va preferito, nella distribuzione del ricavato dalla vendita di beni immobili, al creditore garantito da ipoteca iscritta anteriormente al sequestro penale oppure se la legge dispone diversamente, nel senso di sancire la prevalenza dell'ipoteca anteriore, in deroga al disposto dell'art. 2748, comma secondo, c.c.*”.

RAGIONI DELLA DECISIONE

1. L'esame dei primi due motivi di ricorso, che pongono la questione della corretta qualificazione della prelazione del credito della banca, va anteposto, per il suo carattere logicamente preliminare, alla soluzione dei quesiti posti dall'ordinanza interlocutoria.

2. Il primo motivo denuncia, ai sensi dell'art. 360, comma primo, n. 3, c.p.c., la violazione e falsa applicazione dell'art. 41 del t.u.b., per aver il Tribunale dato preferenza, in sede di distribuzione del ricavato della vendita forzata a carico del responsabile del reato, al credito *ex mutuo* della Banca poiché assistito dal privilegio regolato dall'art. 41 del t.u.b.

Si assume che il particolare regime di favore contemplato dal testo unico bancario non si traduce nel riconoscimento di un privilegio in senso tecnico, ma nella possibilità di procedere alla vendita dell'immobile e di soddisfarsi provvisoriamente sul ricavato in sede extra-fallimentare quando il debitore

esecutato sia stato dichiarato fallito, ma che il credito *ex mutuo* resta munito della sola prelazione ipotecaria.

2.1. Con il secondo motivo si deduce la violazione e falsa applicazione dell'art. 316 c.p.p. e dell'art. 41 del t.u.b., lamentando che il tribunale abbia soddisfatto il credito della banca mutuante con preferenza sul credito risarcitorio da reato di cui si era resa cessionaria la ricorrente, sul presupposto che entrambi i crediti fossero assistiti da privilegio iscrizionale per cui, in caso di conflitto, doveva prevalere il privilegio iscritto per primo, trascurando che il credito dell'istituto mutuante non beneficiava del privilegio processuale contemplato dall'art. 41 del t.u.b. nella sola ipotesi che il debitore esecutato sia dichiarato fallito e che il credito risarcitorio da reato era assistito dal privilegio speciale sull'immobile oggetto di sequestro conservativo penale, il quale è anteposto ad ogni altro credito, anche privilegiato, con la sola eccezione dei crediti per il pagamento di tributi.

2.2. Il terzo motivo, proposto in via subordinata, lamenta la « violazione degli artt. 2780 e 2782 c.c.

Assume la ricorrente che, qualora i crediti dovessero ritenersi entrambi privilegiati, il tribunale avrebbe dovuto procedere al riparto del ricavato della vendita forzata in misura proporzionale all'importo di ciascun credito concorrente.

3. I motivi benché fondati, non possono condurre all'accoglimento del ricorso, essendo la pronuncia conforme a diritto nel dispositivo, poiché — come sarà meglio illustrato in prosieguo — il privilegio speciale immobiliare che assiste il credito risarcitorio da reato non è preferito, nella ripartizione del ricavato della vendita forzata, ai crediti muniti di ipoteca volontaria iscritta anteriormente.

4. Il credito dell'istituto che trova titolo in un contratto di mutuo fondiario non è assistito da un privilegio: l'art. 38, comma primo, del t.u.b. dispone che detto credito, che ha per oggetto la concessione, da parte di banche, di finanziamenti a medio e lungo termine, è garantito da ipoteca di primo grado sugli immobili (Cass., n. 15606/2014 e n. 3847/1988).

Il secondo comma del citato art. 41, che prevede che l'azione esecutiva sui beni ipotecati a garanzia di finanziamenti fondiari può essere iniziata o proseguita dalla banca anche dopo la dichiarazione di fallimento del debitore, presuppone la costituzione della garanzia reale e l'esecuzione forzata sui beni ipotecati; la norma contiene solo una deroga al divieto di iniziare o proseguire azioni esecutive sui beni del fallito dopo l'apertura della procedura concorsuale previsto dall'originario testo dell'art. 51 della legge fallimentare, ciò in virtù di un mero privilegio processuale per l'ipotesi di fallimento del debitore esecutato, senza che risulti immutata la natura della causa di prelazione che assiste il credito, il quale, unitamente alla garanzia accessoria, deve essere

insinuato ed ammesso al passivo ai sensi dell'art. 52, ultimo comma, della legge fallimentare.

È solo in tale particolare accezione che si è affermato che il credito *ex mutuo* è privilegiato, non nel senso che esso è assistito da un privilegio in senso tecnico.

Né è conferma il fatto che l'insinuazione al passivo fallimentare resta un onere per la banca mutuante per poter trattenere definitivamente le somme ottenute con l'espropriazione individuale; i privilegi processuali si risolvono, quindi, in una mera "*anticipazione di valuta*" in favore delle banche erogatrici di finanziamenti fondiari, "*nel senso, cioè, di consentire agli istituti di credito di disporre di quanto loro spettante, ma non di importi superiori, in via anticipata rispetto al momento nel quale si determina, con la conclusione dell'attività di liquidazione e con l'esecuzione del piano di riparto, il quantum spettante a ciascun creditore concorrente*" (Cass., n. 23572/2004 e n. 17368/2012).

Se il credito non è ammesso al passivo, le somme provvisoriamente ottenute dalla banca in sede esecutiva vanno restituite alla Curatela (Cass., n. 15606/2014)

5. L'ordinanza interlocutoria ha rilevato che le questioni sollevate dal ricorso rendono necessario stabilire se il credito oggetto di sequestro *ex art. 316*, comma 4, c.p.p., per spese di giustizia e per le somme spettanti dal danneggiato da reato a titolo di risarcimento, ove assistito da privilegio speciale sugli immobili, deve essere soddisfatto con precedenza rispetto al credito dell'istituto bancario assistito da ipoteca iscritta prima della trascrizione del sequestro conservativo penale.

Il Collegio remittente si è interrogato sulla possibilità di estendere al concorso tra privilegio speciale immobiliare disciplinato dall'art. 316, comma 4, c.p.p. e l'ipoteca iscritta anteriormente, i principi formulati da queste SU con riferimento al diverso caso del conflitto tra il privilegio immobiliare che assiste i crediti del promissario acquirente in caso di mancata attuazione del preliminare (art. 2775-*bis* c.c.) e i crediti ipotecari anteriori, sul rilievo che, sebbene anche il privilegio *ex art. 316* c.p.p. abbia natura trascrizionale, tuttavia esso, già ai sensi dell'art. 2748, comma secondo, c.c. dovrebbe prevalere sull'ipoteca a prescindere dalla data di iscrizione della garanzia reale, e che, inoltre, non solo la giurisprudenza penale di questa Corte si è espressa per la prevalenza del privilegio sui crediti ipotecari, ma pare dubbia la possibilità di applicare un criterio temporale di soluzione del conflitto tra le cause di prelazione affidato al principio «*prius in tempore, potior in jure*», anziché valorizzare la causa del credito e la particolare tutela di cui beneficiano i crediti da reato.

Ha osservato che l'interesse sotteso al privilegio *ex art. 316* c.p.p. non pare affatto proteggere esclusivamente interessi di natura individuale del soggetto danneggiato dal reato (la parte civile), ma corrisponde anche a evidenti interessi pubblicistici, sia perché il sequestro può essere domandato

dal Pubblico Ministero a garanzia del « pagamento delle spese di procedimento e di ogni altra somma dovuta all'erario dello Stato », sia — e soprattutto — perché la tutela “economica” (mediante riconoscimento di un indennizzo) delle vittime di reati intenzionali violenti trova fondamento nell'art. 12, paragrafo 2, della Direttiva 2004/80/CE e integra uno strumento complementare di protezione della vittima di qualsiasi reato.

Ha sottolineato che il risarcimento da reato beneficia di un tutela rafforzata in ambito comunitario ed è funzionale a completare, se non pure a rendere almeno parzialmente satisfattiva e ri-equilibratrice almeno sul piano economico del *vulnus* arrecato dalla condotta penalmente rilevante, la potestà punitiva dell'ordinamento, dovendo infine tenersi conto che — quanto meno per i diritti fondamentali, ove tutelati anche con sanzioni penali — anche a livello sovranazionale la previsione almeno di una tutela risarcitoria effettiva, quando non è possibile il ristoro in forma specifica, viene definita soddisfacente, ma al contempo se non altro minimale e necessaria, forma di garanzia del titolare di quei diritti.

6. La questione in diritto posta dall'ordinanza interlocutoria verte anzitutto sulla possibilità di applicare al caso in esame il principio stabilito dalla sentenza n. 21045/2009, che ha fissato le coordinate interpretative dell'art. 2748, comma secondo, c.c., riguardo ai criteri utilizzabili per individuare eventuali deroghe alla regola secondo cui il privilegio speciale sugli immobili prevale sull'ipoteca, salvo, appunto, che la legge non disponga diversamente.

Esaminando la questione del rapporto tra il privilegio speciale immobiliare riconosciuto al credito del promissario acquirente in caso di inattuazione del preliminare, rispetto all'ipoteca iscritta anteriormente, la pronuncia n. 21045/2009 affermò di voler superare il precedente costituito da Cass. n. 17197/2003 (secondo cui il privilegio prevale sull'ipoteca anteriore, mancando una previsione espressa contraria) con una rilettura complessiva della regola di conflitto tra cause di prelazione, al di là della specifica ipotesi considerata.

In quell'occasione fu stabilito che l'art. 2748 c.c., allorché nel secondo comma prevede che i creditori muniti di privilegio sui beni immobili sono preferiti ai creditori ipotecari “*se la legge non dispone diversamente*” fa riferimento ad una deroga non necessariamente contenuta in un esplicito precetto, ma che può o deve essere individuata nell'ordinamento nel suo complesso, attraverso la lettura e l'interpretazione normativa tese all'armonioso coordinamento con l'intero sistema, così da evitare applicazione ermeneutiche settoriali che, sebbene compatibili con il microsistema nel quale le disposizioni sono inserite, finiscano con lo stridere rispetto al complesso della materia nelle quali le norme stesse esplicano il proprio effetto.

Fu inoltre evidenziato che: a) gli originari privilegi speciali codicistici costituiscono il retaggio delle antiche ipoteche privilegiate, le quali venivano preferite alle ipoteche normali in ragione della particolare natura pubblica degli interessi protetti in via preferenziale. Di qui la regola di conflitto secondo cui siffatti privilegi prevalgono sulle ipoteche, anche se iscritte prima

del loro sorgere, consacrata dell'art. 2748, comma secondo, c.c.; b) la *ratio* della maggior parte dei privilegi e della loro prevalenza sull'ipoteca va ricercata nella particolare inerenza economica di alcuni crediti alla cosa gravata, la quale spiega anche la preferenza dei creditori privilegiati sui creditori forniti di garanzia reale: *“poiché questi ultimi acquistano un diritto al valore di scambio della cosa, sono necessariamente posposti a coloro i quali, mediante l'erogazione di energie di lavoro o di utilità dal cui corrispettivo sorge il credito, hanno contribuito alla creazione, alla conservazione o all'incremento del valore medesimo”*; c) i privilegi *“iscrizionali”* o *“trascrizionali”*, in cui la causa di prelazione è collegata e si costituisce solo con l'osservanza di particolare formalità, restano veri e propri privilegi ai quali però non si applica il principio *“privilegia non ex tempora estimantur”* (ossia la regola trasfusa nell'art. 2748, comma secondo, c.c.), ma il diverso criterio di soluzione del conflitto con le altre cause di prelazione basato sull'anteriorità della prelazione, riassunto nel brocardo *«prior in tempore, potior in jure»*, che pervade di sé l'intero sistema della pubblicità, facendone conseguire la prevalenza dell'ipoteca anteriore sul privilegio speciale. Si conclude che, perciò, il credito del promissario acquirente avente ad oggetto la restituzione del prezzo versato in caso di inattuazione del contratto preliminare, sebbene assistito da privilegio speciale, deve essere collocato con grado inferiore rispetto a quello dell'istituto di credito che, precedentemente alla trascrizione del contratto preliminare, abbia iscritto ipoteca sull'immobile a garanzia del finanziamento concesso alla società costruttrice.

In senso conforme alla pronuncia n. 21045/2009, si è espressa tutta la successiva giurisprudenza delle Sezioni semplici in tema di privilegio *ex art. 2775-bis c.c.* (Cass., n. 4195/2012, n. 20974/2012, n. 341/2013, n. 17270/2014, n. 6574/2015).

7. Le indicazioni di metodo offerte dalla sentenza n. 21045/2009, che qui si condividono, affidano a queste SU anzitutto il compito di stabilire se dall'esame complessivo della normativa in tema di cause di prelazione sia ricavabile una deroga al principio secondo cui il privilegio speciale immobiliare (incluso quello previsto dall'art. 316, comma 4, c.p.p.) prevale sull'ipoteca anteriore ai sensi dell'art. 2748, comma secondo, c.c., in assenza di una esplicita disposizione di legge che, in effetti, non si rinviene nei codici o nelle leggi speciali.

7.1. È utile considerare che l'immediato antecedente normativo dell'attuale disciplina delle cause di prelazione per i crediti da reato è costituito dall'art. 189 c.p., norma che riconosceva allo Stato un'ipoteca legale sui beni del responsabile a garanzia del pagamento delle pene pecuniarie e di ogni altra somma dovuta all'erario, oltre alle spese del procedimento e di quelle relative al mantenimento del condannato negli stabilimenti di pena, sostenute da un pubblico istituto sanitario, a titolo di cura e di alimenti per la persona offesa, durante l'infermità, e delle somme dovute a titolo di risarci-

mento del danno, comprese le spese processuali, le spese anticipate dal difensore e le somme a lui dovute a titolo di onorario.

In presenza di una fondata ragione di temere che mancassero o si disperdessero le garanzie delle obbligazioni per le quali era ammessa l'ipoteca legale, il quinto comma dell'art. 189 c.p. autorizzava il PM a richiedere il sequestro dei beni mobili dell'imputato; il successivo sesto comma prevedeva che, per effetto del sequestro, i crediti da reato si consideravano privilegiati rispetto ad ogni altro credito non privilegiato di data anteriore e ai crediti sorti successivamente (fatti salvi i privilegi tributari).

La previsione del sesto comma dell'art. 189 c.p.c. era volta a regolare esclusivamente il concorso tra privilegi (mobiliari) in senso tecnico, non con le ipoteche o il pegno: il codice civile del 1865, ancora in vigore all'epoca dell'introduzione dell'art. 189 c.p., non prevedeva ipoteche mobiliari e non considerava il pegno una causa di prelazione autonoma dal privilegio (art. 1879 c.c. del 185); tale assetto sarà superato solo dal codice civile in vigore (artt. 2741 c.c., 2779 e 2810, commi secondo e terzo, c.c.), adottando le necessarie regole di conflitto (artt. 2790 e 2748, comma primo, c.c.).

7.2. La dottrina ha spiegato che, nel codice penale del 1930, l'ipoteca legale ha funto da paradigma della disciplina delle garanzie penali e dei privilegi mobiliari di cui all'art. 189, comma sesto, c.p.c.

In assenza di una diversa previsione (analoga, ad es., all'art. 2650, ultimo comma, c.c.) il conflitto con le ipoteche volontarie era, quindi, risolto in base alla priorità dell'iscrizione e al grado ipotecario; analogamente, il privilegio mobiliare a tutela della vittima era preferito agli altri crediti privilegiati successivi, non a quelli anteriori, in coerenza con le particolari modalità di costituzione di detto privilegio collegate al fatto che la legge non considerava — e non considera tuttora — il credito derivante da reato in sé e per sé privilegiato, ma lo rende tale solo a seguito della esecuzione del sequestro conservativo penale ed ha, pertanto, in tale sequestro la sua causa esclusiva (cfr. Corte Cost., n. 26/1976; Cass., n. 432/1970, n. 1624/1968).

Mentre l'ordine di soddisfacimento dei crediti da reato individuati dall'art. 189 c.p.c. era stabilito dal successivo art. 191 c.p., il conflitto tra detti crediti e ogni altra pretesa dei terzi assistiti da cause di prelazione era regolato, anche per i privilegi mobiliari *ex* art. 189 c.p.c., in base ad un criterio di priorità temporale, non in base alla causa dei crediti.

7.3. Il sistema di garanzie dei crediti da reato del codice penale del 1930 esibiva una marcata impronta pubblicistica, evidenziata dal fatto che solo il PM poteva chiedere l'iscrizione ipotecaria o il sequestro conservativo (art. 616 e 617 c.p.p.), e dall'efficacia delle misure (e della causa di prelazione) anche a vantaggio di tutti i crediti da reato, compresi quelli che non potevano essere azionati nel processo penale (spese di spedalità, onorario di difesa), che non fossero stati esercitati per scelta del titolare (danneggiato non costituito parte civile), oltre che dal fatto che nell'ordine di pagamento di cui all'art. 191 c.p.

il credito risarcitorio era anteposto solo alle spese di spedalità ed era soddisfatto in via preferenziale rispetto ad ogni altro credito elencato dal primo comma dell'art. 189 c.p.

Tuttavia, la rilevanza pubblicistica del credito risarcitorio della vittima risultava già attenuata rispetto al passato, poiché, a differenza del codice di procedura penale del 1913, (art. 190 e 413 c.p.p.), il giudice penale non poteva pronunciare d'ufficio sul risarcimento, occorrendo la domanda della parte civile.

8. L'ipoteca legale è rimasta in vigore fino all'adozione del nuovo codice di procedura penale ed è venuta meno solo con la soppressione disposta dall'art. 218 della legge n. 271/1989 (norme di attuazione del codice di procedura penale del 1988).

L'art. 316, comma 4, c.p.p., ha incisivamente modificato la disciplina previgente, anzitutto sostituendo l'ipoteca legale con il privilegio speciale immobiliare, affiancato al già previsto privilegio speciale mobiliare.

La norma dispone che se vi è fondata ragione di ritenere che manchino o si disperdano le garanzie per il pagamento delle spese di procedimento e di ogni altra somma dovuta all'erario dello Stato, il Pubblico Ministero, in ogni stato e grado del processo di merito, chiede il sequestro conservativo dei beni mobili o immobili dell'imputato o delle somme o cose a lui dovute, nei limiti in cui la legge ne consente il pignoramento.

Se vi è fondata ragione di ritenere che manchino o si disperdano le garanzie delle obbligazioni civili derivanti dal reato, la parte civile può chiedere il sequestro conservativo dei beni dell'imputato o del responsabile civile, secondo quanto previsto dal comma 1.

Il sequestro disposto a richiesta del pubblico ministero giova anche alla parte civile.

In sintesi, il nuovo codice ha mutuato la disciplina prevista dall'art. 189 c.p. per i privilegi mobiliari, estendendola al privilegio immobiliare speciale, in sostituzione dell'ipoteca legale; il comma 4 ripropone alla lettera l'ultimo comma dell'art. 189 c.p., disponendo che, per effetto del sequestro, tali crediti si considerano privilegiati rispetto ai crediti non privilegiati di data anteriore, oltre che rispetto ai crediti sorti successivamente, fatti salvi in ogni caso i privilegi stabiliti a garanzia dei tributi.

È opportuno ricordare che i privilegi speciali mobiliari per i crediti da reato regolati dall'art. 189 c.p. erano stati inseriti al n. 7 dell'art. 2778 c.c. e poi, con legge n. 426/1975, al n. 10, sollevando il dubbio che l'art. 189, comma sesto, c.p. all'epoca ancora in vigore, dovesse ritenersi abrogato tacitamente per l'incompatibilità tra la disciplina penale dei privilegi, basata su un criterio di priorità temporale, e quella del codice civile, che stabilisce l'ordine di pagamento in base alla causa dei crediti.

Tuttavia, la formula del sesto comma dell'art. 189 c.p. è stata riproposta ed estesa dal codice di procedura penale del 1988 in virtù di una scelta normativa inequivoca, volta a sancire la generale applicabilità del criterio

stabilito dall'art. 316, comma 4, c.p.p., norma sopravvenuta che regola *ex novo* la materia e che, in applicazione del criterio delle successioni delle leggi nel tempo e dell'art. 15 preleggi, deve prevalere sull'assetto del codice civile, con la conseguenza che, mentre il concorso tra crediti privilegiati da reato resta disciplinato dall'art. 320, comma 2, c.p.p. (nel testo risultante dalle modifiche adottate dall'art. 14, comma primo, lettera a) del d.lgs. 149/2022, che ha soppresso le parole "*pene pecuniarie*"), il concorso tra tali crediti e ogni altro credito privilegiato (diverso dai primi) soggiace alla disciplina del quarto comma dell'art. 316 c.p.p..

Come già l'art. 191 c.p., anche l'attuale art. 320, comma secondo, c.p.p. stabilisce un ordine di preferenza tra i soli crediti da reato che si ricollega principalmente alla particolare efficacia del privilegio, mobiliare o immobiliare, che sorge con la trascrizione del sequestro immobiliare o l'esecuzione di quello immobiliare chiesto dal Pubblico Ministero, il quale giova, ai sensi del comma 3 dell'art. 316 c.p.p., contestualmente anche alla parte civile, per cui, solo per tali crediti non viene in gioco il criterio di anteriorità temporale, ma un ordine di preferenza basato sulla causa dei crediti in concorso.

8.1. Rispetto al passato il nuovo codice ha rimodulato, adeguandolo ai nuovi principi, il sistema delle garanzie penali, affievolendo ulteriormente il rilievo pubblicistico della tutela dei crediti risarcitori da reato.

Attualmente il PM può chiedere il sequestro solo per i crediti dello Stato; della misura si avvantaggia la parte civile (art. 316, comma 3, c.p.p.), ma non più il danneggiato non costituito nel processo penale.

Solo la parte civile è autorizzata a sollecitare il sequestro dei beni dell'imputato a tutela delle proprie ragioni di credito, ma dopo l'esercizio dell'azione penale, non, come in passato, già durante la fase delle indagini preliminari.

La costituzione del privilegio speciale dipende dall'esecuzione del sequestro conservativo che si attua nelle forme del codice di procedura civile, quindi, mediante la trascrizione nei registri immobiliari se grava sugli immobili (art. 317, comma 3, c.p.p.); la misura, a differenza dell'ipoteca legale, richiede il requisito aggiuntivo del *periculum in mora*, inteso come situazione in cui il patrimonio del debitore risulti attualmente insufficiente per l'adempimento delle obbligazioni *ex delicto* (Cass., SU pen., n. 51660/2014); i suoi effetti cessano quando la sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere non è più soggetta a impugnazione (artt. 317, comma 4, c.p.p.).

Se non è concesso o attuato il sequestro, il credito della vittima è soddisfatto in chirografo.

È chiarito nella relazione ministeriale al codice di procedura penale in vigore che le ragioni della norma risiedono proprio nell'intenzionale superamento di un assetto legislativo in cui era largamente penetrato il pensiero della Scuola positiva, dominato dall'idea della funzione sociale del risarcimento del danno da reato, ed è frutto del recepimento delle proposte trasfuse nel Progetto di riforma del 1978, che aveva rimodellato l'istituto in modo che

fungesse da strumento rispondente al bisogno di tutela della persona danneggiata, ma salvaguardando, con un giusto equilibrio dei vari interessi in gioco, anche i diritti dei terzi creditori dell'imputato e la libertà del reo.

L'ipoteca legale era ormai il residuo di un'epoca in cui era sconosciuto l'istituto del sequestro conservativo civile sui beni immobili, introdotto con il vigente codice di procedura civile: con la creazione di un unico provvedimento cautelare idoneo ad operare sui beni immobili sono state superate le difficoltà interpretative originate dalla dualità di strumenti (ipoteca legale e privilegio speciale mobiliare), generalizzando la formula — utilizzata originariamente per il privilegio speciale mobiliare — e, come detto, adottata inizialmente per regolare unicamente i rapporti tra i crediti privilegiati.

8.2. Esaminando più nel dettaglio il contenuto della disposizione, ritengono le SU che il rilievo che l'art. 316, comma 4, c.p.p. conferisce al criterio di priorità temporale conduca anzitutto a circoscrivere la sfera applicativa della norma al rapporto tra i privilegi in senso tecnico.

Sul piano strettamente letterale "*crediti non privilegiati*" devono intendersi quelli che non beneficiano di un privilegio in senso stretto.

Soccorre la considerazione che se tra "*i crediti non privilegiati di data anteriore*" fossero ricomprese le ipoteche, quali cause di prelazione diverse dal privilegio in senso stretto, l'art. 316, comma 4, c.p.p. condurrebbe alle medesime conseguenze pratiche già sancite dall'art. 2748, comma secondo, c.c., ossia alla generale preferenza del credito da reato, rendendo la norma penale un inutile doppione, posto che già il codice civile prescrive, quale regola generale, che il credito assistito dal privilegio è soddisfatto con priorità a prescindere dalla data di iscrizione della garanzia ipotecaria.

Per riservare all'art. 316, comma 4, c.p.p. un autonomo spazio applicativo occorre ammettere che la disposizione, coerentemente con l'evoluzione del sistema delle garanzie penali e con la genesi della norma, che trova il proprio diretto antecedente nel sesto comma dell'art. 189 c.p., è volta a regolare il concorso tra crediti privilegiati in senso tecnico (o con i chirografari), non in base alla causa, ma all'anteriorità cronologica del credito (*recte*, della costituzione della causa di prelazione), in ideale continuità con l'impostazione di fondo del codice penale del 1930.

Non può neppure sostenersi che, con la locuzione "*crediti non privilegiati*", il codice abbia inteso far riferimento genericamente ai crediti non assistiti da alcuna causa di prelazione: la tesi suppone un uso a-tecnico della nozione di privilegio da parte del codice che appare del tutto implausibile.

È necessario inoltre evidenziare che, con la formula "*si intendono privilegiati*", l'art. 316 c.p.p. non si limita a munire i crediti derivanti da reato della causa di prelazione e a regolare il solo rapporto con i chirografari, come sostenuto nella pronuncia impugnata, ma contempla principalmente un criterio di soluzione del conflitto tra privilegi, giacché quello relativo ai crediti da reato è esplicitamente posposto rispetto ai privilegi relativi a crediti sorti anteriormente (ossia, "*non si considera privilegiato*"), mentre prevale su

quelli successivi indipendentemente dalla loro causa, in deroga al sistema del codice civile.

D'altronde, per sancire la prevalenza dei crediti da reato rispetto ai chirografari sarebbe stato già sufficiente l'attribuzione del rango privilegiato, senza necessità di distinguere tra crediti sorti prima o dopo la costituzione del privilegio *ex art. 316 c.p.p.*

Sul piano letterale, se i crediti derivanti da reato "si considerano privilegiati" rispetto ai crediti non privilegiati di data anteriore, ne consegue — *a contrario* — che tale qualità non compete rispetto ai crediti privilegiati sorti anteriormente.

8.3. L'art. 316, comma 4, c.p.p. non disciplina direttamente il rapporto tra il privilegio speciale immobiliare e l'ipoteca e tuttavia offre decisive indicazioni per dare risposta al quesito posto dall'ordinanza interlocutoria.

Appare decisivo considerare che il privilegio immobiliare si costituisce solo una volta adempite la pubblicità di trascrizione del sequestro conservativo sugli immobili dell'autore del reato o del responsabile civile; per tale causa di prelazione, a differenza del privilegio iscrizionale che assiste il credito del promissario acquirente per la restituzione del prezzo (oggetto della sentenza n. 21045/2009), è espressamente contemplato un criterio di soluzione del conflitto con gli altri privilegi basato sulla priorità temporale.

Tornano, perciò, particolarmente utili le considerazioni svolte dalla pronuncia n. 21045/2009 riguardo al fatto che i privilegi iscrizionali o trascrizionali non sono accordati sulla base della causa del credito e la loro pubblicità ha valore costitutivo per cui restano regolati in base al criterio cronologico e al principio « *prior in tempore, potior in jure* » che, come detto, è ora evocato dall'art. 316, comma 4, c.p.p., sebbene limitatamente al concorso tra privilegi.

Gli effetti della causa di prelazione si producono con l'adempimento delle forme di pubblicità e cessano con la cancellazione.

Deve tuttavia precisarsi che la tutela rafforzata di talune categorie di crediti, che si realizza mediante il riconoscimento del privilegio, si fonda sempre sulla causa del credito, unica ragione giustificativa della deroga al criterio della *par condicio creditorum*, come espressamente dispone l'art. 2745, primo comma, c.c.

La causa del credito resta il presupposto giustificativo anche dei privilegi trascrizionali ed iscrizionali subordinati a particolari forme di pubblicità, o dei privilegi che richiedono, per la loro nascita, la convenzione delle parti, nel senso anche in tal caso la causa di prelazione è accordata in base ad una valutazione di particolare meritevolezza del credito, effettuata a monte dal legislatore (art. 2745, comma secondo, c.c.).

Quando la costituzione dei privilegi è subordinata ad ulteriori condizioni, queste ultime non agiscono come causa determinante della prelazione, ma come condizione della sua nascita (Cass., n. 1986/1959).

A differenza di quanto ipotizzato nell'ordinanza interlocutoria, la natura del privilegio non esclude l'adozione di un criterio temporale di soluzione dei

conflitti tra le diverse cause di prelazione, che, anzi, trova espresso fondamento normativo, ad esempio, nell'art. 316, comma 4, c.p.p., e, più in generale, nell'art. 2745, secondo comma, c.c., criterio che funge da limite alla preferenza accordata dalla legge a talune categorie di crediti, la quale è invece incondizionata rispetto ai crediti chirografari, a prescindere dalla data di adempimento delle formalità costitutive.

D'altronde, come insegna la giurisprudenza costituzionale, è riconosciuta al legislatore un'ampia discrezionalità nella selezione dei crediti cui accordare natura privilegiata, in ordine alla scelta, generale o speciale, del privilegio e sulla graduazione all'interno dei crediti privilegiati, potendosi solo controllare — all'interno di una specifica norma attributiva di un privilegio — la ragionevolezza della mancata inclusione, in essa, di fattispecie identiche od omogenee a quella cui la causa di prelazione è riferita (Corte cost., n. 84/1992, n. 113/2004, n. 40/1996, n. 101/2022), dal che è logico desumere che detta discrezionalità possa legittimamente stabilire un ordine di soddisfacimento ancorato non alla causa del credito, ma al dato cronologico dell'adempimento delle forme di pubblicità costitutiva del privilegio iscrivibile o trascrivibile.

8.4. Non può invece darsi rilievo all'origine storica dei privilegi immobiliari (quale retaggio delle antiche ipoteche privilegiate, preferite alle ipoteche ordinarie poiché imposte a tutela di interessi pubblici), per riconoscere incondizionata prevalenza ai privilegi immobiliari sulle altre cause di prelazione: il privilegio *ex artt.* 316 c.p.p. è la diretta derivazione dell'ipoteca legale prevista dall'art. 189 c.p., già assoggettata, come ha osservato la dottrina, al criterio di graduazione.

Parimenti, non può trarsi un principio generale dall'art. 2779 c.c., secondo cui il privilegio mobiliare per i crediti da reato, collocato al decimo posto nell'ordine dei privilegi di cui all'art. 2778 c.c. prevale sulle ipoteche mobiliari sui veicoli previste dall'art. 2810 c.c., poiché, oltre all'impatto, cui si è fatto cenno, dell'introduzione dell'art. 316, comma 4, c.p.p. sulla disciplina del codice civile, va evidenziato che l'art. 2779 c.c. è il frutto di un percorso normativo esattamente inverso a quello dei privilegi per i crediti da reato, avendo il codice civile trasformato in ipoteca mobiliare l'originario privilegio mobiliare previsto dall'art. 2 del Regio decreto n. 436/1927 che, ai sensi del successivo art. 5, prevaleva su ogni altro privilegio.

La norma non appare, quindi, espressione di un principio generale, ma contiene una regola di concorso non applicabile ad ipotesi diverse da quelle da essa direttamente disciplinate.

8.5. Si è detto che nel sistema del codice di procedura penale in vigore permane un limitato rilievo pubblicistico del credito risarcitorio da reato, che però si esaurisce nella previsione dell'efficacia del sequestro chiesto dal PM a vantaggio della vittima (316, comma 3, c.p.p.) e della priorità di cui beneficia il credito risarcitorio nell'ordine di pagamento stabilito dall'art. 320, comma 2,

c.p.p., senza trovare un ulteriore conforto nelle regole di conflitto con crediti di altra natura.

La tutela del credito da reato nel giudizio penale è solo eventuale, poiché richiede la costituzione di parte civile, ed eventuale è la stessa costituzione del privilegio, poiché subordinato all'emissione e all'esecuzione del sequestro conservativo, a riprova che il risarcimento non può considerarsi un necessario completamento della pretesa punitiva dello Stato rivolta a ripristinare l'ordine giuridico violato dalla commissione del reato.

D'altronde, la tutela delle ragioni dei creditori ipotecari non necessariamente arretra al cospetto di interessi pubblici: nella disciplina delle misure ablativo penali, i diritti di garanzia dei terzi non sono automaticamente sacrificati dalla confisca prevista dall'art. 240 c.p., come allorquando il terzo sia in buona fede o in situazione di affidamento incolpevole (Cass., SU pen., n. 9/1994 e 9/1999, Cass. pen., n. 29951/2004).

Analoga salvezza è contenuta, alle particolari condizioni ivi prescritte, nell'art. 52, comma 1, del d.lgs. n. 159 del 2011 in tema di misure di prevenzione penali e, con riferimento alla confisca degli immobili abusivi, la Corte costituzionale ha dichiarato illegittimi gli artt. 7, comma 3, e 31, comma 3, del d.P.R. n. 380/2001 nella parte in cui non facevano salvo il diritto di ipoteca iscritto a favore del creditore, non responsabile dell'abuso edilizio, in data anteriore alla trascrizione nei registri immobiliari dell'atto di accertamento dell'inottemperanza alla ingiunzione a demolire la costruzione (Corte cost., n. 160/2024).

L'adozione del criterio di priorità temporale rende, per giunta, possibile che il credito del promissario acquirente sul prezzo dell'immobile in caso di mancata attuazione del preliminare (art. 2755-*bis* c.c.), se sorto anteriormente alla trascrizione del sequestro conservativo prevalga — ad esempio — sul privilegio immobiliare del credito da reato, per quanto il primo sia posto a presidio di un interesse puramente individuale e, peraltro, sia a sua volta postposto rispetto all'ipoteca anteriore (Cass., SU, n. 21045/2009).

D'altronde anche i crediti da reato muniti di privilegio mobiliare sono postergati rispetto ai crediti pignorati ai sensi del primo comma dell'art. 2748 c.c., disposizione, quest'ultima, ritenuta legittima dalla Corte costituzionale sul rilievo che, a differenza dei crediti per spese processuali, che prevalgono sul pegno in quanto riguardano il solo onere economico della cautela, onere sostenuto peraltro a potenziale vantaggio di tutti i creditori e di ogni loro ragione, quelli cui si riferisce il sequestro penale costituiscono, per quel che riguarda la parte civile, l'oggetto stesso della cautela, ma limitatamente a quest'ultimo creditore privato e per le sole ragioni derivanti dal reato (Corte cost., n. 7/1988), a conferma che la protezione del credito della vittima incontra anche nella disciplina delle cause di prelazione, limiti che derivano dal bilanciamento con altri interessi cui il legislatore riconosce prevalente dignità.

Si aggiunga che, per giurisprudenza consolidata, la misura conservativa

(e la causa di prelazione) non può esser ottenuta dopo la dichiarazione di fallimento del reo, non essendo previste deroghe al divieto di avviare azioni esecutive o cautelari individuali dopo l'apertura del concorso (Cass., SU pen., n. 29951/2004), soluzione che è oggi accolta dall'art. 319 del codice della crisi in caso di liquidazione giudiziale (d.lgs. 14/2019).

9. L'ordinanza interlocutoria ha ricordato che la tutela dei crediti dei danneggiati da reato trova esplicito riconoscimento nella normativa e nella giurisprudenza comunitarie, e ha richiamato la Direttiva 2004/80/UE, del 29 aprile 2004, relativa all'indennizzo delle vittime di reato, che obbliga gli Stati membri a adottare un sistema di indennizzo pubblico destinato ad essere erogato nelle ipotesi in cui resti insoddisfatto il credito del danneggiato da reato intenzionale violento.

Il Collegio remittente ha evidenziato che, anche a livello sovranazionale, la previsione almeno di una tutela risarcitoria effettiva, quando non è possibile il ristoro in forma specifica, viene definita soddisfacente, ma, al contempo, una minimale e necessaria forma di garanzia del titolare di quei diritti.

Deve porsi in rilievo che il considerando n. 2 della Direttiva 2004/80/UE afferma che la tutela dei crediti da reato si correla alla libertà di circolazione delle persone e dei servizi, cui è essenziale la protezione dell'integrità personale in ciascuno Stato membro alla stessa stregua dei cittadini e dei soggetti che vi risiedono ed indipendentemente dal luogo in cui il reato è stato commesso.

La Corte di Giustizia UE (sentenza 16.7.2020, in C129/19), sulla base di una pluralità di indici, ha affermato che *“l'art. 12, paragrafo 2, della direttiva impone a ogni Stato membro di dotarsi di un sistema di indennizzo che ricomprenda tutte le vittime di reati intenzionali violenti commessi nei loro territori e non soltanto le vittime che si trovano in una situazione transfrontaliera”* (Cass., n. 26758/2020, n. 26757/2020).

La disciplina indennitaria adottata con legge n. 122/2016 — Disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea — prevede, appunto, l'erogazione dell'indennizzo solo in caso di commissione di un reato intenzionale violento (con esclusione dei reati colposi o non violenti).

Ai fini che qui interessano, l'indennizzo è rimedio sussidiario di soddisfacimento delle ragioni del danneggiato che può essere ottenuto quando, ai sensi dell'art. 12, comma 1, lett. b), della legge n. 122 del 2016, come modificato dall'art. 6 della legge n. 167 del 2017, la vittima *“abbia già esperito infruttuosamente l'azione esecutiva nei confronti dell'autore del reato per ottenere il risarcimento del danno dal soggetto obbligato in forza di sentenza di condanna irrevocabile o di una condanna a titolo di provvisoria”*, salvo che *“l'autore del reato sia rimasto ignoto oppure quando quest'ultimo abbia chiesto e ottenuto l'ammissione al gratuito patrocinio a spese dello Stato nel procedimento penale o civile in cui è stata accertata la sua responsabilità”*.

Un ulteriore rafforzamento della posizione della vittima è stata attuata

con la Direttiva 2012/29/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 ottobre 2012 che ha istituito norme minime in materia di diritti, assistenza e protezione delle vittime di reato e che sostituisce la decisione quadro 2001/220/GA; la nuova disciplina è rivolta a mantenere e sviluppare uno spazio di libertà, sicurezza e giustizia, la cui pietra angolare è il reciproco riconoscimento delle decisioni giudiziarie in materia civile e penale, oltre alla previsione di garanzie e diritti di partecipazione, informazione, accesso e assistenza.

L'art. 16 impone agli Stati membri di garantire il diritto della vittima di ottenere una decisione in merito al risarcimento da parte dell'autore del reato nell'ambito del procedimento penale entro un ragionevole lasso di tempo.

La Direttiva 42/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 3 aprile 2014 relativa al congelamento e alla confisca dei beni strumentali e dei proventi da reato nell'Unione europea, applicabile in caso di commissione dei reati individuati dall'art. 3, contempla, inoltre, misure di garanzia dei diritti dei danneggiati potenzialmente pregiudicati da eventuali provvedimenti di confisca patrimoniale a carico dei responsabili nelle ipotesi in cui le misure ablatorie possano determinarne l'incapienza patrimoniale.

Il considerando n. 10 della Direttiva prevede che, ove, a seguito di un reato, sussistano diritti di risarcimento delle vittime nei confronti della persona oggetto di un provvedimento di confisca previsto dalla presente direttiva, gli Stati membri adottino le misure necessarie per garantire che il provvedimento di confisca non impedisca a tali vittime di far valere i loro diritti.

Infine l'art. 18 della recente direttiva 1460/2024 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 aprile 2024 riguardante il recupero e la confisca dei beni, dispone (art. 18), per i reati di cui all'art. 2, che gli Stati membri adottano misure adeguate affinché qualora, a seguito di un reato, sussistano diritti di risarcimento delle vittime nei confronti della persona oggetto di una misura di confisca prevista dalla presente direttiva, tali diritti siano presi in considerazione nell'ambito del pertinente procedimento di reperimento, congelamento e confisca dei beni. Gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché l'esecuzione delle misure di confisca previste dalla direttiva non pregiudichi il diritto delle vittime di ottenere un risarcimento e possono decidere di limitare tali misure alle situazioni in cui i beni legittimi dell'autore del reato non siano sufficienti a coprire l'importo totale del risarcimento.

Dal descritto quadro normativo emerge che la disciplina comunitaria ha previsto l'adozione di misure sussidiarie di protezione delle vittime a carattere settoriale (limitate a specifiche categorie di reati) a completamento ed integrazione delle regole di responsabilità da reato per l'ipotesi che i rimedi risarcitori si rivelino — in concreto — infruttuosi o siano vanificati, ad esempio, dalle misure di confisca, senza sottendere un giudizio di insufficienza delle norme interne in tema di risarcimento del danno che imponga

correttivi in via interpretativa, in particolare con riferimento al regime delle cause di prelazione.

Si è indubbiamente affermata nella disciplina comunitaria una sempre maggiore valorizzazione degli interessi della vittima mediante l'arricchimento del ruolo processuale, la predisposizione di strumenti di protezione, assistenza e informazione, l'arricchimento delle facoltà processuali, la previsione del diritto ad una decisione rapida sulla richiesta di risarcimento e l'adozione di un sistema di sussidiario di indennizzo destinato a colmare eventuale deficit di effettività della tutela risarcitoria dovuto all'incapienza del patrimonio del danneggiante, ma senza alcun riflesso diretto sui criteri di soluzione dei conflitti con le ragioni dei terzi titolari di diritti di garanzia o di crediti privilegiati.

In definitiva, la speciale tutela del credito da reato — e di quello risarcitorio della vittima — accordata dalla normativa interna e da quella comunitaria non offre argomenti decisivi per superare il dato letterale basato sul criterio di priorità temporale e le conclusioni cui sono giunte le Sezioni Unite riguardo alle conseguenze che discendono dalla natura trascrizionale o iscrivibile della causa di prelazione.

10. La consumazione di un reato può incidere su diritti fondamentali della persona e l'eventuale postergazione nel conflitto con i crediti ipotecari anteriori potrebbe far sì che tali diritti restino insoddisfatti, dando prevalenza alla tutela di interessi di natura patrimoniale a scapito di istanze fondamentali della persona tutelate dall'art. 2 della Costituzione.

Occorre, tuttavia, considerare che il credito da reato non beneficia di per sé di alcun privilegio ove non accertato in sede penale e qualora non siano adottate ed eseguite misure cautelari conservative.

Appaiono imprescindibili le indicazioni della giurisprudenza costituzionale (Corte cost., n. 84/1992 e n. 113/2004) per la quale in considerazione del carattere politico-economico dei criteri che orientano il riconoscimento della natura privilegiata di determinati crediti, non è consentito introdurre, sia pure con riguardo a posizioni creditorie che sottendono interessi di rango costituzionale, una causa di prelazione ulteriore, « *con strutturazione di un autonomo modulo normativo* » che « *codifichi la tipologia del nuovo privilegio ed il suo inserimento nel sistema di quelli preesistenti* ». Se, quindi, non si configura un vincolo di matrice costituzionale che obblighi a riconoscere carattere privilegiato ai crediti che sottendono interessi di rango ordinamentale primario, quali i diritti fondamentali, a fortiori non si giustifica una soluzione interpretativa che faccia prevalere tali crediti nell'ordine di pagamento pur in presenza di una scelta normativa di segno diverso, posta l'ampia discrezionalità di cui gode in materia il legislatore. Non va poi pretermessa la considerazione che la disciplina dei privilegi pone in rapporto le ragioni del danneggiato non rispetto a quelle del responsabile, ma a quelli dei terzi titolari di diritti sui beni del reo, stabilendone i criteri di prevalenza, per cui, all'infuori delle ipotesi di frode o di atti suscettibili di revocatoria penale (art.

193 e ss. c.p.), non appare precluso un ragionevole bilanciamento delle ragioni dei terzi con quelli della vittima, dando valore alla conoscenza o conoscibilità dei pesi gravanti sul patrimonio del debitore in relazione agli adempimenti di pubblicità costitutiva, a garanzia della certezza dei rapporti giuridici e della sicurezza dei traffici.

11. Seguono in conclusione l'inammissibilità dei primi due motivi di ricorso per difetto di decisività, essendo la pronuncia conforme a diritto nel dispositivo, dovendo disporsi la correzione della motivazione, nel senso che il credito della banca che abbia erogato un mutuo fondiario ai sensi dell'art. 38 del t.u.b., è assistito da ipoteca di primo grado.

Il terzo motivo, proposto condizionatamente al riconoscimento del grado privilegiato al credito della banca, è assorbito.

Il ricorso è respinto, poiché correttamente la pronuncia impugnata ha ripartito le somme ricavate dalla vendita forzata, dando preferenza al credito ipotecario rispetto al credito da reato della ricorrente, stante l'anteriorità dell'iscrizione ipotecaria rispetto alla trascrizione del sequestro conservativo penale sull'immobile da cui scaturisce il privilegio speciale immobiliare che, ai sensi del quarto comma dell'art. 316 c.p.p.

Deve enunciarsi il seguente principio di diritto:

“Il privilegio speciale immobiliare che, ai sensi dell'art. 316, comma 2, c.p.p., assiste i crediti da reato della parte civile si costituisce solo per effetto della trascrizione del sequestro conservativo penale sui beni dell'imputato o del responsabile civile e, quindi, in deroga al secondo comma dell'art. 2748 c.c., il conflitto con i crediti ipotecari è regolato in base all'anteriorità degli adempimenti di pubblicità costitutiva.

Ne consegue che il credito assistito da ipoteca volontaria è preferito ai crediti privilegiati di cui all'art. 316, comma 2, c.p.p. se l'ipoteca è iscritta anteriormente alla trascrizione del sequestro”.

Le spese di legittimità sono integralmente compensate in considerazione della novità e della complessità delle questioni esaminate.

P.Q.M.

rigetta il ricorso e compensa integralmente le spese del presente giudizio di legittimità.

Dà atto, ai sensi dell'art. 13, comma 1-*quater* del D.P.R. n. 115/02, della sussistenza dei presupposti processuali per il versamento, da parte della ricorrente, di un ulteriore importo a titolo di contributo unificato, pari a quello previsto per il ricorso a norma del comma 1-*bis* dello stesso art. 13, se dovuto.

Preferenza del credito ipotecario rispetto al credito da reato: il credito risarcitorio della vittima di reato e il privilegio ipotecario al vaglio delle Sezioni Unite Civili n. 34681 del 29 dicembre 2025
(di BENEDETTA FRANCO)

Con la sentenza n. 34681, pubblicata in data 29 dicembre 2025, la Corte di Cassazione a Sezioni Unite Civili, con un'analitica disamina, anche in chiave sovranazionale, della tutela risarcitoria della vittima di reato e alcuni chiarimenti sulla portata dell'art. 41 TUB, è intervenuta sul rapporto tra il privilegio speciale sugli immobili di cui all'art. 316, comma 2, c.p.p. e l'ipoteca, affermando il seguente principio di diritto: *“Il privilegio speciale immobiliare che, ai sensi dell'art. 316, comma 2, c.p.p., assiste i crediti da reato della parte civile si costituisce solo per effetto della trascrizione del sequestro conservativo penale sui beni dell'imputato o del responsabile civile e, quindi, in deroga al secondo comma dell'art. 2748 c.c., il conflitto con i crediti ipotecari è regolato in base all'antiorità degli adempimenti di pubblicità costitutiva. Ne consegue che il credito assistito da ipoteca volontaria è preferito ai crediti privilegiati di cui all'art. 316, comma 2, c.p.p. se l'ipoteca è iscritta anteriormente alla trascrizione del sequestro”*.

Appare opportuno, innanzitutto, inquadrare sinteticamente la fattispecie all'esame della Suprema Corte.

In una procedura esecutiva immobiliare interveniva una società, quale cessionaria del credito della procedente, sorto in forza di sentenza penale confermata in secondo grado e a garanzia del quale era stato trascritto, in data 07.02.2012, sequestro conservativo ex art. 316 c.p.c.. Nella medesima espropriazione immobiliare era intervenuta una Banca, per un credito derivante da un mutuo fondiario stipulato in data 31.07.2003 e assistito da iscrizione ipotecaria del 07.08.2003.

In sede di riparto, l'intero ricavato della vendita forzata del compendio pignorato, già provvisoriamente assegnato ex art. 41 TUB alla Banca, veniva attribuito alla cessionaria del credito assistito dal privilegio ex art. 316, comma 2, c.p.p.; pertanto, l'Istituto di credito instava per la modifica del progetto di riparto.

Il Giudice dell'esecuzione risolveva la controversia esecutiva accogliendo le istanze della Banca, riconoscendo alla cessionaria del credito della procedente le sole spese in prededuzione ex art. 2770 c.c.. Il Tribunale di Asti, successivamente adito ex artt. 512 e 617 c.p.c., respingeva l'opposizione e confermava l'ordinanza del Giudice dell'esecuzione che veniva, quindi, impugnata in sede di legittimità.

Quanto a quest'ultimo, con l'ordinanza interlocutoria n. 19314/2024 il Collegio remittente della Terza Sezione Civile della Corte di Cassazione — in ragione, tra l'altro, del rilievo che l'interesse sotteso al privilegio ex art. 316 c.p.p. *“corrisponde anche a evidenti interessi pubblicistici”*, con la conseguenza che il bilanciamento degli interessi in gioco impone la *“valutazione di premi-*

nenza o meno della funzione repressiva statutale e della tutela penalistica dei diritti sulle ragioni di credito derivanti da ordinari rapporti tra privati” — si interrogava, quindi, sull’opportunità di applicare, in sede di distribuzione del ricavato dalla vendita forzata di immobili e al concorso tra il privilegio speciale immobiliare disciplinato dall’art. 316, comma 4, c.p.p. e l’ipoteca iscritta anteriormente, i principi formulati da Cass. Civ., SS.UU. n. 21045/2009 che, come noto, ha sancito il principio secondo cui *“Il privilegio speciale sul bene immobile, che assiste (ai sensi dell’art. 2775-bis c.c.) i crediti del promissario acquirente conseguenti alla mancata esecuzione del contratto preliminare trascritto ai sensi dell’art. 2645-bis c.c. siccome subordinato ad una particolare forma di pubblicità costitutiva (come previsto dall’ultima parte dell’art. 2745 c.c.), resta sottratto alla regola generale di prevalenza del privilegio sull’ipoteca, sancita, se non diversamente disposto, dell’art. 2748 c.c., comma 2, e soggiace agli ordinari principi in tema di pubblicità degli atti”*, rimettendo la questione alle Sezioni Unite.

Nelle proprie conclusioni, il P.M., in persona del Sostituto Procuratore Generale Dott. Giovanni Battista Nardecchia, instava per l’affermazione del seguente principio di diritto: *“ai sensi dell’art. 2748 comma 2 c.c. il privilegio speciale previsto dal combinato disposto degli artt. 316, comma 4, e 320, comma 1, cod. proc. pen. prevale nei confronti delle ipoteche anche se precedentemente iscritte”*.

In tal senso, secondo il P.M. — oltre alla ritenuta prevalenza della funzione repressiva statutale e della tutela penalistica dei diritti sulle ragioni di credito *“rispetto a quelli derivanti da ordinari rapporti tra privati”* e alle affermate ragioni sistematiche e di interpretazione letterale, che consentirebbero di salvaguardare la volontà del Legislatore ⁽¹⁾ — appariva significativo e induceva gli interpreti a più di una riflessione, il seguente argomento:

“mentre quello dell’odierna ricorrente è pacificamente privilegiato ai sensi dell’art. 316, comma 4, cod. proc. pen. (e dell’art. 320, comma 1, cod. proc. pen., secondo cui “la conversione (del sequestro conservativo in pignoramento) non estingue il privilegio previsto dall’articolo 316 comma 4”), così non è per quello della Banca, trattandosi di credito garantito da ipoteca, che l’art. 2741, comma 2, cod. civ. distingue dalle altre cause legittime di prelazione e, cioè, dai privilegi e dal pegno (solo in senso atecnico si usa definire il creditore garantito da ipoteca come munito del “privilegio ipotecario”, cfr. Cass., Sez. U, Sentenza n. 33719 del 16/11/2022 o si parla di “privilegi” del creditore

⁽¹⁾ Rispettivamente, in quanto ai sensi dell’art. 2779 c.c. *“l’ipoteca recede davanti ai privilegi configurati nei primi dieci numeri dell’art. 2778 c.c.”* e stante il ritenuto *“chiaro ed inequivocabile tenore letterale dell’art. 2748 c.c. (a mente del quale, ricordiamo, Se la legge non dispone altrimenti, il privilegio speciale sui beni mobili non può esercitarsi in pregiudizio del creditore pignoratizio [2777, 2781]. I creditori che hanno privilegio sui beni immobili sono preferiti ai creditori ipotecari se la legge non dispone diversamente [2770, 2774]), di far prevalere, salvo deroghe eccezionali, che tali devono rimanere, il privilegio speciale sull’ipoteca, quantunque il primo sia assimilabile a quelli cd. “iscrizionali” e la seconda precedentemente iscritta”*).

fondario con riguardo alle disposizioni di favore contenute nel T.U.B., v. Cass., Sez. 3, Sentenza n. 17439 del 28/06/2019)".

Tale assunto e la giurisprudenza a sostegno sono conformi ad autorevoli Voci ⁽²⁾ che, in estrema sintesi, affermano che l'ipoteca è un diritto reale di garanzia che può configurarsi come un accessorio del credito, dotato di autonomia strutturale e, al contempo, in dipendenza funzionale dal credito medesimo che si comporrebbe dei diritti di esproprio, di seguito e di prelazione sul ricavato dell'espropriazione degli immobili vincolati.

Dal canto, loro come si dirà, le Sezioni Unite hanno ritenuto che la normativa interna e quella comunitaria, regolanti la tutela del credito da reato e quello risarcitorio della vittima, non offrano argomenti decisivi per superare o, altrimenti, derogare il dato letterale fondato sul criterio di priorità temporale conseguente alla natura trascrizionale o iscrivibile della causa di prelazione.

La Corte di Cassazione, pur ritenendo fondati i motivi di ricorso si è così determinata, formulando il principio di diritto poc'anzi menzionato, in primo luogo affermando che *"il credito dell'istituto che trova titolo in un contratto di mutuo fondiario non è assistito da privilegio: l'art. 38, comma primo, del t.u.b. dispone che detto credito, che ha per oggetto la concessione, da parte di banche, di finanziamenti a medio e lungo termine, è garantito da ipoteca di primo grado sugli immobili (Cass., n. 1506/2014 e n. 3847/1988)"* e ribadendo il proprio risalente orientamento secondo cui l'art. 41, comma 2, TUB ⁽³⁾ ha natura di mero privilegio processuale che, come tale, si risolve in una mera *"anticipazione di valuta"*, consentendo agli istituti di credito *"di disporre di quanto loro spettante, ma non di importi superiori, in via anticipata rispetto al momento nel quale si determina, con la conclusione dell'attività di liquidazione e con l'esecuzione del piano di riparto, il quantum spettante a ciascun creditore concorrente"*.

Tant'è che nel dichiarare l'inammissibilità dei primi due motivi di ricorso, per difetto di decisività, essendo la pronuncia conforme a diritto nel dispositivo, le Sezioni Unite hanno corretto la motivazione, *"nel senso che il credito della banca che abbia erogato un mutuo fondiario ai sensi dell'art. 38 del t.u.b., è assistito da ipoteca di primo grado"*.

Il Collegio si è addentrata, poi, in una analitica disamina della sentenza a Sezioni Unite n. 21045/2009 ⁽⁴⁾, di cui ha affermato di condividere le

⁽²⁾ Tra gli altri, G. TAMBURRINO, *Della tutela dei diritti. Delle ipoteche. Artt. 2808-2899*, in *Commentario del Codice Civile redatto da Magistrati e Docenti*, Utet.

⁽³⁾ Secondo cui, come noto, *"L'azione esecutiva sui beni ipotecati a garanzia di finanziamenti fondiari può essere iniziata o proseguita dalla banca anche dopo la dichiarazione di fallimento del debitore. Il curatore ha facoltà di intervenire nell'esecuzione. La somma ricavata dall'esecuzione, eccedente la quota che in sede di riparto risulta spettante alla banca, viene attribuita al fallimento"*.

⁽⁴⁾ Per cui *"il privilegio speciale sul bene immobile, che assiste (ai sensi dell'art. 2775-bis c.c.) i crediti del promissario acquirente conseguenti alla mancata esecuzione del contratto preliminare trascritto ai sensi dell'art. 2645-bis c.c. siccome subordinato ad una particolare forma di pubblicità costitutiva (come previsto dall'ultima parte dell'art. 2745 c.c.), resta"*

indicazioni di metodo e dell'immediato antecedente normativo dell'art. 316, comma 4, c.p.p.⁽⁵⁾, ricordando che la Legge tutt'oggi non considera il credito derivante da reato in sé e per sé privilegiato, ma soltanto a seguito dell'esecuzione del sequestro conservativo penale in cui trova la sua causa esclusiva e che, per gli immobili, si attua nelle forme prescritte dal codice di procedura civile e, quindi, mediante la trascrizione nei registri immobiliari, come prescrive l'art. 317, comma 3, c.p.p..

Quanto, nello specifico, alla norma penale il Supremo Collegio ha affermato che *“il rilievo che l'art. 316, comma 4, c.p.p. conferisce al criterio di priorità temporale conduca anzitutto a circoscrivere la sfera applicativa della norma al rapporto tra i privilegi in senso tecnico”*, con la conseguenza che secondo l'interpretazione letterale, per *“crediti non privilegiati”* debbono intendersi *“quelli che non beneficiano di un privilegio in senso stretto”*.

Ancora, ha rilevato subito dopo che *“se tra “i crediti non privilegiati di data anteriore” fossero ricomprese le ipoteche, quali cause di prelazione diverse dal privilegio in senso stretto, l'art. 316, comma 4, c.p.c. condurrebbe alle medesime conseguenze pratiche già sancite dall'art. 2748, comma secondo, c.c., ossia alla generale preferenza del credito da reato, rendendo la norma penale un inutile doppione, posto che già il codice civile prescrive, quale regola generale, che il credito assistito dal privilegio è soddisfatto con priorità a prescindere dalla data di iscrizione della garanzia ipotecaria”*.

Complessivamente considerando i suddetti rilievi, a sommosso avviso di chi scrive, da un lato la Corte di Cassazione parrebbe aderire alla tesi secondo cui le ipoteche sono da ricondurre nell'alveo dei privilegi in senso stretto.

Al contempo, però, avendo affermato in prima battuta (come già evidenziato) che il credito dell'istituto che trova titolo in un contratto di mutuo fondiario non è assistito da privilegio, parrebbero escludere che possa parlarsi di privilegio ipotecario in senso tecnico e non soltanto alla luce della regola generale consacrata nell'art. 2748, comma 2, c.c..

Con la conseguenza che solamente ai sensi dell'art. 316, comma 4, c.p.p. e, quindi, in via di eccezione quello ipotecario possa intendersi come un privilegio tecnico o in senso stretto.

Il ragionamento della Suprema Corte prosegue osservando che *“per riservare all'art. 316, comma 4, c.p.p. un autonomo spazio applicativo occorre ammettere che la disposizione, coerentemente con l'evoluzione del sistema delle garanzie penali e con la genesi della norma (...) è volta a regolare il concorso tra crediti privilegiati in senso tecnico (o con i chirografari), non in base alla causa, ma all'antiorità cronologica del credito (recte, della costituzione della*

sottratto alla regola generale di prevalenza del privilegio sull'ipoteca, sancita, se non diversamente disposto, dall'art. 2748 c.c., comma 2, e soggiace agli ordinari principi in tema di pubblicità degli atti”.

⁽⁵⁾ *“Per effetto del sequestro i crediti indicati nei commi 1 e 2 si considerano privilegiati [2745 c.c.], rispetto a ogni altro credito non privilegiato di data anteriore e ai crediti sorti posteriormente, salvi, in ogni caso, i privilegi stabiliti a garanzia del pagamento dei tributi”*.

causa di prelazione), in ideale continuità con l'impostazione di fondo del codice penale del 1930".

E, ancora, sottolineando che "con la formula "si intendono privilegiati", l'art. 316 c.p.p. non si limita a munire i crediti derivanti da reato della causa di prelazione e a regolare il solo rapporto con i chirografari (...) ma contempla principalmente un criterio di soluzione del conflitto tra privilegi, giacché quello relativo ai crediti da reato è esplicitamente posposto rispetto ai privilegi relativi a crediti sorti anteriormente (ossia, "non si considera privilegiato"), mentre prevale su quelli successivi indipendentemente dalla loro causa, in deroga al sistema del codice civile. (...) Sul piano letterale, se i crediti derivanti da reato "si considerano privilegiati" rispetto ai crediti non privilegiati di data anteriore, ne consegue — a contrario — che tale qualità non compete rispetto ai crediti privilegiati sorti anteriormente".

Premessa tale approfondita disamina, le Sezioni Unite hanno ritenuto che dal dato testuale dell'art. 316, comma 4, c.p.p. non si rinviene una diretta disciplina del rapporto tra il privilegio speciale immobiliare in questione e l'ipoteca, ma si trovano utili indicazioni per riscontrare il quesito posto dall'ordinanza interlocutoria.

Nello specifico, ritenendo dirimente che "il privilegio immobiliare si costituisce solo una volta adempite la pubblicità di trascrizione del sequestro conservativo sugli immobili dell'autore del reato o del responsabile civile; per tale causa di prelazione, a differenza del privilegio iscrizionale che assiste il credito del promissario acquirente per la restituzione del prezzo (oggetto della sentenza n. 21045/2009), è espressamente contemplato un criterio di soluzione del conflitto con gli altri privilegi basato sulla priorità temporale".

Sicché, le Sezioni Unite hanno valorizzato i rilievi della pronuncia n. 21045/2009 "riguardo al fatto che i privilegi iscrizionali o trascrizionali non sono accordati sulla base della causa del credito, e la loro pubblicità ha valore costitutivo, per cui restano regolati in base al criterio cronologico e al principio compendiato nel noto brocardo prius in tempore, potior in jure "ora evocato dall'art. 316, comma 4, c.p.p., sebbene limitatamente al concorso tra privilegi [con la conseguenza che] gli effetti della causa di prelazione si producono con l'adempimento delle forme di pubblicità e cessano con la cancellazione".

Fermo restando, ha precisato la Suprema Corte, che "la causa del credito resta il presupposto giustificativo anche dei privilegi trascrizionali ed iscrizionali subordinati a particolari forme di pubblicità, o dei privilegi che richiedono, per la loro nascita, la convenzione delle parti, nel senso anche in tal caso la causa di prelazione è accordata in base ad una valutazione di particolare meritevolezza del credito, effettuata a monte dal legislatore (art. 2745, comma secondo, c.c.)".

Rammentando, però, che "è riconosciuta al legislatore un'ampia discrezionalità nella selezione dei crediti cui accordare natura privilegiata, in ordine alla scelta, generale o speciale, del privilegio e sulla graduazione all'interno dei crediti privilegiati, potendosi solo controllare — all'interno di una specifica

norma attributiva di un privilegio — la ragionevolezza della mancata inclusione, in essa, di fattispecie identiche od omogenee a quella cui la causa di prelazione è riferita (Corte cost., n. 84/1992, n. 113/2004, n. 40/1996, n. 101/2022), dal che è logico desumere che detta discrezionalità possa legittimamente stabilire un ordine di soddisfacimento ancorato non alla causa del credito, ma al dato cronologico dell'adempimento delle forme di pubblicità costitutiva del privilegio iscrizionale o trascrizionale”.

La Corte di Cassazione ha, poi, escluso la rilevanza dell'origine storica dei privilegi immobiliari quale retaggio delle antiche ipoteche privilegiate a tutela di interessi pubblici, ritenendo anche non dirimente l'art. 2779 c.c. in tema di privilegi mobiliari per i crediti da reato, in quanto “è il frutto di un percorso normativo esattamente inverso a quello dei privilegi per i crediti da reato, avendo il codice civile trasformato in ipoteca mobiliare l'originario privilegio mobiliare previsto dall'art. 2 del Regio decreto n. 436/1927 che, ai sensi del successivo art. 5, prevaleva su ogni altro privilegio” e, come tale, non applicabile in via analogica.

Altrettanto particolareggiata è la motivazione addotta per escludere, nel caso in esame, la prevalenza dell'interesse pubblicistico su quello del creditore ipotecario.

Appare significativo il seguente passaggio della sentenza in commento: “La tutela del credito da reato nel giudizio penale è solo eventuale, poiché richiede la costituzione di parte civile, ed eventuale è la stessa costituzione del privilegio, poiché subordinato all'emissione e all'esecuzione del sequestro conservativo, a riprova che il risarcimento non può considerarsi un necessario completamento della pretesa punitiva dello Stato rivolta a ripristinare l'ordine giuridico violato dalla commissione del reato”.

La Suprema Corte chiarisce ulteriormente il proprio convincimento alla luce della considerazione secondo cui “la tutela delle ragioni dei creditori ipotecari non necessariamente arretra al cospetto di interessi pubblici: nella disciplina delle misure ablative penali, i diritti di garanzia dei terzi non sono automaticamente sacrificati dalla confisca prevista dall'art. 240 c.p., come allorquando il terzo sia in buona fede o in situazione di affidamento incolpevole (Cass., SU pen., n. 9/1994 e 9/1999, Cass. pen., n. 29951/2004)”.

Non ultimo, ribadendo che “per giurisprudenza consolidata, la misura conservativa (e la causa di prelazione) non può esser ottenuta dopo la dichiarazione di fallimento del reo, non essendo previste deroghe al divieto di avviare azioni esecutive o cautelari individuali dopo l'apertura del concorso (Cass., SU pen., n. 29951/2004), soluzione che è oggi accolta dall'art. 319 del codice della crisi in caso di liquidazione giudiziale (d.lgs. 14/2019)”.

Non ultimo, passando ai profili prettamente penalistici della speciale tutela del credito da reato e di quello risarcitorio della vittima, premessa una accurata ricostruzione anche sovranazionale delle disposizioni normative regolanti la fattispecie e le sottese finalità, le Sezioni Unite hanno concluso affermando che “la stessa non offre argomenti decisivi per superare il dato

letterale basato sul criterio di priorità temporale e le conclusioni cui sono giunte le Sezioni Unite riguardo alle conseguenze che discendono dalla natura trascrizionale o iscrizionale della causa di prelazione”.

Pertanto, pur convenendo che *“la consumazione di un reato può incidere su diritti fondamentali della persona e l’eventuale postergazione nel conflitto con i crediti ipotecari anteriori potrebbe far sì che tali diritti restino insoddisfatti, dando prevalenza alla tutela di interessi di natura patrimoniale a scapito di istanze fondamentali della persona tutelate dall’art. 2 della Costituzione”*, la Suprema Corte di Cassazione ha escluso la sussistenza di un vincolo di matrice costituzionale *“che obblighi a riconoscere carattere privilegiato ai crediti che sottendono interessi di rango ordinamentale primario”*, con la conseguenza che nessuna soluzione interpretativa in tal senso potrebbe sovvertire una scelta normativa di segno diverso.

Questo anche ritenendo *“imprescindibili le indicazioni della giurisprudenza costituzionale (Corte cost., n. 84/1992 e n. 113/2004) per la quale « in considerazione del carattere politico-economico dei criteri che orientano il riconoscimento della natura privilegiata di determinati crediti, non è consentito introdurre, sia pure con riguardo a posizioni creditorie che sottendono interessi di rango costituzionale, una causa di prelazione ulteriore, « con strutturazione di un autonomo modulo normativo » che « codifichi la tipologia del nuovo privilegio ed il suo inserimento nel sistema di quelli preesistenti »”.*

Tanto più che, del tutto condivisibilmente a parere di chi scrive, le Sezioni Unite hanno altresì rilevato che *“la disciplina dei privilegi pone in rapporto le ragioni del danneggiato non rispetto a quelle del responsabile, ma a quelli dei terzi titolari di diritti sui beni del reo, stabilendone i criteri di prevalenza, per cui, all’infuori delle ipotesi di frode o di atti suscettibili di revocatoria penale (art. 193 e ss. c.p.), non appare precluso un ragionevole bilanciamento delle ragioni dei terzi con quelli della vittima, dando valore alla conoscenza o conoscibilità dei pesi gravanti sul patrimonio del debitore in relazione agli adempimenti di pubblicità costitutiva, a garanzia della certezza dei rapporti giuridici e della sicurezza dei traffici”.*

La Corte ha disposto, quindi, per la reiezione del ricorso, emettendo il principio di diritto che impone la regola dell’anteriorità degli adempimenti di pubblicità costitutiva nel rapporto tra il privilegio immobiliare ex art. 316, comma 2, c.p.p. e i crediti ipotecari, in quanto *“correttamente la pronuncia impugnata ha ripartito le somme ricavate dalla vendita forzata, dando preferenza al credito ipotecario rispetto al credito da reato della ricorrente, stante l’anteriorità dell’iscrizione ipotecaria rispetto alla trascrizione del sequestro conservativo penale sull’immobile”.*

La sentenza di legittimità n. 34681/2025 apporta sicuramente un contributo significativo per tentare di ricondurre a unità la nota problematica delle interferenze tra le procedure esecutive e quelle regolate dalla risalente Legge Fallimentare e dal Codice della Crisi di Impresa e dell’Insolvenza da un lato

— alle quali ultime è innegabile attribuire una spiccata valenza pubblicistica — e i sequestri e le confische penali dall'altro.

Tuttavia, la questione appare lungi dall'essere definitivamente risolta.

A riprova, ci limitiamo a menzionare per ragioni di sintesi Cass., SS.UU. penali, (ud. 22.06.2023) 6.10.2023, n. 40797, che ha affermato il seguente principio di diritto: *“l'avvio della procedura fallimentare non preclude il provvedimento di sequestro preventivo finalizzato alla confisca di beni attratti alla massa fallimentare per i reati tributari”*.

Più di recente, ricordiamo l'ordinanza interlocutoria della III Sezione Civile del 9.10.2025 n 27111, con cui la Corte di Cassazione ha rimesso alla Corte Costituzionale la *“questione di legittimità costituzionale — per violazione degli articoli 3, 24, 42 e 117, comma 1, della Costituzione, quest'ultimo in relazione all'art. 1, Prot. Addiz. 1 alla CEDU — dell'art. 104-bis, comma 1-bis, secondo periodo, disp att. c.p.p. (come novellato dal decreto legislativo n. 14 del 2019 e applicabile dal 15 luglio 2022) nella parte in cui prevede che, nei rapporti con le procedure esecutive individuali, anche al sequestro preventivo finalizzato alla confisca per equivalente ai sensi degli articoli 321, comma 2, c.p.p. e 322-ter c.p., nonché alla confisca stessa, si applica la disciplina del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159, anziché la regola dell'ordo temporalis delle formalità pubblicitarie”*.

Se ne evince che il dibattito, anche dottrinale, resta sicuramente aperto e l'importanza delle questioni implicate e le conseguenti ricadute pratiche delle diverse soluzioni offerte impone un'attenta riflessione a tutti gli operatori del diritto.

Bibliografia

TAMBURRINO G., *Della tutela dei diritti. Delle ipoteche. Artt. 2808-2899*, in *Commentario del Codice Civile redatto da Magistrati e Docenti*, Utet, Torino, 1970.

MASSIME (*)

Fallimento — Azione revocatoria — Esenzione ex art. 67, comma 3 lett. e) LF — Condizioni.

Sono esclusi dall'azione revocatoria ex art. 67LF i pagamenti effettuati in esecuzione dell'accordo omologato ai sensi dell'art. 182-bis LF, a prescindere dalle condizioni di operatività dell'esenzione, in ragione dell'esatto adempimento o dell'esecuzione dell'accordo nei termini preventivati nel piano, posto che l'unica condizione richiesta dalla norma è la sola omologazione del piano.

Corte d'Appello di Bologna, 4 dicembre 2025

* * *

Concordato semplificato — Giudizio di ammissibilità — Controllo di legalità sostanziale.

Il giudizio di "ritualità" che deve essere svolto dal Tribunale per l'apertura della procedura di Concordato semplificato non può limitarsi ad una valutazione meramente formale della proposta (competenza del giudice, iscrizione al registro imprese del debitore, sussistenza dei requisiti soggettivi ed oggettivi, ecc...) ma deve comprendere altresì uno scrutinio della cd "legalità sostanziale", che si estende all'apprezzamento delle condizioni di ammissibilità ex art. 25-sexies e 39 CCII con un controllo specifico sulla relazione del professionista attestatore.

Corte di Cassazione, Sezione I Civile, 4 dicembre 2025, n. 31641

* * *

Composizione negoziata — Inammissibilità — Valutazione del Tribunale.

In tema di nessi tra la composizione negoziata della crisi ex dl 118/2021 ed il procedimento per la dichiarazione di fallimento, spetta al Tribunale investito della domanda di fallimento valutare, *incidenter tantum*, ai fini della pronuncia, l'inammissibilità dell'istanza di composizione negoziata con applicazione di misure protettive, ove tale istanza sia stata depositata in violazione dell'art. 23, comma 2 dl cit in pendenza di una domanda di concordato preventivo, con riserva o meno.

(*) Massime a cura di Federica Cassese e Giorgia Vigna Taglianti

Corte di Cassazione, Sezione I Civile, 6 dicembre 2025, n. 31856

* * *

Concordato — Atti in frode — Omessa informazione — Revocabilità del Concordato.

L'accertamento ovvero la scoperta ad opera dell'organo commissariale di fatti idonei ad incidere sulla consistenza dell'attivo o del passivo concordatario, o integranti altri atti di frode del debitore (cd. "fatti decettivi"), comporta la revoca dell'ammissione al Concordato ancorché i creditori ne fossero stati resi edotti e restando irrilevante una eventuale nuova attestazione di veridicità

Corte di Cassazione, Sezione I Civile, 9 dicembre 2025, n. 31958

* * *

Composizione negoziata — Piano liquidatorio — Prospettiva di risanamento — Ammissibilità.

Il CCII prevede la possibilità di accedere alla composizione negoziata anche proponendo un piano totalmente o parzialmente liquidatorio purché questo sia lo strumento attraverso il quale perseguire l'obiettivo di risanamento che è proprio della composizione negoziata della crisi, nella prospettiva quindi della conservazione dei valori aziendali mediante continuità indiretta.

Tribunale di Vicenza, 16 Dicembre 2025

* * *

Concordato minore — Concordato minore e imprenditore individuale — Art. 33, comma 4, CCII — "Debitoria mista" — "Parcellizzazione delle istanze".

È ammissibile la proposta di concordato minore da parte dell'imprenditore individuale cancellato dal registro imprese, anche se i debiti provengono dalla sua attività precedente. Il divieto dell'art. 33, comma 4, CCII si applica solo alle società, invero, un'interpretazione diversa limiterebbe senza motivo la ristrutturazione dei debiti dell'ex imprenditore, dato che vieterebbe solo a tale figura, in presenza di una "debitoria mista", di ristrutturare debiti sia professionali che di natura consumeristica sorti dopo la cancellazione, costrin-

gendolo ad una illogica ed antieconomica “parcellizzazione” delle istanze con moltiplicazione dei giudizi.

Tribunale Parma, 21 novembre 2025

* * *

Liquidazione controllata — Durata della Procedura — Sovrapponibilità del disposto degli artt. 281, secondo comma, e 282, primo comma, CCII — Identità strutturale e funzionale tra liquidazione controllata e liquidazione giudiziale.

Nella procedura di liquidazione controllata, l’esdebitazione non comporta automaticamente la chiusura della procedura, questa dura il “tempo necessario” per la liquidazione dei beni e non può essere chiusa fintantoché permangano beni da alienare o liquidare. L’attività liquidatoria, infatti, in considerazione dell’identità strutturale e funzionale esistente tra liquidazione controllata e liquidazione giudiziale e della sovrapposizione del disposto dell’art 281, comma 2, a quello dell’art. 282, comma 1, CCII, deve proseguire in presenza di beni, indipendentemente dall’esdebitazione, nei limiti di quanto previsto dalla normativa europea, cioè solo per i beni che fanno parte della massa concorsuale al momento della dichiarazione di esdebitazione come da combinato disposto degli artt. 272 e 282 CCII (come riformati dal D.lgs. 136/2024).

Tribunale Parma, 3 dicembre 2025, n. 152

* * *

Liquidazione controllata — Attestazione di carenza di attivo — Ruolo del giudice — Utilità prospettica — Azione revocatoria ordinaria.

Anche in presenza di un’attestazione di carenza di attivo da parte dell’OCC, che non deve essere intesa come giudizio certo sull’esito delle azioni future, la procedura può essere aperta se esiste una possibilità concreta di acquisire attivo, anche solo mediante azioni giudiziarie prospettiche, come ad esempio azioni revocatorie ordinarie; l’organo giudicante deve valutare non solo la carenza oggettiva di attivo, ma anche se si intraveda un margine di utilità prospettica dalla apertura della liquidazione controllata essendo sufficiente accertare la non impossibilità di acquisire attivo.

Tribunale Salerno, 26 dicembre 2025

* * *

Liquidazione del patrimonio — Procedure anteriori all'entrata in vigore del CCII — Esdebitazione ex art. 278 ss. CCII — Responsabilità debiti pre-CCII.

Il Tribunale di Vicenza ha ritenuto che l'accesso agli istituti di esdebitazione previsti dagli artt. 278 ss. CCII si estenda ai debitori insolventi per posizioni debitorie anteriori all'entrata in vigore del CCII. Invero la disciplina contenuta nel suddetto deve considerarsi applicabile anche alle pendenze pregresse che integrano la condizione di insolvenza del debitore, in quanto migliorativo della loro condizione personale.

Tribunale Vicenza, 1 gennaio 2026

* * *

Ristrutturazione dei debiti del consumatore — Soggetto ex-imprenditore — “indebitamento promiscuo” — Art. 67 CCII.

Il Tribunale di Brescia ha riconosciuto l'ammissibilità della procedura di ristrutturazione dei debiti ex art. 67 CCII anche per la persona fisica, ex imprenditore individuale, che ha cessato l'attività d'impresa e si trova in una situazione di sovraindebitamento “promiscuo” scaturito da debiti contratti durante l'esercizio dell'attività d'impresa ormai cessata e successivamente in ambito personale, qualificando tale soggetto come consumatore ai fini dell'accesso alla composizione della crisi. Infatti, non avendo più il ricorrente alcun rapporto di tipo societario, ne consegue che i debiti non possano non assumere natura personale, gravando sul proprio bilancio familiare.

Tribunale Brescia, 5 gennaio 2026

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

Corte di cassazione, Sez. II Penale, 25 novembre 2025 (dep. 12 dicembre 2025), n. 40072, Pres. Pellegrino, Rel. Ariolli

RITENUTO IL FATTO

1. Li.Ji., a mezzo dei difensori di fiducia, ricorre per cassazione, con due distinti atti, avverso la sentenza della Corte di appello di Roma in data 17/06/2025 che, decidendo sull'appello dell'imputato e del pubblico ministero, ha assolto il ricorrente dal reato di autoriciclaggio di cui al capo B) perché il fatto non sussiste e, in accoglimento dell'appello del pubblico ministero, ha dichiarato l'imputato responsabile del reato di riciclaggio di cui al capo C), unificato dal vincolo della continuazione con quello di cui all'art. 166, comma 1, lett. c) D.Lgs. n. 58/1998 contestato al capo A), rideterminando la pena in anni quattro e mesi quattro di reclusione ed Euro 12.000,00 di multa.

CONSIDERATO IN DIRITTO

[omissis]

1. I ricorsi vanno rigettati.
2. Ricorso dell'Avv. M. D. G.

2.1. Con il primo motivo si deduce la violazione ed erronea applicazione dell'art. 166, comma 1, lett. c) D.Lgs. n. 58/98 per erronea qualificazione delle valute virtuali come "prodotti finanziari". Al riguardo, si rappresenta come l'attività svolta dal ricorrente — consistente in un servizio di "compro/vendo USDT/criptovaluta in modo decentralizzato", ossia in un'attività di cambio tra valuta avente corso legale (contanti) e valuta virtuale e viceversa — non fosse assimilabile alla nozione di "prodotto finanziario" e di "strumento finanziario" contenuta nel TUF, la quale presuppone un'aspettativa di rendimento legata ad un impiego di capitale. La circostanza che la valuta virtuale, per sua natura primariamente mezzo di scambio (e strumento di pagamento),

fosse utilizzata anche per finalità di investimento non la trasforma *tout court* in un prodotto finanziario, né ogni operazione di cambio in un servizio di investimento. Nessuna proposta di investimento finanziario era stata effettuata dal ricorrente, essendosi egli limitato a svolgere l'attività di un mero *exchanger RP2*.

Il motivo è manifestamente infondato. La censura, infatti, non si confronta con la motivazione delle sentenze di merito ove si sottolinea che la vendita di *bitcoin* veniva reclamizzata come una vera e propria proposta di investimento, tanto che si davano informazioni idonee a mettere i risparmiatori in grado di valutare se aderire o meno all'iniziativa, proponendosi l'imputato quale acquirente e gestore per conto di anonimi fornitori di portafogli di moneta virtuale. Peraltro, le stesse modalità che seguivano gli ordini ricevuti, puntualmente indicate alle pagine 6-8 della sentenza di primo grado, dimostrano un'attività di reinvestimento della provvista ricevuta da parte dell'imputato, a volte anche consistente in moneta virtuale. Trattasi, pertanto, di attività soggetta agli adempimenti di cui agli artt. 91 e seguenti TUF, la cui omissione integra la sussistenza del reato di cui all'art. 166, comma 1, lett. c) TUF, per come sancito da questa Corte (Sez. 2, n. 26807 del 17/09/2020, De Rosa, Rv. 279590-01; Sez. 2, n. 44378 del 26/10/2022, Melis, Rv. 284124-01; Sez. 3, n. 1760 del 20/11/2024, dep. 2025, Mannini, non mass.; Sez. 5, n. 37767 del 17/05/2023, Munaretto, non mass.).

2.2. Con il secondo motivo si denuncia l'assenza di una motivazione rafforzata in ragione della riforma *in peius* della sentenza assolutoria di primo grado con riguardo al reato di riciclaggio di cui al capo C) della rubrica. Si lamenta che la Corte di merito abbia operato una mera rilettura in chiave colpevolista del medesimo compendio probatorio, senza mai dimostrare la manifesta illogicità del percorso argomentativo alla stregua del quale il Giudice dell'udienza preliminare era pervenuto al proscioglimento dell'imputato.

Il motivo è infondato.

Dalla lettura della sentenza di primo grado risulta che il proscioglimento dell'imputato si fonda su due argomenti: non vi è prova che alla disponibilità manifestata a riciclare denaro di provenienza delittuosa — e ricavata dal contenuto di tre intercettazioni — si sia poi dato seguito; la misura elevata delle commissioni pagate dai clienti può ricondursi anche alla causale di garantirsi l'anonimato e l'assenza di controlli, anche al fine di evadere i relativi obblighi fiscali.

La sentenza impugnata ha, invece, ritenuto che la misura elevata della commissione fosse anche una chiara manifestazione della illecita provenienza del denaro investito, valorizzando ulteriori elementi di fatto che non hanno formato oggetto del diretto apprezzamento del Giudice per le indagini preliminari, richiamando la qualità per lo più di cittadini extracomunitari, di nazionalità cinese, di coloro che effettuavano gli investimenti quale indizio di sottrazione al pagamento di redditi conseguiti in Italia, unitamente alla

natura ingente dei versamenti in contanti del tutto compatibili con la sussistenza di illeciti tributari di rilevanza penale, nonché l'esistenza di un numero non esiguo di transazioni da un utente raggiungibile ad un *link* ove viene pubblicizzata la vendita di sostanza stupefacente.

Non si è, pertanto, al cospetto, per come denunciato col ricorso, di un ribaltamento che si fonda su una mera sostituzione a parte del giudice di appello del deliberato del primo giudice, bensì di un percorso motivazionale che si è fatto carico di saggiare la tenuta logico giuridica dei due argomenti spesi dal Giudice per l'udienza preliminare a sostegno del proscioglimento, disattendendoli non in forza di notazioni critiche di dissenso, bensì sulla scorta di altri elementi indiziari che hanno conferito all'ipotesi accusatoria una forza persuasiva superiore, in grado di conferire al *decisum* maggiore solidità, in ossequio agli insegnamenti della Corte di legittimità espressi anche a Sezioni unite (cfr. Sez. U, n. 6682 del 04/02/1992, Musumeci, Rv. 191229-01). E le conclusioni che in diritto ne ha tratto la Corte territoriale in termini di configurabilità del delitto di riciclaggio non si prestano a rilievi in sede di legittimità, alla stregua del principio affermato da questa Corte secondo cui è sufficiente che il reato presupposto, quale essenziale elemento costitutivo del riciclaggio, sia individuato quantomeno nella sua tipologia, senza che debba ritenersene necessaria la ricostruzione in tutti gli estremi storico-fattuali (cfr. Sez. 2, n. 6584 del 15/12/2021, dep. 2022, Cremonese, Rv. 282629-01; Sez. 2, n. 46773 del 23/11/2021, Peri, Rv. 282433-02. Secondo Sez. 2, n. 16012 del 14/03/2023, Scordamaglia, Rv. 284522-01, d'altronde, all'accertamento del delitto presupposto può pervenirsi anche attraverso prove logiche; sul rilievo da attribuirsi alla movimentazione e disponibilità di ingenti somme di denaro, v. Sez. 2, n. 31835 del 02/07/2024, Guan, non mass.; Sez. 2, n. 29956 del 30/04/2024, Vanacore, non mass.; Sez. 2, n. 31669 del 11/09/2025, Khassa, non mass.; Sez. 1, n. 19701 del 21/02/2025, Sansone, non mass.).

2.3. Con il terzo motivo si deduce la violazione ed erronea applicazione dell'art. 648-*bis* cod. pen.

Quanto al profilo oggettivo del reato, si lamenta la mancata individuazione del delitto presupposto che la Corte di merito aveva fondato su meri indizi (commissioni elevate, contatti con pregiudicati) e senza escludere in modo motivato l'ipotesi alternativa e plausibile dell'evasione fiscale (la stessa Corte aveva ammesso che le somme potessero essere ricondotte ad evasione) che costituisce reato solo al ricorrere di determinate soglie di punibilità.

Quanto al profilo soggettivo, si richiama l'assunto del Giudice per le indagini preliminari secondo cui la condotta dell'imputato era compatibile con la finalità di evasione fiscale che non implica necessariamente la consapevolezza di maneggiare proventi di reati più gravi. Inoltre, si rappresenta come dall'istruttoria fossero emersi elementi incompatibili con il dolo (il riferimento è all'intenzione dell'imputato di voler regolarizzare la propria attività), anche

eventuale e, soprattutto, l'assenza di volontà di ostacolare l'accertamento dell'origine illecita dei proventi oggetto di conferimento.

Il motivo non è fondato.

Richiamato quanto sopra osservato in ordine all'elemento oggettivo del reato, anche la censura svolta in ordine all'elemento soggettivo risulta infondata, in quanto il profilo del dolo, quantomeno eventuale, si ricava appieno dal contenuto delle intercettazioni da cui risulta la fattiva disponibilità dell'imputato a ricevere flussi di denaro provento di delitti (la sentenza impugnata precisa che l'imputato si era anche offerto di svolgere attività di investimento dei proventi dello spaccio delle piazze romane), nell'ambito di un meccanismo che, proprio in ragione delle sue modalità operative (reinvestimento su account di somme ingenti ricevute per lo più in contanti da soggetti sconosciuti e non identificati, omettendosi di ottemperare agli obblighi identificativi dei clienti e dei fondi prescritti dalla normativa antiriciclaggio), si presta a rendere maggiormente difficoltosa l'individuazione della provenienza delittuosa delle provviste conferite.

2.4. Con il quarto motivo si denuncia la violazione dell'art. 62-*bis* cod. pen. ed il vizio di motivazione. La censura attiene all'omessa considerazione degli elementi favorevoli all'imputato pure emersi nel processo che la difesa passa in rassegna nel motivo di ricorso.

Il motivo è manifestamente infondato.

Dalla lettura della sentenza impugnata risulta che la Corte d'Appello ha motivatamente disatteso il rilievo circostanziale che dovrebbe riconoscersi alle dichiarazioni rese dall'imputato nel corso del giudizio di primo grado condividendo il giudizio espresso dal primo giudice che ne aveva sottolineato la tardività e l'assenza di spontaneità; analoghe considerazioni sono state svolte riguardo allo scritto difensivo depositato in appello, di cui si dà anche atto nel riepilogo della vicenda processuale. La difesa lamenta che la Corte territoriale abbia ommesso di operare un'effettiva analisi del contenuto, ma non lo riproduce nel ricorso, né allega i relativi atti. Ciò determina la genericità della censura.

Parimenti può affermarsi riguardo al comportamento processuale, non declinandosi gli specifici elementi di apprezzamento positivo in cui si sarebbe tradotto.

Quanto, infine, agli altri elementi indicati nel ricorso che la Corte di merito non avrebbe esaminato — costituiti dalla condizione di incensurato per reati specifici e al tentativo di ottenere una licenza che sarebbe espressivo di un intento positivo di cambiamento di vita — la lettura dell'atto di appello consente di escludere che tali indici fossero stati specificamente evocati a sostegno della richiesta di concessione delle attenuanti generiche (v. pagg. 9 e 10 dell'impugnazione). Né risulta allegato che tali elementi vennero indicati a verbale di udienza. Con conseguente inammissibilità del motivo in quanto non sottoposto previamente alla Corte d'Appello e volto a sollecitare direttamente alla Corte di legittimità un giudizio spettante al giudice del merito.

Infine, quanto alle ricadute favorevoli che dovrebbero farsi derivare dall'assoluzione dal reato di cui al capo B) di autoriciclaggio, va richiamato il principio affermato da questa Corte secondo cui non è necessario che il giudice di merito, nel motivare il diniego della concessione delle circostanze attenuanti generiche, prenda in considerazione tutti gli elementi favorevoli o sfavorevoli dedotti dalle parti o rilevabili dagli atti, ma è sufficiente che egli faccia riferimento a quelli ritenuti decisivi o comunque rilevanti, rimanendo disattesi o superati tutti gli altri da tale valutazione (cfr. Sez. 2, n. 3609 del 18/01/2011, Sermone, Rv. 249163-01; Sez. 6, n. 34364 del 16/06/2010, Giovane, Rv. 248244-01; Sez. 2, n. 23903 del 15/07/2020, Marigliano, Rv. 279549-02; Sez. 5, n. 43952 del 13/04/2017, Pettinelli, Rv. 271269-01). E, al riguardo, la sentenza impugnata risulta corredata da congrua motivazione essendosi richiamati plurimi indici di disvalore idonei a fondare il diniego attinenti tanto alla gravità dei reati per cui è intervenuta condanna che alla pericolosità sociale dell'imputato (v. pag. 10).

2.5. Con il quinto motivo si lamenta la violazione ed erronea applicazione dell'art. 648-*quater* cod. pen., stante l'erronea qualificazione della criptovaluta confiscata come prodotto del reato. Ad avviso della difesa la somma presente sull'*account Binance* non può essere considerata "prodotto" del riciclaggio, essa rappresentando il capitale affidato dai clienti per gli investimenti e non il vantaggio economico conseguito dall'imputato.

Il motivo non è fondato.

La confisca attiene alla criptovaluta giacente per un controvalore di \$ 567.000,00. Di conseguenza, correttamente — e su ciò conviene anche la difesa — se ne è escluso il rilievo quale profitto del reato, dovendosi questo individuare nell'aggio che il ricorrente traeva per sé dal compimento delle operazioni fraudolente. Correttamente, però, tale valuta virtuale è stata ricondotta dai giudici di merito alla nozione di prodotto del reato, in quanto se il denaro contante conferito è l'oggetto materiale della condotta, la criptovaluta ne rappresenta il bene sostitutivo e, dunque, il risultato dell'operazioni di riciclaggio. La lecita vestizione delle somme o delle altre utilità provenienti dalla commissione del delitto presupposto, derivando da una condotta positiva di sostituzione costituisce, infatti, il risultato empirico dell'attività delittuosa. Proprio in forza di tale variegata condotta le risorse di provenienza delittuosa, pur essendo legate da un nesso di derivazione causale con il delitto presupposto, assumono una diversa veste giuridica e naturalistica, in quanto dotate — a seguito dell'operata trasformazione — di una loro autonoma individualità sia per causa che per effetto. Si assiste, dunque, ad un fenomeno di "autonomizzazione" di quella che da un punto di vista economico potrebbe qualificarsi come la provvista del nuovo illecito trasformativo, non soltanto della res in quanto tale, ma anche della sua stessa destinazione funzionale (in termini, Sez. 2, n. 1309 del 07/12/2023, dep. 2024, in motivazione; Sez. 2, n. 18184 del 28/02/2024, B., Rv. 286323-02).

2.6. Con il sesto motivo si deduce la violazione ed erronea applicazione degli artt. 168 cod. pen. e 674 cod. proc. pen.

La censura attiene alla revoca del beneficio della sospensione condizionale concesso all'imputato su sentenza del Tribunale di Roma del 3 marzo 2023. Trattandosi di un beneficio concesso in un diverso procedimento la revoca era precluso alla Corte di merito procedere, in vece del giudice dell'esecuzione, alla revoca.

Il motivo è manifestamente infondato in quanto dalla lettura della sentenza impugnata risulta che si tratta di revoca disposta *ex lege* ai sensi dell'art. 168, primo comma, cod. pen. In tal caso, infatti, la revoca ha natura dichiarativa e presuppone il rilievo di natura constatativa della verifica delle cause risolutive del beneficio stabilite per legge e il cui effetto si è già prodotto prima ancora della pronuncia giudiziale e indipendentemente da essa. Si è, quindi, fatta corretta applicazione del principio affermato dalla Corte di legittimità alla stregua del quale non contravviene al divieto della "*reformatio in peius*" il giudice di appello che, pur in presenza di impugnazione proposto dal solo imputato, revochi il beneficio della sospensione condizionale, nelle ipotesi previste dai commi primo e terzo dell'art. 168 cod. pen., in quanto, in entrambi i casi, si tratta di provvedimenti dichiarativi, riguardanti effetti che si producono "*ope legis*" e presuppongono un'attività puramente ricognitiva e non discrezionale o valutativa, a differenza dell'ipotesi di cui al comma secondo del medesimo articolo che, invece, ha natura costitutiva e implica un giudizio sull'indole e sulla gravità del reato, rispetto al quale l'imputato deve essere posto nella condizione di potersi difendere (*ex multis*, Sez. 2, n. 37009 del 30/06/2016, Seck, Rv. 267913-01).

3. Ricorso dell'Avv. A. P.

Con l'unico motivo proposto si deduce il vizio di motivazione in ordine al riconoscimento del reato di riciclaggio.

Il motivo, ai limiti dell'ammissibilità in quanto incentrato sulla maggiore verosimiglianza che dovrebbe attribuirsi alla conclusione liberatoria cui è pervenuto il primo giudice richiamandone anche gli esiti di merito che la dovrebbero sostenere, è comunque infondato per le ragioni esposte con riguardo al primo motivo di ricorso del codifensore.

4. In conclusione, i ricorsi vanno rigettati perché complessivamente infondati. Conseguentemente, ai sensi dell'art. 616 cod. proc. pen., la condanna del ricorrente al pagamento delle spese processuali.

(*omissis*)

Autonomizzazione del concetto di prodotto del reato nel sistema dei delitti punitivi della gestione illecita di proventi criminali, anche derivati dall'utilizzo di criptovalute. La (ri)affermazione del principio da parte della Cassazione (di ENRICO FASSI).

1. Introduzione.

La decisione della Cassazione oggi commentata risulta di interesse in quanto contribuisce una volta di più a chiarire e delineare, nell'ambito della definizione della estensione dei vincoli apponibili alle materiali consistenze dei proventi dell'illecito e delle sue derivazioni, un peculiare connotato alla categoria del *prodotto* del reato (anche) nel particolare settore delle criptovalute, cosiccome nella criminalità economica più in generale, connesso ai delitti di riciclaggio, reimpiego ed autoriciclaggio, nel caso concreto avendo riguardo al ventaglio di illeciti connessi al rischio penale nell'attività di coloro che operano nel settore della c.d. *fintech*.

Il precipitato della sentenza della Corte, con riferimento al principio generale declinato, conduce a meglio definire e modellare il concetto di *prodotto* del reato, sovente relegato in secondo piano dallo sforzo definitorio invece concentratosi sulla perimetrazione della locuzione di *profitto* del reato (in particolare in tema di estensione e forme di confisca sullo stesso applicabili, sulle quali si faranno brevi cenni nel prosieguo), date le implicazioni discendenti dalla esigenza — avvertita anche in ambito sovranazionale e comunitario - di assicurare il congelamento di tutti i proventi diretti o comunque correlati ad attività illecite, compreso il loro re-investimento o trasformazione successiva, così da consentire che quanto ricavato o comunque conseguito dalla consumazione di un illecito, appunto inquadrato all'interno della nozione di provento del reato, non conduca ad un indebito arricchimento dell'autore della condotta, recuperandone una funzione marcatamente preventiva.

Per come emerge dalla motivazione depositata, l'arresto della Suprema Corte scaturisce dal ricorso presentato vuoi dall'imputato, vuoi dall'ufficio procedente, nei confronti della sentenza della Corte d'Appello di Roma del 17 giugno 2025 che, per la posizione dell'interessato, ne giudicava la penale responsabilità per i delitti di cui agli artt. 648-*bis* e 648-*ter* 1 c.p., nonché *ex* art. 166, I, lett. c), D.Lgs. n. 58/1998, connessi ad una — illecita — attività diretta ad offrire a terzi, promuovendo e collocando mediante tecniche di comunicazione a distanza, prodotti finanziari e strumenti finanziari (presentati altresì come servizi ed attività di investimento), consistiti in valute virtuali.

Nello specifico, il giudicante di secondo grado aveva da un lato pronunciato sentenza di assoluzione in favore del ricorrente per il delitto di autoriciclaggio per insussistenza del fatto, dall'altro lato accolto il gravame del

pubblico ministero affermando la responsabilità dell'imputato per l'ipotesi di riciclaggio, unificando con il vincolo della continuazione la pena applicata a quest'ultima fattispecie alla conferma della penale responsabilità del predetto per il delitto di cui all'art. 166, I, lett. c), D.Lgs. n. 158/1998.

I ricorsi dell'imputato, tramite i propri difensori, dunque, si sono concentrati, per quanto quivi in rilievo ⁽¹⁾:

— in primo luogo, sulla violazione di legge nella quale sarebbe incorsa la Corte d'Appello (e prima il Tribunale) nella considerazione delle valute virtuali (nel caso concreto, della tipologia *tether* - codice USDT) quali prodotti e strumenti finanziari, per come ricavabili dalla disciplina legislativa vigente, dovendosi escludere tale natura e per essa la sussistenza del reato di cui all'art. 166 già citato;

— in secondo luogo, quale tematica correlata alla precedente, nella violazione di legge connessa al delitto di cui all'art. 648-*bis* c.p. e riferita alla qualificazione della criptovaluta quale *prodotto* (e non *profitto*) del reato di riciclaggio per il soggetto che esercita l'attività (abusiva) di offerta della stessa sul mercato quale prodotto o strumento finanziario, che ne avrebbe conseguentemente imposto per la A.G. del merito la confisca integrale ai sensi dell'art. 648-*quater* c.p., misura parimenti ritenuta illegittima, e viceversa ritenuta dal ricorrente unicamente rappresentativa del capitale affidato dai clienti per gli investimenti non potendo essere assimilata *tout court* ad un vantaggio economico conseguito dall'imputato.

A monte di tale aspetto, il ricorrente ha anche articolato un motivo relativo alla ritenuta violazione di legge *ex art. 606, I, lett. b)*, c.p.p., in relazione alla sussistenza stessa del delitto di riciclaggio, sotto il profilo oggettivo e soggettivo, giacché il giudice del merito non avrebbe identificato con precisione il reato presupposto a quello punito dall'art. 648-*bis* c.p., ciò che avrebbe effetto anche rispetto alla (in)sussistenza della componente soggettiva, per la quale l'istruttoria svoltasi avrebbe dato evidenza di indici incompatibili con un contegno soggettivo doloso dell'imputato.

La Cassazione, sul punto, si è determinata alla reiezione dei ricorsi presentati dai difensori dell'imputato, sviluppando per le tematiche poste in rilievo talune notazioni che possono pertanto essere riprese e commentate.

Il contributo si concentra sui due temi di principale interesse, afferenti da un lato il profilo — ormai ritenuto approdo consolidato — relativo alla riconduzione dell'attività di vendita e scambio di strumenti sussumibili alle

⁽¹⁾ Il ricorrente ha infatti sviluppato, tramite i propri difensori, sostanzialmente sei motivi di ricorso, correlati a dedotti vizi della decisione impugnata in punto di violazione di legge e di vizi motivazionali *ex art. 606, I, lett. b)* ed *e)*, c.p.p., correlati alla necessità ed obbligo da un lato di una motivazione rafforzata del giudice di secondo grado nel caso di riforma *in peius* di una pronuncia assolutoria in primo grado, dall'altro lato di mancata concessione delle circostanze attenuanti generiche *ex art. 62 bis* c.p. ed infine connessi alla revoca — disposta dal Tribunale capitolino e confermata dalla Corte d'Appello — del beneficio della sospensione condizionale della pena connesso ad una distinta decisione del 2023 della medesima A.G. di Roma e derivato, appunto, dall'epilogo almeno parzialmente di condanna del giudizio di cui trattasi.

criptovalute nel sistema delineato dal D.Lgs. n. 58/1998 (ed agli obblighi annessi) anche rispetto alla integrazione dei reati in esso previsti e dall'altro lato, quale profilo discendente dal primo, della estensione e perimetrazione del potere ablatorio connesso alla integrazione del delitto di riciclaggio, nello sforzo volto a dare forma alla nozione di *prodotto* del reato, nel caso di cui trattasi connesso all'utilizzo di moneta virtuale.

2. La nozione di criptovalute e la loro riconduzione nell'alveo degli strumenti e prodotti finanziari previsti dal D.Lgs. n. 58/1998 attraverso i quali svolgere attività di investimento.

Un passo indietro, volto a consentire un inquadramento, seppur sintetico, della materia, pare opportuno.

La — decisa — posizione assunta dal collegio deriva da un'elaborazione anche giurisprudenziale del concetto stesso di moneta virtuale e criptovaluta, che fin dalla loro emersione all'interno del panorama finanziario e tecnologico, in particolare nel periodo tra il 2015 ed il 2021, quando il volume di transazioni poste in essere con tale strumenti e la loro capitalizzazione sono divenuti rilevanti, hanno posto problemi dapprima definitivi e successivamente di inquadramento e regolamentazione dal punto di vista giuridico ⁽²⁾.

Proprio per giungere ad una perimetrazione della loro consistenza definitiva, le autorità nazionali, così come quelle sovranazionali, hanno nella immediatezza della loro comparsa in scena precisato i tratti identificativi della moneta virtuale.

Secondo una prima definizione, le diverse tipologie di esse sono state indicate come « *rappresentazioni digitali di valore non emesse da una banca centrale o da un'autorità pubblica. Esse non sono necessariamente collegate a una valuta avente corso legale, ma sono utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento e possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente. Le VV non sono moneta legale e non devono essere confuse con la moneta elettronica* » ⁽³⁾.

Tale locuzione, invero, è stata utilizzata anche in ambito comunitario, laddove la Direttiva UE 2018/843 del 30 maggio 2018, nell'art. 1, lett. d), nel confermare la natura digitale delle c.d. *crypto-assets*, ha precisato come le stesse « *non possiedono lo status giuridico di valuta o moneta, ma sono accettate da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e possono essere trasferite, memorizzate e scambiate elettronicamente* », poi trasposta

⁽²⁾ Si vedano, BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. dell'inf. e dell'inf.*, 2017, I, pp. 27 e ss.; GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Dir. dell'inf. e dell'inf.*, 2015, III, pp. 415 e ss. E ancora, LORENZINI - ZULBERTI - IMBROSCIANO, *Criptovalute. Profili storico-economici e giuridici*, Torino, 2023.

⁽³⁾ Banca d'Italia, *Comunicazione del 30 gennaio 2015 - Valute virtuali*.

anche all'interno dell'ordinamento nazionale con il D.Lgs. n. 90/2017, già utilizzata anche in precedenza nel D.Lgs. n. 231/2007 (come da ultimo modificato dal D.Lgs. n. 125/2019 in tema di antiriciclaggio, cosiccome nel D.Lgs. n. 184/2021, relativo alla lotta contro le frodi e le falsificazioni di mezzi di pagamento diversi dai contanti) ⁽⁴⁾.

E, sempre ai fini definitivi, la impossibilità di ricondurre le criptovalute allo *status* giuridico di valuta o moneta è principalmente legata alla evidenza per la quale le stesse non hanno corso legale all'interno dell'ordinamento giuridico interno o comunitario, non potendo fungere da mezzo di cambio se non in forza di accordi convenzionali tra soggetti privati ⁽⁵⁾, essendo in ogni caso ed invece assurde nel corso del tempo alla piena considerazione quali beni giuridici (immateriali e fungibili) *ex art. 810 cc*, in quanto assimilate a « cose che possono formare oggetto di diritti » ⁽⁶⁾.

L'interrogativo iniziale riferito alla possibilità di sussumere le valute virtuali all'interno della nozione di beni giuridici (appunto, immateriali e fungibili) non è invero mai stato considerato fondato rispetto alla qualificazione delle stesse come prodotto finanziario.

Partendo dalla definizione contenuta nel D.Lgs. n. 58/1998 ⁽⁷⁾, infatti, alla nozione di prodotto finanziario sono sempre stati assimilati gli strumenti di investimento che comunque abbiano una prospettiva futura di guadagno, come tali non finalizzati al mero godimento da parte di chi ne detiene una consistenza.

Alla categoria, pertanto, sono state ricondotte le attività degli operatori dello specifico settore, quali i c.d. *exchanger* (ossia i cambiavalute virtuali), cosiccome i c.d. *wallet providers* (i soggetti depositari online di valute virtuali), i c.d. *host providers* (coloro che offrono le piattaforme sulle quali vengono

⁽⁴⁾ CAPONERA, GOLA, *Aspetti economici e regolamentari delle "cripto-attività"*, in *Banca d'Italia*, 2019, pp. 9 e ss.

⁽⁵⁾ È stata esclusa la possibilità di considerare i c.d. *bitcoin* alla stregua di « mezzi di pagamento in valuta » ai fini dell'art. 17 *bis*, I, D.Lgs. n. 141/10, che riserva l'attività di negoziazione a pronti su tali strumenti ai cambiavalute; tale conclusione si trae dalla circostanza che il Governo italiano, onde evitare che le transazioni effettuate con le criptovalute possano essere utilizzate per fini illegali, ha definito — nell'ambito del D.Lgs. n. 90/2017, di attuazione della direttiva n. 2015/849/UE (IV direttiva in materia di antiriciclaggio — *AMLD 4*) — la nuova figura dei « prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale » (*VASP*), quali soggetti che forniscono « a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale », includendoli tra i « soggetti obbligati » all'assolvimento delle prescrizioni in materia antiriciclaggio previste dal D.Lgs. n. 231/2007, limitatamente allo svolgimento dell'attività di conversione di valute virtuali da ovvero in valute aventi corso legale, una volta stabilito, come già riportato, che la valuta virtuale è una « rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente » (art. 1, co. 2, lett. qq).

⁽⁶⁾ Si tratta di definizione che trova spazio molti ordinamenti stranieri e riconosciuta dall'OCSE nel documento « *Taxing Virtual Currencies: An Overview of Tax Treatments and Emerging Tax Policy Issues* », dal quale emerge come quasi tutti i paesi ivi ricompresi giungono a qualificare la valuta virtuale in termini di *intangible asset*, *financial asset*, o *commodity*, in ogni caso oggetto di *property*.

⁽⁷⁾ Ossia, come noto, ricomprendendo tutti gli strumenti e « ogni altro investimento di natura finanziaria », fissato dall'art. 1, I, lett. u), del decreto legislativo citato.

effettuate le transazioni con moneta virtuale), le quali sono state assimilate alla attività bancaria ed alla raccolta del risparmio per effetto della previsione contenuta nell'art. 17-*bis* D.Lgs. n. 141/2010, come modificato dal D.Lgs. n. 90/2017, imponendone la iscrizione in un apposito registro, parificandone lo *status* giuridico a quello dei c.d. cambiavalute ⁽⁸⁾.

A tale punto di partenza è poi seguita la coeva presa di posizione della CONSOB che ha riconosciuto alle valute virtuali la qualità di strumenti finanziari, ove ricorrano i requisiti — cumulativi — di un loro impiego di capitale, della finalità speculativa sottesa all'investimento e della correlata assunzione del rischio legato all'investimento stesso ⁽⁹⁾.

L'acquisto di criptovalute alla presenza dei cennati requisiti assume perciò la veste di investimento di natura finanziaria e, a seconda che abbia o meno ad oggetto prodotti finanziari comunitari, la negoziabilità delle stesse sarà subordinata ad una preventiva comunicazione alla Autorità di settore ed alla pubblicazione di un prospetto, come previsto dall'art. 94 D.Lgs. n. 58/1998.

Tale assunto risulta invero ormai consolidato e più volte affermato dalla giurisprudenza di legittimità, che ha avuto modo di osservare che « *ove la vendita di bitcoin venga reclamizzata come una vera e propria proposta di investimento, si ha una attività soggetta agli adempimenti di cui agli artt. 91 e seguenti T.U.F. (la CONSOB esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo della tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali)* » ⁽¹⁰⁾.

Conseguenza di quanto poc'anzi riportato, è quella per la quale la omissione degli adempimenti previsti dal D.Lgs. n. 58/1998 da parte dell'operatore integra la sussistenza del delitto di cui all'art. 166 della medesima disposizione legislativa, che — inserito nel novero delle fattispecie punitive inerenti l'abusivo esercizio di attività di intermediazione finanziaria — come noto punisce chiunque offre fuori sede, ovvero promuove o colloca mediante tecniche di comunicazione a distanza, prodotti finanziari o strumenti finanziari o ancora servizi o attività di investimento ⁽¹¹⁾.

Se quello sintetizzato è il quadro normativo di riferimento, la decisione della Corte, dunque, riprende senza discostarsene i numerosi precedenti sul punto, che, come detto, hanno ricondotto l'attività dei c.d. *exchanger* di valuta virtuale a quella degli operatori attivi nel settore dei prodotti e degli stru-

⁽⁸⁾ D'AGOSTINO, *Operazioni di emissione, cambio e trasferimento di criptovaluta: considerazioni sui profili di esercizio (abusivo) di attività finanziaria a seguito dell'emanazione del D.Lgs. 90/2017*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, pp. 5 e ss.

⁽⁹⁾ Delibere CONSOB del 20 aprile 2017 n. 19968 e del 6 dicembre 2017, n. 20207.

⁽¹⁰⁾ Cass., sez. II, 30 novembre 2021, n. 44337.

⁽¹¹⁾ Per un inquadramento generale, BENCINI - FANFANI - PELLIZARI - TODINI, *Profili penali della tutela del risparmio*, Milano, 2021, pp. 113 e ss.

menti finanziari, quale attività soggetta agli adempimenti di cui agli artt. 91 e ss. D.Lgs. n. 58/1998 ⁽¹²⁾.

E conseguentemente, se le valute virtuali debbono essere ricomprese tra i prodotti e gli strumenti finanziari, di guisa che il loro utilizzo come strumento di investimento ovvero di scambio sul mercato è soggetto ai poteri di controllo ed agli adempimenti imposti dalle autorità di settore, la proposta di investimento senza abilitazione utilizzando le stesse — che assurgono a mezzo di pagamento ovvero, appunto, di investimento — integra il reato di cui all'art. 166, I, lett. c), D.Lgs. n. 58/1998.

Di più, la giurisprudenza di legittimità ha già affermato, sulla materia, come non sia rilevante per l'integrazione del delitto poc'anzi citato il fatto che le somme destinate agli investimenti non vengano utilizzate dal promotore esercente attività di (abusiva) intermediazione, bensì che « *la conclusione di contratti aventi ad oggetto operazioni su strumenti finanziari per conto dei clienti sottoscrittori, percependo le somme destinate a tali fini, dovendosi intendere per investimento di natura finanziaria ogni conferimento di una somma di denaro da parte del risparmiatore con un'aspettativa di profitto o remunerazione ovvero di utilità, unita ad un rischio, a fronte delle disponibilità impiegate in un dato intervallo temporale, non rilevando, a tal fine, l'effettivo impiego di quanto versato dal cliente nello strumento finanziario prospettato dal promotore abusivo* » ⁽¹³⁾.

Ciò che rileva per il reato pertanto è che l'investimento abbia carattere finanziario, costituito da ogni somma di denaro conferita da un cliente con un'aspettativa di profitto o di remunerazione o ancora di utilità, unita ad un rischio, non essendo determinante che la somma conferita dal cliente in vista dell'investimento sia poi effettivamente utilizzata dal promotore privo dei requisiti richiesti dalla legge, risolvendosi l'utilizzo in un *post factum* estraneo alla struttura della fattispecie punitiva ⁽¹⁴⁾.

Proprio sulla base di quanto osservato poc'anzi a livello generale e di inquadramento dell'istituto, dalla già menzionata Direttiva 2018/843/UE e dalle definizioni delle valute virtuali come rappresentazioni di valore digitale (seppur prive dello stato di valuta), oggetto di scambio tra persone fisiche e giuridiche, nonché di utilizzo come mezzo d'investimento, riprese anche dalla normativa nazionale, emergerebbe la natura multiforme delle criptovalute, necessariamente da qualificare come mezzo di pagamento ovvero come prodotto o strumento finanziario, proprio agli effetti del D.Lgs. n. 58/1998 e correlativamente la sussistenza di una serie di obblighi ed adempimenti per i c.d. *exchanger* operativi nel settore.

⁽¹²⁾ Cass., sez. II, 17 settembre 2020, n. 26807; Cass., sez. II, 26 ottobre 2022, n. 44378; Cass., sez. III, 20 novembre 2024, n. 1760; Cass., sez. V, 17 maggio 2023, n. 37767.

⁽¹³⁾ Cass., sez. V, 19 luglio 2024, n. 29649.

⁽¹⁴⁾ Cass., sez. V, 3 febbraio 2015, n. 28157.

3. Attività di riciclaggio mediante l'impiego di moneta virtuale e (conferma della) compatibilità con i delitti presupposto.

Proprio la sussistenza — nel caso concreto — di una responsabilità dell'imputato per il delitto di abusivo esercizio di attività di intermediazione finanziaria di cui all'art. 166 D.Lgs. n. 58/1998, già affermata nel primo grado di giudizio, conduce al secondo argomento sviluppato dal ricorrente, riferibile alla dedotta insussistenza del delitto di riciclaggio e, correlativamente, alla asserita illegittimità della misura ablatoria disposta ai sensi dell'art. 648-*quater* c.p. dalla Corte distrettuale.

Anche in questo caso il Collegio ha buon gioco nel dichiarare infondati i motivi di ricorso presentati, osservando come i dati probatori acquisiti avessero correttamente orientato la Corte d'Appello, in riforma della sentenza di primo grado, a ritenere sussistente il delitto di cui all'art. 648 *bis* c.p.

Consolidato infatti il presupposto di partenza, ossia la riconducibilità della valuta virtuale al concetto di « *bene* » ovvero comunque di « *altra utilità* » richiamati dal precetto punitivo degli artt. 648-*bis* e 648-*ter*.1 c.p. (quest'ultimo inizialmente contestato al prevenuto), la distinzione è sempre stata posta sulla soggettività dell'autore della condotta illecita, dovendosi valutare se il responsabile della condotta di riciclaggio sia lo stesso del reato presupposto ovvero un soggetto terzo, quale appunto il cambiavalute virtuale (c.d. *exchanger*), ovvero i già menzionati cc.dd. *wallet providers* ovvero *host providers* ⁽¹⁵⁾.

Tutti tali soggetti, esercendo a seconda dei casi un'attività di scambio monetario, cosiccome di deposito *online* crittografato, potrebbero ben accettare il rischio di commettere il reato di riciclaggio, in particolare nelle ipotesi nelle quali non richiedono l'identità dell'utente e la provenienza dei valori, e ciò *a fortiori* successivamente alla novella di cui al D.Lgs. n. 90/2017, che ha posto l'obbligo della adozione dei presidi antiriciclaggio in capo agli operatori del mercato, anche virtuale ⁽¹⁶⁾.

In altre parole, partendo dall'assunto per il quale le criptovalute debbono essere ricomprese nella categoria dei « *beni* », seppur immateriali, le stesse possono costituire oggetto materiale del reato di cui all'art. 648-*bis* c.p. ⁽¹⁷⁾, avendo la dottrina distinto unicamente tra le ipotesi nelle quali lo schema delittuoso venga perpetrato interamente *online*, dalle ipotesi nelle quali una prima fase — quella relativa alla commissione del reato presupposto — si sia svolta *offline* seguita da una seconda fase estrinsecatasi *online* quale vera e propria attività di riciclaggio del provento illecito ⁽¹⁸⁾.

⁽¹⁵⁾ CAPACCIOLI, *Riciclaggio ed antiriciclaggio nell'era dei bitcoin*, in *Coinlex*, 2015.

⁽¹⁶⁾ ACCINI, *Profili di rilevanza penale delle "criptovalute"* (nella riforma della disciplina antiriciclaggio 2017), in *Arch. pen.*, 2018, I, pp. 27 e ss.

⁽¹⁷⁾ CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Milano, 2015, pp. 252 e ss.

⁽¹⁸⁾ ACQUAROLI, *Il riciclaggio*, in *Trattato teorico-pratico di diritto penale*, PALOZZO - PALIERO (diretto da), Vol. VII, *Reati contro la persona e il patrimonio*, VIGANÒ - PIERGALLINI, Torino, 2011, pp. 818 e ss.; SANTORIELLO, *Antiriciclaggio nuovi obblighi e procedure*, *Indiritto* -

Dalla premessa poc'anzi illustrata e per quanto rilevante, anche avendo riguardo alla perimetrazione della misura ablatoria della confisca quando disposta su valute virtuali, la valorizzazione da un lato della misura elevata della commissione richiesta dall'agente e dall'altro lato il meccanismo di funzionamento degli investimenti, effettuati da cittadini extracomunitari mediante ingenti versamenti in contanti, di per sé presuntivi di una sottrazione ad obblighi erariali sorti in Italia (evidenziandosi numerose transazioni effettuate da un utente raggiungibile ad un *link* ove era pubblicizzata la vendita di sostanze stupefacenti), davano evidenza — quanto alla sussistenza del delitto di cui all'art. 648 *bis* c.p. — di un percorso motivazionale del giudice di seconde cure autonomo e logicamente supportato da elementi idonei a far ritenere maggiormente persuasiva la prospettazione dell'ufficio precedente.

La materialità oggettiva del delitto di riciclaggio era supportata altresì dalla componente soggettiva dolosa richiesta dalla fattispecie, non essendo percorribile la tesi difensiva volta ad inquadrare la condotta all'interno di una fattispecie unicamente rilevante *ex* D.Lgs. n. 74/2000.

Al contrario e sul punto, peraltro, è ormai pacifica la posizione della giurisprudenza che ha osservato come il reato di riciclaggio (cosiccome di autoriciclaggio) di proventi di reati fiscali dichiarativi risulti configurabile, a condizione che la condotta tipica prevista dal precetto punitivo sia commessa dopo la consumazione del reato fiscale, dunque dopo la presentazione della dichiarazione annuale, cui il risparmio d'imposta frutto del reato fiscale si riferisce ⁽¹⁹⁾.

L'iniziale indirizzo restrittivo relativo alla possibilità di integrazione del reato di cui all'art. 648 *bis* c.p. in caso di delitti "presupposto" previsti dal D.Lgs. n. 74/2000, che risultava inizialmente quello apparentemente più aderente al dettato normativo ed agli impulsi sovranazionali, quali ad esempio la Convenzione di Strasburgo del 2000 ⁽²⁰⁾, è stato infatti superato dalla elaborazione giurisprudenziale e dottrinale successiva.

Altalex, 2015. Essendosi osservato come nel primo caso il provento del reato presupposto risulta già costituito da valuta virtuale, essendo dunque più agevole dissimulare il profitto del reato presupposto mediante successive operazioni di sostituzione e di trasferimento della valuta medesima, sia tramite la stessa criptovaluta sia mediante monete virtuali diverse. Sui dubbi e perplessità relative alla possibile sussistenza del delitto di autoriciclaggio in caso di schemi delittuosi perpetrati interamente *online* si rimanda a GULLO, *Il delitto di autoriciclaggio al banco di prova della prassi: i primi (rassicuranti) chiarimenti della Cassazione*, in *Dir. pen. proc.*, 2017, 4, pp. 482; DELL'OSSO, *Riciclaggio di proventi illeciti e sistema penale*, Torino, 2017, pp. 180 e ss.

⁽¹⁹⁾ Cass., sez. II, 5 novembre 2020, n. 30889. Si veda anche GUZZARINI - MAT THEUDAKIS, *I rapporti tra i reati tributari e di contrabbando e la disciplina del riciclaggio e dell'autoriciclaggio*, in CADOPPI - CANESTRARI - MANNA - PAPA (a cura di), *Diritto penale dell'economia*, Milano, 2019, pp. 1044 e 1045.

⁽²⁰⁾ In essa si specificava che il provento del reato doveva intendersi come «ogni vantaggio economico derivato da reati», con la conseguenza per la quale in tale concetto risultava da un lato difficile ricomprendere «un danno evitato» e dall'altro lato potesse essere precisato in un «vantaggio economico formato ex novo, o che determina un accrescimento nel patrimonio del responsabile del crimine». Sul punto, CERQUA, *Il delitto di riciclaggio dei proventi illeciti, in Il riciclaggio del denaro. Il fenomeno, il reato, le norme di contrasto*, CAPPA - CERQUA (a cura di), Milano, 2012, pp. 78 e ss. Laddove invece altre fonti sovranazionali, come ad esempio l'Azione Comune del 3 dicembre 1998 del Consiglio dell'Unione Europea n. 98/699

Ciò che inizialmente era in discussione, non era tanto un tema di opportunità sulla possibilità di escludere i reati fiscali dal catalogo di quelli presupposto ai diversi delitti contro il patrimonio, essendo questi ben presenti nelle condotte di *money laundering* conseguenti a violazioni fiscali, bensì un problema di perimetrazione della normativa incriminatrice nei suoi formanti costitutivi e nello specifico in quello oggettivo, afferente la provenienza dell'utilità oggetto di ricettazione o riciclaggio dal reato "presupposto" (21).

La Cassazione ha successivamente osservato come anche i delitti fiscali siano e possano essere funzionali alla commissione di successive condotte di riciclaggio (ovvero di autoriciclaggio), non potendo limitarsi a considerare sufficienti ipotesi "a monte" di creazione di capitali illeciti, utilizzando il richiamo ai concetti di "cose" (nella ricettazione) e "utilità" (nel riciclaggio), che hanno reso evidente l'intento di non lasciare fuori dall'area dell'intervento punitivo tutte quelle utilità che per l'autore del reato "presupposto" assumono un valore economicamente apprezzabile, anche rispetto ad attività fraudolente in seguito alle quali si impedisce un impoverimento del patrimonio dell'autore (22).

E ciò anche attraverso la valorizzazione della componente soggettiva, estesa fino alla forma del dolo eventuale, evidenziandone la differenza esistente con la colpa cosciente per verificarne la piena compatibilità anche sul piano del disvalore giuridico sociale e della salvaguardia dei beni giuridici protetti, con la condotta di riciclaggio (23).

Come noto, il dolo eventuale ricomprende la previsione positiva dell'evento avuto di mira, essendo dunque compatibile con una condotta di riciclaggio *ex art. 648 bis c.p.*, in quanto, la condotta, così come il suo presupposto, sono strutturate in termini di oggettività non finalizzata del dato fattuale, al contrario del tentativo, e il correlato disvalore giuridico-

GAI si limitava all'art. 1, I, a lasciare impregiudicata la possibilità di confiscare i proventi derivati da reati tributari. SEMINARA, *I soggetti attivi del riciclaggio tra diritto vivente e proposte di riforma*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, pp. 238 e ss; MAUGERI, *L'autoriciclaggio dei proventi dei delitti tributari: ulteriore espressione di voracità statale o utile strumento di politica criminale?*, in *Punire l'autoriciclaggio. Come, quando e perché*, MEZZETTI - PIVA (a cura di), Torino, 2016, p. 102.

(21) La tematica riguarda(va) infatti la possibilità di circoscrivere tutte le condotte illecite di sostituzione, occultamento, trasferimento e re-impiego di denaro e beni rispetto ad ipotesi che avessero generato un arricchimento del reo e non già invece determinato un mancato decremento del patrimonio dello stesso, che nel caso dei reati fiscali si somma all'inadempimento al dovere di contribuire alle spese pubbliche.

(22) Cass., sez. II, 15 febbraio 2012, n. 6061, ove si afferma tale possibilità osservando come, « quando viene perpetrato un reato di frode fiscale a seguito del quale l'agente, evitando di pagare le imposte dovute, consegue un risparmio di spesa che si traduce, in pratica, in un mancato decremento del patrimonio e quindi in una evidentissima e solare utilità di natura economica ».

(23) Proprio questa semplificazione relativa alla componente soggettiva del delitto di riciclaggio ha portato ad escludere la necessità di una consapevolezza della condotta dissimulativa, rendendo la fattispecie sovrapponibile a quella di cui all'art. 648 c.p., laddove ad ogni trasferimento (art. 648 bis c.p.), è connaturato un acquisto (art. 648 c.p.). FAIELLA, *Riciclaggio e autoriciclaggio "per equivalente". Il problema del provento da reato tributario*, in *Cass. pen.*, 2020, 6, pp. 2579 e ss.

sociale non risulta depotenziato dal dubbio che solo precede la rappresentazione finale, in positivo, dell'accadimento dell'evento ⁽²⁴⁾.

L'indirizzo estensivo ha dunque via via tratto forza dalla normativa comunitaria, che ha esplicitamente previsto la possibilità di estendere il riciclaggio (così come a tutte le ulteriori fattispecie contigue) a tutti i più gravi reati, inserendo altresì tra i presupposti i reati fiscali ⁽²⁵⁾, progressivamente seguita dalla normativa nazionale, in particolare nella disciplina della *voluntary disclosure* e della previsione di cause di non punibilità particolari, sancendo il legame tra i delitti tributari e le successive condotte di re-impiego delle disponibilità illecite conseguite dall'autore del delitto ⁽²⁶⁾.

Per questo motivo, la giurisprudenza di legittimità ha infine affermato la pacifica configurabilità dei delitti di ricettazione, riciclaggio e, successivamente, auto-riciclaggio, qualora il reato-presupposto sia di natura fiscale, valorizzando proprio lo spunto offerto dalla interpretazione estensiva del concetto di *utilità*, ricondotto a ogni bene — materiale o immateriale — che abbia per l'autore della condotta un valore economicamente apprezzabile anche nel senso di impedire un impoverimento del patrimonio dello stesso ⁽²⁷⁾.

E, nel caso sottoposto alla attenzione della Cassazione, proprio le evidenze probatorie presenti davano precisa contezza dello schema adottato dall'imputato, consapevole di ricevere flussi di denaro provento di delitti erariali, incamerando una elevata commissione per la successiva attività di re-investimento mediante utilizzo di moneta virtuale, nell'ambito di un meccanismo che risultava funzionale a rendere maggiormente difficoltosa la tracciabilità della provenienza delittuosa delle provviste conferite.

4. Autonomizzazione e perimetrazione della locuzione prodotto del reato, oggetto di confisca ex art. 648-*quater* c.p., nel delitto di riciclaggio.

Ricondotta l'attività dell'imputato a quella di (abusivo) esercizio di attività finanziaria mediante utilizzo di moneta virtuale quale concambio di flussi provenienti da attività illecita per un loro successivo investimento, tale da integrare i delitti di cui agli artt. 648-*bis* e 166, D.Lgs. n. 58/1998, il profilo

⁽²⁴⁾ Sul punto, si vedano Cass., sez. I, 17 giugno 2010, Screti; Cass., sez. II, 18 aprile 2012, n. 18407.

⁽²⁵⁾ In particolare, le direttive 2001/97/CE e 2005/60/CE, che hanno registrato una estensione dei reati "presupposto", seguite dalle Raccomandazioni GAFI del febbraio 2012 e dalla direttiva 2015/849/UE, che hanno espressamente incluso i reati tributari quali presupposto a condotte di ricettazione e riciclaggio. MAUGERI, *L'autoriciclaggio dei proventi dei delitti tributari: ulteriore espressione di voracità statale o utile strumento di politica criminale?*, cit., p. 102; MONGILLO, *Confisca (per equivalente) e risparmi di spesa: dall'incerto statuto alla violazione dei principi*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, pp. 717 e ss.

⁽²⁶⁾ TTROYER -CAVALLINI, *Apocalittici o integrati? Il nuovo reato di autoriciclaggio: ragionevoli sentieri ermeneutici all'ombra del "vicino ingombrante"*, in *Dir. pen. cont.*, 1/2015, pp. 105 e ss.

⁽²⁷⁾ Cass., sez. II, 15 febbraio 2012, n. 6061.

residuo scrutinato dalla Cassazione è risultato quello relativo all'estensione della confisca applicata ai sensi dell'art. 648-*quater* c.p. sull'entità (immateriale) delle criptovalute, qualificate dalla A.G. di merito *tout court* come *prodotto* del reato.

Il percorso motivazionale seguito, richiamando anche in questo caso dei precedenti sul punto, risulta particolarmente interessante nello sganciare il flusso economico conferito dai clienti al c.d. *exchanger* dal profitto da questi ricavato dall'attività illecita esercitata, parificando tale ambito agli approdi già raggiunti nel settore degli strumenti di contrasto alla criminalità economica, costituendone anzi una delle frequenti modalità di estrinsecazione.

Il ricorrente ha infatti excepto nel proprio ricorso come le somme presenti sull'*account* virtuale non potessero essere considerate né il *prodotto* del reato di cui all'art. 648 *bis* c.p., rappresentando unicamente il capitale affidato dai clienti (per un controvalore di \$ 567.000,00) né il vantaggio economico conseguito dall'imputato stesso, dunque il *profitto* derivato dalla condotta.

La Cassazione, sul punto, ha precisato come non fosse in discussione — peraltro nemmeno da parte dell'interessato — il profilo afferente il *profitto* tratto dalla condotta illecita posta in essere (costituito dalle commissioni richieste ai clienti), bensì piuttosto la materialità sottesa alla stessa creazione del controvalore costituente valuta virtuale.

E l'equazione risulta invero semplice laddove partendo dal denaro contante conferito dai clienti, ritenuto provento di reato (in questo caso fiscale) ed oggetto materiale della condotta riciclatoria, la criptovaluta ne rappresenterebbe il bene sostitutivo e dunque il risultato empirico delle operazioni di *money laundering* aventi il precipuo fine di ostacolare la identificazione della loro provenienza delittuosa.

Per il Collegio, dunque, la (soltanto apparente) lecita trasformazione delle somme ovvero delle utilità provenienti dalla commissione di un delitto presupposto, derivando da una condotta di sostituzione, costituisce l'esito della condotta illecita di guisa che, « *le risorse di provenienza delittuosa, pur essendo legate da un nesso di derivazione causale con il delitto presupposto, assumono una diversa veste giuridica e naturalistica, in quanto dotate — in seguito dell'operata trasformazione — di una loro autonoma individualità sia per causa che per effetto* ».

Interessante l'approdo, che invero richiama dei precedenti sul punto, rappresentando quella che è stata definita come "*autonomizzazione*" da un punto di vista economico della provvista del nuovo illecito trasformativo, non soltanto sotto il profilo della *res* in quanto tale, bensì anche della sua stessa destinazione funzionale ⁽²⁸⁾.

La posizione della Cassazione si inserisce in ogni caso in un più ampio quadro, anche di matrice sovranazionale ⁽²⁹⁾, nel quale si era indicata espres-

⁽²⁸⁾ Cass., sez. II, 7 dicembre 2023, n. 1309; Cass., sez. II, 28 febbraio 2024, n. 18184.

⁽²⁹⁾ Il riferimento corre alla Direttiva 2014/42/UE del Parlamento Europeo e del Con-

samente la necessità che la sottrazione alla criminalità dei risultati dell'attività delittuosa, in particolare laddove attuata mediante operazioni di "ripulitura", fosse resa effettiva attraverso l'adozione di misure ablatorie incisive di carattere patrimoniale che devono avere ad oggetto non tanto e non solo i vantaggi economici derivati in via diretta o mediata dai reati presupposto dell'attività di riciclaggio, dunque il *profitto*, bensì anche tutto ciò che formi oggetto delle fasi successive di reinvestimento o trasformazione dei proventi della pregressa attività delittuosa, pertanto dando forma autonoma al concetto di *prodotto* del reato ⁽³⁰⁾.

L'oggetto della confisca prevista dall'art. 648-*quater* c.p., dunque, nelle ipotesi sussunte all'interno dei delitti di riciclaggio, cosiccome delle contigue fattispecie di cui agli artt. 648-*ter* e 648-*ter*.1 c.p., diretta ovvero per equivalente, deve essere inteso come comprensivo di un oggetto più ampio rispetto a quello originariamente previsto, andandosi a scindere ed a sommare alla diversa, sotto il profilo naturalistico, categoria del *profitto* tratto dall'autore della condotta illecita.

Secondo la tripartizione prevista dall'istituto generale di cui all'art. 240, comma 2 c.p. riferibile agli oggetti materiali della ablazione (poi completata dal contiguo istituto di cui all'art. 240-*bis* c.p., anch'esso previsto in ambito comunitario), distinguendosi — come noto ⁽³¹⁾ — tra i concetti di:

— *prodotto* del reato, inteso quale espressione del risultato dell'attività illecita, quale frutto che il reo ottiene dalla propria condotta;

siglio del 3 aprile 2014 relativa al congelamento e alla confisca dei beni strumentali e dei proventi da reato dell'Unione europea, in particolare i Considerando nn. 11 e 12, « (11) Occorre chiarire l'attuale concetto di proventi da reato, al fine di includervi i proventi diretti delle attività criminali e tutti i vantaggi indiretti, compresi il reinvestimento o la trasformazione successivi di proventi diretti. Pertanto, i proventi possono comprendere qualsiasi bene, anche trasformato o convertito, in tutto o in parte, in un altro bene, ovvero confuso con beni acquisiti da fonte legittima, fino al valore stimato dai beni confusi. [...] (12) La presente direttiva prevede un'ampia definizione dei beni che possono essere oggetto di congelamento o confisca. Tale definizione comprende i documenti o gli strumenti legali comprovanti il diritto di proprietà o altri diritti su tali beni. Tali documenti o strumenti possono includere, ad esempio, strumenti finanziari o documenti che possono far sorgere diritti di credito [...] ».

⁽³⁰⁾ Il sistema risulta oggi integrato dalla successiva Direttiva 2024/1260/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 aprile 2024, riguardante il recupero e la confisca dei beni (alla quale gli Stati membri sono tenuti a conformarsi entro il 23 novembre 2026), diretta a consentire l'armonizzazione delle normative nazionali, sostituendosi ai precedenti strumenti quali l'Azione comune 98/699/GAI, le Decisioni quadro nn. 2001/500/GAI e 2005/212/GAI, la Decisione 2007/845/GAI e poc'anzi cennata la Direttiva 2014/42/UE, restando invece in vigore la Direttiva n. 2019/1153 sull'uso di informazioni finanziarie e di altro tipo a fini di prevenzione, accertamento, indagine o perseguimento di determinati reati così come il Regolamento n. 2018/1805, che impone, con uno strumento direttamente vincolante, il mutuo riconoscimento dei provvedimenti di sequestro e confisca. Per un commento FINOCCHIARO, *La nuova direttiva dell'Unione europea in materia di sequestro e confisca*, in www.sistemapenale.it.

⁽³¹⁾ La giurisprudenza sul punto è andata consolidandosi a partire da Cass., SS.UU., 3 luglio 1996, n. 9149; da ultimo si veda, Cass., sez. V, 5 ottobre 2023, n. 47553. Per un *excursus* dottrinale, esistendo ampia letteratura, si vedano ALESSANDRI, *Confisca nel diritto penale*, in *Dig. pen.*, Vol. III, Torino, 1989; Id., *Criminalità economica e confisca del profitto*, in DOLCINI - PALIERO (a cura di), *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, Milano, 2006, p. 203 e ss.; EPIDENDIO, *La nozione di profitto oggetto di confisca a carico degli enti*, in *Dir. pen. proc.*, 2008, p. 1271; Id., *La confisca*, in CANZIO - CERQUA - LUPARIA (a cura di), *Diritto penale delle società*, 2014, p. 651; MAUGERI, *Le moderne sanzioni patrimoniali tra funzionalità e garantismo*, Milano, 2001.

— *profitto* del reato, identificato con il lucro, ossia con il vantaggio economico ricavato dalla commissione dell'illecito ⁽³²⁾;

— *prezzo* del reato, quale compenso dato o promesso per indurre, istigare o determinare un altro soggetto a commettere il reato;

nella declinazione propria attagliata alla categoria dei reati economici commessi per impedire l'individuazione della provenienza illecita di risorse così da sottrarle alla apprensione della A.G., sarebbe proprio la nozione di *prodotto* del reato ad includere il risultato ottenuto mediante la trasformazione, il trasferimento cosiccome ogni altra attività tipica del riciclaggio (o delle fattispecie di cui agli artt. 648-ter e 648-ter.1 c.p.) ⁽³³⁾.

La conseguenza risulta dunque quella per la quale in tale ultima categoria debbono essere ricompresi non solo i beni che risulteranno trasformati o creati per effetto della condotta riciclatoria, bensì anche i beni che presentino, per effetto di operazioni negoziali, una diversa attribuzione in termini di titolarità e di regole di circolazione ⁽³⁴⁾.

L'oggetto della confisca prevista dall'art. 648 *quater* c.p. andrebbe perciò a ricomprendere, qualificandolo quale *prodotto* del reato, anche « *quella che da un punto di vista economico potrebbe qualificarsi come la provvista del nuovo illecito trasformativo, non soltanto della res in quanto tale, ma anche della sua stessa destinazione funzionale. Si tratta, infatti, di denaro, beni ed*

⁽³²⁾ Per la perimetrazione di tale locuzione, emersa la necessità di definirne i confini rispetto all'applicazione della misura di sicurezza della confisca, diretta ovvero per equivalente, l'impostazione tradizionale seguita dalla Cassazione ha sostanzialmente inteso il *profitto* di cui all'art. 240 c.p. quale sinonimo di "*vantaggio economico*" tratto dalla commissione del reato, senza operare alcuna distinzione fra "*profitto lordo*" e "*profitto netto*". Il vero criterio identificativo, all'origine della teoria maggioritaria, sarebbe da rinvenirsi nella diretta derivazione causale (dell'utilità economica) dal delitto, laddove il concetto è stato esteso fino a ricomprendere anche i beni oggetti di investimento dei profitti illeciti così come i risparmi di spesa. Per un'approfondita disamina della questione si vedano Corte di Cassazione, Ufficio del Massimario, sezione penale, *La nozione di profitto confiscabile nella giurisprudenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione*, 17 giugno 2014, in http://www.cortedicassazione.it/cassazione/resources/resources/cms/documents/Relazione_pen_41_14.pdf; tra i molti contributi sull'istituto della confisca diretta o per equivalente del profitto del reato, MUCCIARELLI - PALIERO, *Le Sezioni Unite e il profitto confiscabile: forzature semantiche e distorsioni ermeneutiche*, in www.penalecontemporaneo.it. MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, Torino, 2017, p. 27 ss.; nonché FINOCCHIARO, *Confisca di prevenzione e civil forfeiture*, Milano, 2022, p. 356 ss. Da ultimo, sul tema della distinzione tra confisca diretta ovvero per equivalente del profitto del reato, Cass., SS.UU., 26 settembre 2024, n. 13783, con nota di MAZZACUVA, *La confisca dei proventi in cerca di uno statuto: la svolta delle sezioni unite*, in Cass. pen., 2025, 11, pp. 3495 e ss. DELL'OSSO, *La confisca risanata. Le Sezioni Unite appianano le curvature su confisca di denaro e applicazione ai concorrenti nel reato*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 2025, p. 6 e ss.

⁽³³⁾ Laddove anche recentemente è stato confermato come, in tema di misure di sicurezza patrimoniali, la confisca *ex art. 648-quater* c.p. e le confische, diretta e per equivalente, previste dall'art. 322-ter c.p., rispondono a parametri diversi e hanno differenti ambiti applicativi, posto che la prima, in quanto funzionale alla tutela dell'ordine pubblico economico, mira a sottrarre alla circolazione ed alla immissione nel circuito economico legale qualsiasi bene, proveniente dai reati specificamente indicati dalla norma, suscettibile di alterarne il funzionamento, estendendosi, pertanto e come detto, anche al *prodotto* di essi, mentre la seconda ha ambito applicativo più ristretto, limitato solo al *profitto* o al *prezzo* del reato. Cass., sez. II, 3 giugno 2025, n. 22641.

⁽³⁴⁾ Sulla tematica, Cass., sez. II, 9 ottobre 2012, n. 42120; Cass., sez. III, 24 febbraio 2011, n. 11970.

altre utilità che costituiscono oggetto di un reato differente rispetto a quello da cui originariamente provengono » ⁽³⁵⁾.

La circostanza che le somme oggetto di soltanto apparente lecita vestizione (in questo caso in moneta virtuale), pur risultando differenti da quelle oggetto del reato presupposto per causa, effetto e destinazione, giacché attraverso l'immissione per investimenti nel circuito economico produttivo risulterebbero destinate a produrre ricchezza, non eliderebbe l'illiceità a monte dell'operazione e renderebbe perciò necessario l'intervento punitivo dell'ordinamento.

Seguendo dunque l'interpretazione ormai consolidatasi, pare in conclusione corretto l'approdo della Corte, nella misura in cui ricomprende all'interno della nozione di *prodotto* del reato suscettibile di confisca ai sensi dell'art. 648-*quater* c.p. ciò che soltanto apparentemente ha — al momento dell'accertamento in sede giudiziale — una connotazione di liceità, proprio perché all'interno di essa è riconosciuta e ricondotta la possibilità di comprendere quanto costituisce oggetto della successiva attività di reinvestimento o trasformazione dei proventi della pregressa attività delittuosa.

⁽³⁵⁾ Cass., n. 1309, *cit.*

MASSIME (*)

Finanze e tributi — In genere — Reati tributari — Dichiarazione infedele ex art. 4 D.Lgs. n. 74 del 2000 — Società in accomandita semplice — Sussistenza — Socio accomandante privo di potere gestorio.

Ai fini della configurabilità del reato di dichiarazione infedele di cui all'art. 4 del D.Lgs. 74/2000, nell'ipotesi di società in accomandita semplice, è necessario verificare la posizione di rappresentanza e gestione fiscale della società assunta dal socio.

Cass. pen., Sez. III, 11 luglio 2025 (dep. 10 gennaio 2026), n. 1074, Pres. Di Nicola, Rel. Vergine, massima non ufficiale

* * *

Finanze e tributi — In genere — Reati tributari — Delitto di omessa dichiarazione di cui all'art. 5 D.Lgs. n. 74 del 2000 — Elemento soggettivo — Dolo specifico — Prova — Sussistenza.

In tema omessa dichiarazione, la prova del dolo specifico di evasione non può essere desunta unicamente dalla mera consapevolezza dell'obbligo tributario e del suo inadempimento alla data prevista dovendo valutare ulteriori elementi quali un comportamento di totale o pressoché totale inadempimento dell'obbligo tributario, protratto nel tempo e tenuto sia prima, sia dopo il perfezionamento della condotta tipica. (Fattispecie in cui l'imputato, dopo aver trasmesso il modello IVA, non ha mai versato alcunché a titolo di IVA, neppure nel corso del processo, pur essendovi piena consapevolezza, già in data anteriore a quella di presentazione della dichiarazione, di un debito fiscale)

Cass. pen., Sez. III, 18 novembre 2025 (dep. 8 gennaio 2026), n. 665, Pres. Andreazza, Rel. Corbo, massima non ufficiale

* * *

Banche e istituti di credito o risparmio — Vendita di criptovalute — Pubblicizzazione quale forma di investimento — Rispetto della normativa di cui agli artt. 91 e ss. TUF — Necessità — Omissione — Reato di cui all'art. 166, comma 1, lett. c) TUF — Configurabilità.

(*) Massime a cura di Melissa Tettamanti.

In tema di intermediazione finanziaria, la vendita *online* di moneta virtuale (cd. *bitcoin*) pubblicizzata quale forma di investimento per i risparmiatori, ai quali vengono date informazioni idonee a poter valutare se aderire o meno all'iniziativa, è attività soggetta agli adempimenti previsti dalla normativa in materia di strumenti finanziari, di cui agli artt. 91 e seguenti del TUF, la cui omissione integra il reato di cui all'art. 166, comma 1, lett. c), TUF. (Fattispecie in cui l'imputato svolgeva un'attività consistente in un servizio di "compro/vengo USDT/cripto valuta in modo decentralizzato", ossia un'attività di cambio tra valuta avente corso legale e valuta virtuale e viceversa)

Cass. pen., Sez. II, 25 novembre 2025 (dep. 12 dicembre 2025), n. 40072, Pres. Pellegrino, Rel. Ariolli, massima non ufficiale

* * *

Reati contro il patrimonio — In genere — Riciclaggio, reimpiego ed autoriciclaggio — Prodotto del reato — Nozione — Fattispecie — Confiscabilità.

In tema di confisca, costituisce prodotto del reato e non profitto la valuta virtuale (criptovaluta) rappresentando il bene sostitutivo e, dunque, il risultato delle operazioni di riciclaggio. (Fattispecie in cui la condotta di riciclaggio è consistita nella lecita vestizione delle somme o delle altre utilità provenienti dalla commissione del reato presupposto di cui all'art. 166, comma 1, lett. c) TUF)

Cass. pen., Sez. II, 25 novembre 2025 (dep. 12 dicembre 2025), n. 40072, Pres. Pellegrino, Rel. Ariolli, massima non ufficiale

* * *

Finanze e tributi — In genere — Reati tributari — Delitto di omesso versamento dell'IVA di cui all'art. 10-ter D.Lgs. n. 74 del 2000 — Elemento soggettivo — Dolo generico — Sussistenza.

Ai fini dell'integrazione del reato di cui all'art. 10-ter D.Lgs. 74/2000 è richiesto il dolo generico non rilevando, dunque, lo scopo perseguito dall'agente e non essendo necessario che l'omesso versamento derivi da un intento specifico di evasione. Ne consegue che le difficoltà economiche o di liquidità non giustificano l'omissione, ma possono al più rilevare ai fini della determinazione della pena, senza costituire un evento imprevedibile ed inevitabile. (Fattispecie in cui l'imputato, ai fini dell'insussistenza del dolo,

aveva addotto, quali elementi a sostegno, il pagamento dei dipendenti e degli istituti di credito)

Cass. pen., Sez. VII, 28 novembre 2025 (dep. 15 dicembre 2025), ordinanza n. 40144, Pres. Di Stasi, Rel. Magro, massima non ufficiale

* * *

Reati contro il patrimonio — Delitti — Appropriazione indebita — In genere — Appropriazione indebita ai danni di una società — Condotta commessa dal legale rappresentante — Legittimazione alla proposizione della querela da parte del singolo socio — Configurabilità — Ragioni.

La legittimazione alla proposizione della querela per il reato di appropriazione indebita posto in essere ai danni della società amministrata (o di ente giuridico) da parte del legale rappresentante che sia anche socio di maggioranza spetta al singolo socio titolare delle residue quote, dovendo lo stesso considerarsi non solo danneggiato dal reato, ma anche persona offesa, in quanto titolare del bene giuridico costituito dalla integrità del patrimonio sociale. (Fattispecie in cui il presidente vicario di una associazione sportiva dilettantistica aveva proposto querela nei confronti del presidente della suddetta associazione per il reato di appropriazione indebita)

Cass. pen., Sez. II, 22 gennaio 2026 (dep. 3 febbraio 2026), n. 4601, Pres. Pellegrino, Rel. Saraco, massima non ufficiale

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

*Corte di Giustizia Tributaria di II grado della Valle D'Aosta, 27 novembre
2025, n. 13, Pres. Germano Cortese, Rel. Tornatore*

SENTENZA

sull'appello n. 18/2025 depositato il 24/04/2025 proposto da Agenzia Entrate Direzione Regionale Valle D'Aosta - Piazza Manzetti, 2 11100 Aosta AO [...] Resistente 1 Srl [...] avente ad oggetto l'impugnazione di:

— pronuncia sentenza n. 69/2024 emessa dalla Corte di Giustizia Tributaria Primo grado AOSTA sez. 2 e pubblicata il 31/10/2024

Atti impositivi:

— ATTO RECUPERO n. T4ACR0100023 2023 REC.CREDITO.IMP 2016 a seguito di discussione in pubblica udienza e visto il dispositivo n. 13/2025 depositato il 18/11/2025 Richieste delle parti:

Appellante: Chiede la riforma della sentenza di primo grado.

Appellato: Richiama le controdeduzioni depositate e chiede il rigetto dell'appello.

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

L'Agenzia delle Entrate — Direzione Regionale della Valle d'Aosta propone appello avverso la sentenza n. 69/2024 emessa dalla Corte di Giustizia Tributaria di primo grado di Aosta, con la quale è stato accolto il ricorso della società Resistente_1 S.r.l. avverso l'atto di recupero del credito d'imposta per attività di ricerca e sviluppo relativo all'anno d'imposta 2016, dell'importo di euro 35.516,56.

La sentenza impugnata, ad avviso dell'amministrazione appellante, sarebbe viziata da violazione e falsa applicazione dell'art. 3 del D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, della Comunicazione della Commissione Europea 2014/C 198/01 del 27 giugno 2014 (Disciplina degli aiuti di Stato a favore di ricerca, sviluppo e innovazione), nonché del Manuale di Frascati dell'OCSE, richiamato dalla

citata Comunicazione, dell'art. 1, commi 200 e ss. L. 160/2019 e dell'art. 5, commi 7 e ss. D.L. 146/2021.

La Corte di Giustizia Tributaria di primo grado ha ritenuto che il riconoscimento del credito d'imposta per attività di ricerca e sviluppo dovesse essere valutato esclusivamente alla luce del D.L. n. 145/2013 e del D.M. 27 maggio 2015, prescindendo dai criteri di qualificazione delle attività di ricerca e sviluppo contenuti nel Manuale di Frascati e recepiti dalla normativa comunitaria, trattandosi di fonti sopravvenute rispetto all'anno di imposta oggetto del presente giudizio.

L'impostazione seguita dal giudice di primo grado sarebbe erronea, ad avviso dell'amministrazione appellante, perché contrastante con la ratio legis e con le fonti comunitarie, poiché il credito ricerca e sviluppo è stato introdotto per incentivare investimenti ad alto contenuto innovativo e rischio tecnico, e non per semplici ammodernamenti produttivi. La Comunicazione UE 2014/C 198/01 (punto 75) stabilisce infatti che la classificazione delle attività deve basarsi sugli esempi e spiegazioni del Manuale di Frascati, mentre la sentenza impugnata ignorerebbe i requisiti sostanziali delle attività agevolabili, che devono essere nuove, creative, incerte, sistematiche e trasferibili/riproducibili, finalizzate al superamento di ostacoli scientifici o tecnologici non risolvibili con le conoscenze già disponibili. La sentenza avrebbe invece qualificato come attività di ricerca e sviluppo interventi che si limitano alla mera applicazione di tecnologie esistenti e alla realizzazione di innovazioni di processo interne all'impresa, prive di qualsiasi contributo all'avanzamento delle conoscenze generali. Ciò determinerebbe la duplicazione di benefici fiscali su medesimi investimenti, già incentivati da altre misure (es. super ammortamento, iper-ammortamento, crediti per beni strumentali).

Per tali ragioni, l'Agenzia delle Entrate conclude chiedendo la riforma integrale della sentenza n. 69/2024, la conferma della legittimità dell'atto di recupero n. 12004/2023 del 29 dicembre 2023 relativo al credito d'imposta di euro 35.516,56, nonché la condanna della parte appellata alle spese di entrambi i gradi di giudizio, o in via subordinata la rideterminazione del credito nella misura effettivamente spettante, previa corretta qualificazione delle attività svolte.

La società contribuente si è costituita nel presente giudizio di appello con memoria nella quale chiede che la Corte disponga consulenza tecnica d'ufficio; ha altresì depositato ulteriore memoria di controdeduzioni in data 5/11/2025.

Nella memoria da ultimo citata, la società deduce che i criteri stabiliti dal Manuale di Frascati per il riconoscimento del credito d'imposta non sono applicabili *ratione temporis* al caso in esame, poiché il legislatore li ha introdotti solo dal 2020 con la legge n. 160/2019, mentre per il periodo 2015-2016, la normativa richiedeva un concetto più ampio di ricerca e sviluppo, basato sull'innovazione per l'impresa e non su un progresso scientifico assoluto.

La contribuente, a sostegno della propria argomentazione, richiama

giurisprudenza e atti successivi che confermano questa interpretazione: il TAR Lazio (sentenza n. 15039/2025) ha disapplicato le Linee Guida ministeriali che estendevano retroattivamente i criteri del Manuale di Frascati 2015; la CGT Lombardia (sentenza n. 1482/2025) ha ribadito che per gli anni in contestazione vale il Manuale di Frascati 2002, che richiede solo un “apprezzabile elemento di novità” e la risoluzione di incertezze non immediatamente evidenti.

Nel merito, la società descrive dettagliatamente il progetto ESGP (Energy Saving Gamification Platform), sviluppato nel 2015 con il Politecnico di Torino e CSELT, sulla base del quale ha domandato il riconoscimento del credito d'imposta. L'obiettivo, in sintesi, era creare una piattaforma intelligente per la gestione dei consumi energetici domestici, basata su algoritmi di apprendimento, Big Data e tecniche di “gamification” per coinvolgere gli utenti.

La difesa della società appellata ha inoltre sottolineato che l'Agenzia non ha fornito alcuna prova tecnica a sostegno delle proprie affermazioni, limitandosi a giudizi apodittici e a ricerche generiche su Google. Invoca quindi il difetto di motivazione dell'atto (art. 7 L. 212/2000) e la violazione dell'onere probatorio (art. 2697 c. c.). Inoltre, richiama la certificazione asseverata di un esperto iscritto all'Albo dei certificatori (*ex art. 23 D. L. 73/2022*) e la valutazione positiva di FINPIEMONTE, che aveva finanziato il progetto dopo istruttoria tecnico-scientifica.

La contribuente conclude pertanto per la conferma della sentenza di primo grado.

MOTIVI DELLA DECISIONE

L'appello è infondato per le ragioni di seguito esposte.

Il credito di imposta per ricerca e sviluppo, originariamente previsto dall'art. 3 D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, recante interventi urgenti di avvio del piano “Destinazione Italia”, convertito con modificazioni dalla L. 21 febbraio 2014, n. 9, era riconosciuto alle imprese, indipendentemente dalla forma giuridica, dal settore economico in cui operassero nonché dal regime contabile adottato, che avessero effettuato investimenti in attività di ricerca e sviluppo — nei limiti stabiliti dai commi 4, 5 e 6 del medesimo art. 3 —, a decorrere dal periodo di imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2014 e — con successive proroghe legislative — fino a quello in corso al 31 dicembre 2019.

Per il periodo imposta relativo all'anno 2016, al quale si riferisce l'atto di recupero a tassazione del credito d'imposta per attività di ricerca e sviluppo indicato dall'odierna società appellata, l'unica fonte normativa secondaria, oltre al D.L. sopra citato, era costituita dal Decreto interministeriale del 27 maggio 2015, recante attuazione del credito d'imposta per attività di ricerca e sviluppo.

Secondo tale quadro normativo, le attività ammissibili al credito d'impo-

sta in esame erano le seguenti: *a)* lavori sperimentali o teorici svolti, aventi quale principale finalità l'acquisizione di nuove conoscenze sui fondamenti di fenomeni e di fatti osservabili, senza che siano previste applicazioni o usi commerciali diretti; *b)* ricerca pianificata o indagini critiche miranti ad acquisire nuove conoscenze, da utilizzare per mettere a punto nuovi prodotti, processi o servizi o permettere un miglioramento dei prodotti, processi o servizi esistenti ovvero la creazione di componenti di sistemi complessi, necessaria per la ricerca industriale, ad esclusione dei prototipi di cui alla lettera *c)*; *c)* acquisizione, combinazione, strutturazione e utilizzo delle conoscenze e capacità esistenti di natura scientifica, tecnologica e commerciale allo scopo di produrre piani, progetti o disegni per prodotti, processi o servizi nuovi, modificati o migliorati; può trattarsi anche di altre attività destinate alla definizione concettuale, alla pianificazione e alla documentazione concernenti nuovi prodotti, processi e servizi; tali attività possono comprendere l'elaborazione di progetti, disegni, piani e altra documentazione, inclusi gli studi di fattibilità, purché non siano destinati a uso commerciale; realizzazione di prototipi utilizzabili per scopi commerciali e di progetti pilota destinati a esperimenti tecnologici o commerciali, quando il prototipo è necessariamente il prodotto commerciale finale e il suo costo di fabbricazione è troppo elevato per poterlo usare soltanto a fini di dimostrazione e di convalida; *d)* produzione e collaudo di prodotti, processi e servizi, a condizione che non siano impiegati o trasformati in vista di applicazioni industriali o per finalità commerciali.

Restavano escluse soltanto le modifiche ordinarie o periodiche apportate a prodotti, linee di produzione, processi di fabbricazione, servizi esistenti e altre operazioni in corso, anche quando tali modifiche rappresentino miglioramenti.

In materia, la prassi amministrativa consolidata fino al 2019 non aveva mai contemplato il ricorso ai criteri del Manuale di Frascati. Invero, dopo l'introduzione del credito d'imposta in esame, l'Agenzia delle entrate, con la circolare n. 5/E del 2016, aveva fornito i primi chiarimenti interpretativi, rinviando espressamente alla circolare del Mi.s.e. n. 46586 del 2009, la quale individuava nel Manuale di Oslo lo strumento concettuale di riferimento per la qualificazione delle attività agevolabili. Questi documenti interpretativi sottolineavano come la finalità dell'agevolazione fosse quella di sostenere l'impegno dell'impresa nel migliorare processi e prodotti, incrementando la competitività del sistema economico, e non quella di contribuire all'incremento delle conoscenze scientifiche o tecniche a livello sistemico, requisito invece previsto dal Manuale di Frascati per qualificare un'attività come ricerca e sviluppo.

Sulla base di tale precedente assetto normativo, le spese indicate dalla società contribuente erano sicuramente ammissibili al credito d'imposta, in ragione della nozione ampia accolta dalla legislazione primaria e regolamentare sopra riassunta, nonché della prassi amministrativa citata. Tale affer-

mazione può ritenersi del tutto pacifica, in quanto non contestata neppure dall'amministrazione appellante.

Quest'ultima, infatti, incentra le proprie doglianze sulla circostanza che il giudice di primo grado non abbia tenuto conto della legislazione entrata in vigore in epoca successiva all'anno di imposta 2016, per il quale la società contribuente ha chiesto, nelle forme di legge, il riconoscimento del credito d'imposta per ricerca e sviluppo.

In particolare, la sentenza impugnata non avrebbe tenuto in debita considerazione l'art. 1 comma 200 della legge 27 dicembre 2019, n. 160 (Legge di Bilancio 2020), che circoscriveva le attività di ricerca e sviluppo ammissibili al credito d'imposta nelle attività di ricerca fondamentale, di ricerca industriale e sviluppo sperimentale in campo scientifico o tecnologico, come definite, rispettivamente, alle lettere *m*), *q*) e *j*) del punto 15 del paragrafo 1.3 della comunicazione della Commissione (2014/C 198/01) del 27 giugno 2014, concernente disciplina degli aiuti di Stato a favore di ricerca, sviluppo e innovazione e rinviava ad un successivo decreto del Ministro dello sviluppo economico, da pubblicare entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge, la disciplina relativa ai criteri per la corretta applicazione di tali definizioni, tenendo conto dei principi generali e dei criteri contenuti nel Manuale di Frascati dell'Organizzazione per la cooperazione lo sviluppo economico (OCSE).

A loro volta, le lettere *m*), *q*) e *j*) del punto 15 del paragrafo 1.3 della comunicazione della Commissione (2014/C 198/01) del 27 giugno 2014 stabilivano: *m*) che, per «ricerca fondamentale», dovessero intendersi i lavori sperimentali o teorici svolti soprattutto per acquisire nuove conoscenze sui fondamenti di fenomeni e di fatti osservabili, senza che siano previste applicazioni o utilizzazioni commerciali dirette; *q*) che per «ricerca industriale», dovesse intendersi ricerca pianificata o indagini critiche miranti ad acquisire nuove conoscenze e capacità, da utilizzare per sviluppare nuovi prodotti, processi o servizi o apportare un notevole miglioramento dei prodotti, processi o servizi esistenti. Essa comprende la creazione di componenti di sistemi complessi e può includere la costruzione di prototipi in ambiente di laboratorio o in un ambiente dotato di interfacce di simulazione verso sistemi esistenti e la realizzazione di linee pilota, se ciò è necessario ai fini della ricerca industriale, in particolare ai fini della convalida di tecnologie generiche; *j*) per «sviluppo sperimentale», dovesse intendersi l'acquisizione, la combinazione, la strutturazione e l'utilizzo delle conoscenze e capacità esistenti di natura scientifica, tecnologica, commerciale e di altro tipo allo scopo di sviluppare prodotti, processi o servizi nuovi o migliorati. Rientrano in questa definizione anche altre attività destinate alla definizione concettuale, alla pianificazione e alla documentazione concernenti nuovi prodotti, processi o servizi. Rientrano nello sviluppo sperimentale la costruzione di prototipi, la dimostrazione, la realizzazione di prodotti pilota, test e convalida di prodotti, processi o servizi nuovi o migliorati, effettuate in un ambiente che riproduce le

condizioni operative reali laddove l'obiettivo primario è l'apporto di ulteriori miglioramenti tecnici a prodotti, processi e servizi che non sono sostanzialmente definitivi. Lo sviluppo sperimentale può quindi comprendere lo sviluppo di un prototipo o di un prodotto pilota utilizzabile per scopi commerciali che è necessariamente il prodotto commerciale finale e il cui costo di fabbricazione è troppo elevato per essere utilizzato soltanto a fini di dimostrazione e di convalida. Lo sviluppo sperimentale non comprende tuttavia le modifiche di routine o le modifiche periodiche apportate a prodotti, linee di produzione, processi di fabbricazione e servizi esistenti e ad altre operazioni in corso, anche quando tali modifiche rappresentino miglioramenti.

Tale nuovo assetto normativo si collocava al termine di un mutamento interpretativo maturato solo a partire dal 2018 su iniziativa del Ministero dello sviluppo economico (con la Circolare n. 59990 del 2018) e, successivamente, dell'Agenzia delle entrate (con la Risoluzione n. 40/E del 2 aprile 2019), nell'ambito del quale veniva seguita un'interpretazione innovativa, individuando nei cinque criteri delineati dal Manuale di Frascati il paradigma di riferimento per qualificare le attività di ricerca e sviluppo (novità, creatività, incertezza, sistematicità e trasferibilità/riproducibilità). Tuttavia, solo con l'art. 1 comma 200 della legge 27 dicembre 2019, n. 160 (Legge di Bilancio 2020), che ha operato un richiamo espresso al Manuale di Frascati, sono stati introdotti nell'ordinamento i nuovi presupposti per il riconoscimento del credito di imposta per ricerca e sviluppo, elevando i principi contenuti del citato art. 1 comma 200 a criteri normativi ufficiali per la qualificazione delle attività di ricerca e sviluppo ammissibili all'agevolazione fiscale. Tale innovazione normativa è stata poi confermata dal Ministero dello sviluppo economico nel relativo decreto attuativo del 26 maggio 2020 e nelle Linee guida approvate con decreto direttoriale del 4 luglio 2024.

Da tale ricognizione delle fonti normative, la Corte conclude che solo a partire dal periodo d'imposta 2020, con l'introduzione del nuovo credito d'imposta per ricerca e sviluppo, il legislatore ha adottato una qualificazione più restrittiva delle attività ammissibili, vincolandone l'ammissibilità al rispetto congiunto dei cinque criteri individuati dal Manuale di Frascati (c.d. "five criteria"): novità, creatività, incertezza, sistematicità e trasferibilità/riproducibilità e solo in tale contesto, peraltro, è stato espressamente previsto che il presupposto della "novità" debba essere intesa in senso assoluto, ossia come progresso conoscitivo non ancora acquisito a livello globale, e non più come semplice innovazione interna all'impresa, come invece consentito dall'approccio più ampio e flessibile del c.d. Manuale di Oslo.

La normativa, tuttavia, come detto, non dispone che per il periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2019, con la conseguenza che essa non può trovare applicazione negli anni d'imposta precedenti.

La giurisprudenza amministrativa ha infatti chiarito in modo inequivoco che tali criteri non possono essere applicati retroattivamente al credito d'imposta disciplinato dall'art. 3 del D.L. n. 145/2013 e dal D.M. 27 maggio

2015. In particolare, il TAR Lazio, sentenza n. 15039/2025, ha affermato che «non può ritenersi che una prassi interpretativa possa sostituire o modificare retroattivamente il dettato normativo esplicito contenuto nell'art. 3 del D.L. n. 145/2013, che già definiva in modo completo il perimetro delle attività di ricerca e sviluppo ammissibili al beneficio fiscale». Il giudice amministrativo ha inoltre evidenziato che il recepimento espresso dei criteri del Manuale di Frascati è avvenuto solo con la legge n. 160/2019, con efficacia dal periodo d'imposta 2020, escludendo ogni efficacia retroattiva. Ha quindi disposto la disapplicazione erga omnes del D.P.C.M. 15 settembre 2023 e dei D.M. 21 febbraio, 5 giugno e 4 luglio 2024, nella parte in cui estendono retroattivamente tali criteri. Ne discende che, per gli anni 2015-2019, valgono esclusivamente le disposizioni originarie del D.L. 145/2013 e del D.M. 2015, che non richiedono il rispetto dei cinque requisiti introdotti nel 2015.

Tale orientamento è stato pienamente confermato e condiviso anche dalla giurisprudenza tributaria di merito.

In proposito, infatti, la Corte di Giustizia Tributaria di secondo grado della Lombardia, con la sentenza n. 1482/2025, ha affermato che «la classificazione delle attività di ricerca e sviluppo per gli anni d'imposta 2015 e 2016 deve avvenire sulla base dei criteri esposti nel Manuale di Frascati edizione 2002, nel quale non sono menzionati i cinque criteri introdotti nel 2015». La Corte ha inoltre precisato che «occorre valutare lo sforzo innovativo tenendo conto dello stato delle conoscenze scientifiche e tecnologiche disponibili e accessibili per l'impresa, e non del livello di conoscenze assolute presenti nel settore», confermando che la nozione di R&S rilevante ai fini del credito d'imposta implica un "apprezzabile elemento di novità" e non una novità rivoluzionaria in senso globale.

Alla luce di quanto precede, pertanto, non essendo applicabile retroattivamente la legislazione introdotta a partire dall'art. 1 comma 200 della legge 27 dicembre 2019, n. 160 (Legge di Bilancio 2020) all'anno di imposta 2016, l'appello proposto dall'amministrazione finanziaria è infondato e va conseguentemente respinto, con integrale conferma della sentenza impugnata.

La questione è tuttora sottoposta all'esame del Consiglio di Stato (giudice dell'impugnazione della sentenza TAR Lazio, n. 15039/2025), nonché della Corte Suprema di Cassazione, sicché sussistono gravi ed eccezionali motivi per compensare integralmente le spese di entrambi i gradi di giudizio, come da dispositivo.

P.Q.M.

Rigetta l'appello e conferma la decisione impugnata. Spese compensate.

Credito d'imposta R&S: il Manuale di Frascati alla prova della *ratio legis* (di ALESSANDRO FORNACI)

1. Premessa.

La sentenza in commento contribuisce a consolidare ⁽¹⁾ quell'orientamento della giurisprudenza di merito, favorevole al contribuente, secondo cui la nozione di attività di ricerca e sviluppo rilevante ai fini della fruizione del credito d'imposta di cui all'art. 3 D.L. 23 dicembre 2013, n. 145 (il "credito d'imposta del 2013"), non deve essere influenzata dagli stringenti criteri individuati nel Manuale di Frascati aggiornato alla versione del 2015 ⁽²⁾.

Si tratta quindi di una pronuncia che si inserisce nel vasto contenzioso che sta interessando, ormai da qualche anno, l'interpretazione dell'ambito oggettivo di applicazione di questo incentivo, la cui definizione formulata in origine nella relativa normativa di riferimento non è stata mai modificata in maniera sostanziale, almeno fino all'introduzione della nuova disciplina di cui all'art. 1, commi 184 ss., Legge 27 dicembre 2019, n. 160 ⁽³⁾. Solo quest'ultima, infatti, abrogando quella precedente per istituire il nuovo "credito d'imposta del 2019", ha infine introdotto un espresso riferimento ai principi e criteri del Manuale di Frascati ⁽⁴⁾.

Come noto, si tratta peraltro di un contenzioso che è stato al centro di un dibattito molto acceso anche con riferimento al profilo della qualificazione

⁽¹⁾ La medesima sezione della Corte di Giustizia Tributaria della Valle d'Aosta si era già espressa in questi termini con la sentenza del 3 ottobre 2024, n. 15. Più in generale, dello stesso avviso risultano, *ex multis*: CGT II grado Lazio n. 7128 del 2025, CGT II grado Lombardia n. 2376 del 2025, CGT II grado Liguria n. 444 del 2025, CGT II grado Lombardia n. 2966 del 2024, CGT II grado Lombardia n. 1482 del 2025, CGT I grado Napoli n. 1694 del 2025, CGT II grado Campania n. 7407 del 2025 e CGT I grado Brescia n. 46 del 2025. Al contrario, per l'applicabilità dei criteri del Manuale di Frascati, si sono espresse: CGT II grado Veneto n. 770 del 2025, CGT II grado Umbria n. 332 del 2024, CGT II grado Lazio n. 3322 del 2025, CGT II grado Toscana n. 649 del 2025, CGT II grado Campania n. 4565 del 2025, CGT II grado Lombardia n. 1917 del 2025.

⁽²⁾ In merito alla natura di questo documento, S. Carrea, « Il valore del Manuale di Frascati ai fini del credito d'imposta per ricerca e sviluppo - Il valore del Manuale di Frascati tra hard law, soft law e approccio difensivo del contribuente », in *GT-Riv. Giur. Trib.*, 2023, 531 ss., ha sottolineato come non solo non si tratti di un documento *ex se* vincolante (*hard law*), ma non sia nemmeno riconducibile alla categoria della *cd. soft law*, assumendo piuttosto un « carattere descrittivo (più che prescrittivo) », e pertanto non sarebbe una fonte incline ad essere utilizzata ai fini dell'interpretazione di norme giuridiche. Nello stesso senso, cfr. A. Renda, P. Morgano, « Dissidi interpretativi sul Manuale di Frascati, in bilico tra miti e falsi dei », in *Corr. trib.*, 2025, 1081 ss.

⁽³⁾ Cfr. S. Carrea, « Il valore del Manuale di Frascati ai fini del credito d'imposta per ricerca e sviluppo - Il valore del Manuale di Frascati tra hard law, soft law e approccio difensivo del contribuente », in *GT-Riv. Giur. Trib.*, 2023, 531 ss.

⁽⁴⁾ Il comma 200 ha delimitato l'ambito di applicazione a talune attività di ricerca e sviluppo « definite, rispettivamente, alle lettere *m*), *g*) e *j*) del punto 15 del paragrafo 1.3 della comunicazione della Commissione (2014/C 198/01) del 27 giugno 2014, concernente disciplina degli aiuti di Stato a favore di ricerca, sviluppo e innovazione » delegando ad un decreto del Ministero dello sviluppo economico la specificazione dei « criteri per la corretta applicazione di tali definizioni, tenendo conto dei principi generali e dei criteri contenuti nel Manuale di Frascati ».

delle asserite violazioni contestate dall'Amministrazione, che la dottrina tende ormai a ricondurre, soprattutto dopo la riforma inaugurata dalla legge delega 9 agosto 2023, n. 111, nell'alveo della "non spettanza" dei relativi crediti, piuttosto che dell'"inesistenza" ⁽⁵⁾.

Nel contesto così sinteticamente delineato, attinente come detto alla normativa vigente prima della riforma della legge 27 dicembre 2019, n. 160 (la "Legge di bilancio 2020"), nella pronuncia emerge che l'Amministrazione aveva appellato la sentenza di primo grado, favorevole al contribuente, denunciando la violazione dell'art. 3 D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, della Comunicazione della Commissione Europea 2014/C198/01 del 27 giugno 2014, del Manuale di Frascati dell'OCSE, dell'art. 1, commi 200 e ss. L. 27 dicembre 2019, n. 160 e dell'art. 5, commi 7 e ss. D.L. 21 ottobre 2021, n. 146.

Più in particolare, l'impostazione seguita dai giudici di prime cure, secondo cui il riconoscimento del credito d'imposta del 2013 deve prescindere dai criteri di qualificazione delle attività di ricerca e sviluppo contenuti nel Manuale di Frascati ⁽⁶⁾, veniva ritenuta dall'Amministrazione « contrastante con la ratio legis e con le fonti comunitarie » ⁽⁷⁾.

Nel processo si è quindi assistito allo scontro tra due opposte visioni circa la *ratio* che avrebbe ispirato il Legislatore del 2013 ad introdurre nell'ordinamento l'incentivo in questione.

Secondo l'Amministrazione, infatti, « il credito ricerca e sviluppo è stato introdotto per incentivare investimenti ad alto contenuto innovativo e rischio tecnico, e non per semplici ammodernamenti produttivi », e ciò troverebbe riscontro nella Comunicazione della Commissione Europea 2014/C198/01, la quale « stabilisce infatti che la classificazione delle attività deve basarsi sugli esempi e spiegazioni del Manuale di Frascati » ⁽⁸⁾, mentre il riconoscimento dell'agevolazione anche con riferimento ad attività « prive di qualsiasi contributo all'avanzamento delle conoscenze generali [...] determinerebbe la duplicazione di benefici fiscali su medesimi investimenti, già incentivati da altre misure (es. super ammortamento, iper-ammortamento, crediti per beni strumentali) » ⁽⁹⁾.

Al contrario, parte contribuente ha resistito sostenendo l'inapplicabilità dei criteri del citato Manuale richiamandosi al dato letterale della normativa *ratione temporis* vigente, che « richiedeva un concetto più ampio di ricerca e

⁽⁵⁾ Cfr. A. Giovanardi, « Non riuscito il tentativo di giungere a una "più rigorosa distinzione normativa" tra crediti inesistenti e non spettanti », in *il fisco*, 2024, 3617 ss.; R. Baboro, « La distinzione tra crediti di imposta non spettanti e inesistenti dopo la riforma del sistema sanzionatorio tributario », in *Dir. prat. trib.*, 2025, 951. Entrambi gli Autori sono concordi nel ritenere che l'intento del Legislatore della riforma fosse probabilmente quello di ricondurre anche le contestazioni fondate sulla rilevanza dei criteri del Manuale di Frascati all'alveo della "non spettanza".

⁽⁶⁾ Di cui una ricostruzione è presente in P. Boria, « La ricerca e l'innovazione industriale come fattori di una fiscalità agevolata », in *Dir. prat. trib.*, 2022, 1236 ss.

⁽⁷⁾ Cfr. sentenza n. 13 del 2025 della CGT II grado Valle d'Aosta, in commento.

⁽⁸⁾ Cfr. sentenza n. 13 del 2025 della CGT II grado Valle d'Aosta, in commento.

⁽⁹⁾ Cfr. sentenza n. 13 del 2025 della CGT II grado Valle d'Aosta, in commento.

sviluppo, basato sull'innovazione per l'impresa e non su un progresso scientifico assoluto »⁽¹⁰⁾.

La Corte, nel decidere la controversia, non si è tuttavia espressa in via diretta sul tema della *ratio legis*, bensì ha basato il proprio convincimento su altri argomenti, caratterizzati da una maggiore liquidità, finendo così per riconoscere solo indirettamente nell'agevolazione in questione una volontà del Legislatore volta a consentire un più ampio accesso alla stessa.

La sentenza rappresenta quindi un'utile occasione per sottoporre alla prova dell'argomento teleologico gli argomenti valorizzati dai Giudici di merito e già ampiamente esaminati dalla dottrina.

2. L'irrilevanza del Manuale di Frascati nel contesto normativo vigente fino al 2019.

La motivazione della sentenza prende le mosse da una ricognizione delle fonti normative e delle indicazioni di prassi vigenti all'epoca dei fatti, per arrivare così a delineare da subito quale sia la nozione di attività di ricerca e sviluppo rilevante.

In particolare, attenendosi al dato letterale dell'art. 3, D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, viene fornita una puntuale elencazione di una serie di attività ammissibili all'incentivo, tra le quali figurano anche quelle volte al miglioramento dei prodotti già esistenti, e non solo all'introduzione di prodotti nuovi, dalle quali « [r]estavano escluse soltanto le modifiche ordinarie o periodiche apportate a prodotti, linee di produzione, processi di fabbricazione, servizi esistenti e altre operazioni in corso, anche quando tali modifiche rappresentino miglioramenti »⁽¹¹⁾.

Così il dato letterale della norma è stato ritenuto sufficientemente chiaro per essere interpretato senza l'ausilio di altre fonti, quali il Manuale di Frascati, indipendentemente dal fatto che nel nostro ordinamento, come è stato rilevato in dottrina, non sarebbe presente una definizione univoca di attività di ricerca e sviluppo⁽¹²⁾, nemmeno in settori diversi da quello del diritto tributario.

Cionondimeno, anche a causa della variabilità del quadro normativo e di prassi cui si è fatto riferimento, molti studiosi sono concordi nell'affermare che la materia sia connotata da obiettive condizioni di incertezza⁽¹³⁾, anche se non è mancato chi ha sottolineato che quest'ultima sarebbe stata in realtà

⁽¹⁰⁾ Cfr. sentenza n. 13 del 2025 della CGT II grado Valle d'Aosta, in commento.

⁽¹¹⁾ Cfr. sentenza n. 13 del 2025 della CGT II grado Valle d'Aosta, in commento.

⁽¹²⁾ Cfr. P. Boria, « La ricerca e l'innovazione industriale come fattori di una fiscalità agevolata », in *Dir. prat. trib.*, 2022, 1236 ss.; F. Crovato, « La deduzione dei costi per "attività di ricerca" nel reddito d'impresa », in *Riv. tel. dir. trib.*, 2023, 355 ss.

⁽¹³⁾ *Ex multis*, cfr. P. Boria, « La ricerca e l'innovazione industriale come fattori di una fiscalità agevolata », in *Dir. prat. trib.*, 2022, 1236 ss.

generata più dalle contraddittorie indicazioni della prassi amministrativa che non dal testo della norma ⁽¹⁴⁾.

L'Agenzia della Entrate, infatti, non aveva mai fatto riferimento ai criteri restrittivi del Manuale di Frascati fino a quando, nel 2018, è intervenuta per la prima volta la Circolare n. 59990 del Ministero dello sviluppo economico ⁽¹⁵⁾. Solo allora l'Amministrazione finanziaria, a partire dalla Risoluzione n. 40/E del 2 aprile 2019, ha recepito l'indirizzo proposto dal Ministero, limitando l'ambito di applicazione dell'incentivo alle sole attività volte alla ricerca o allo sviluppo di soluzioni dotate di requisiti di novità tali che, caratterizzandosi « per la presenza di elementi di novità e creatività e per il grado di incertezza o rischio d'insuccesso scientifico o tecnologico che implicano », risultano « meritevoli di essere incentivate con la concessione di contributi pubblici » ⁽¹⁶⁾. Più in particolare, la necessità di interpretare la disciplina domestica alla luce dei criteri del Manuale di Frascati veniva fondata sul richiamo allo stesso effettuato nella Comunicazione della Commissione Europea 2014/C198/01, recante la « Disciplina degli aiuti di Stato a favore di ricerca, sviluppo e innovazione ».

Ciò che veniva tuttavia trascurato era, oltre al carattere non vincolante di tale documento nei confronti dei cittadini dell'Unione ⁽¹⁷⁾, sia il fatto che la stessa risaliva a un periodo, il 2014, in cui il Manuale di Frascati non contemplava ancora gli stringenti criteri cui fa riferimento la prassi ⁽¹⁸⁾, sia che la stessa preveda all'interno del perimetro definitorio anche delle nozioni incompatibili con tali criteri ⁽¹⁹⁾.

Questa linea interpretativa era stata infine sostanzialmente accolta dal Legislatore nella legge di Bilancio 2020, che al comma 200 dell'art. 1 la proponeva con riferimento alla disciplina del credito di imposta del 2019, la quale tuttavia si poneva in discontinuità rispetto a quella previgente, che restava invece applicabile ai periodi d'imposta « fino a quello in corso al 31 dicembre 2019 » ai sensi dell'art. 3 D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, per come modificato proprio dal comma 209 dell'art. 1 della medesima legge di Bilancio.

Tornando alla pronuncia in commento, la contestazione dell'Amministrazione, che si inseriva nella campagna di recupero del credito d'imposta

⁽¹⁴⁾ Cfr. A. Viotto, « Luci ed ombre sulla “sanatoria” per i crediti d'imposta ricerca e sviluppo », in *Riv. trim. dir. trib.*, 2022, 595 ss.

⁽¹⁵⁾ Cfr. *ex multis*, M. Damiani, « Crediti d'imposta R&S: all'epilogo la lunga marcia per superare confusione ed incertezze? », in *Corr. trib.*, 2024, 132 ss.

⁽¹⁶⁾ Cfr. Risoluzione n. 40/E del 2 aprile 2019.

⁽¹⁷⁾ Cfr. Cfr. S. Carrea, « Il valore del Manuale di Frascati ai fini del credito d'imposta per ricerca e sviluppo - Il valore del Manuale di Frascati tra hard law, soft law e approccio difensivo del contribuente », in *GT-Riv. Giur. Trib.*, 2023, 531 ss.

⁽¹⁸⁾ Introdotti solo a partire dalla versione aggiornata nel 2015, cfr. A. Renda, P. Morgano, « Dissidi interpretativi sul Manuale di Frascati, in bilico tra miti e falsi dei », in *Corr. trib.*, 2025, 1081 ss.

⁽¹⁹⁾ Cfr. M. Targhini, « La deriva farsesca del credito d'imposta per le attività di ricerca e sviluppo (r&s) tra marketing politico elettorale e gravi danni alla legalità come prassi », in *Dir. prat. trib.*, 2025, 1946 ss. Tesi accolta dalla CGT II grado Lombardia, sentenza n. 2966 del 2024.

intrapresa in seguito all'emanazione della prassi menzionata ⁽²⁰⁾, veniva sostenuta anche facendo riferimento all'asserita rilevanza che la normativa introdotta con la legge di Bilancio del 2020 assumerebbe con riferimento all'interpretazione del quadro normativo previgente.

Si noti che si tratta quindi di un argomento differente da quello valorizzato da altra giurisprudenza secondo cui il Manuale di Frascati sarebbe applicabile in quanto, seppur non menzionato dalla legge fino al 2019, e richiamato dalla prassi solo a partire dal 2018, avrebbe da « sempre rappresentato il documento al quale si riferisce la Commissione europea con le comunicazioni istitutive degli incentivi in ricerca e sviluppo ed innovazione tecnologica » oltre che la « dottrina aziendalistica » ⁽²¹⁾, che è stato criticato rammentando l'irrilevanza degli usi nelle materie regolate dalla legge ⁽²²⁾.

Nella sentenza, emerge invece che secondo la tesi dell'Amministrazione le precisazioni introdotte dalla legge di bilancio 2020 dovrebbero applicarsi, immediatamente, anche alla normativa previgente in quanto sarebbero ricognitive della medesima *ratio legis* condivisa da entrambe le agevolazioni.

La Corte, non condividendo tale lettura, l'ha criticata sottolineando in particolare che l'assetto normativo del nuovo credito d'imposta si porrebbe in una logica di discontinuità con quello precedente, collocandosi invero « al termine di un mutamento interpretativo maturato solo a partire dal 2018 su iniziativa del Ministero dello sviluppo economico (con la Circolare n. 59990 del 2018) e, successivamente, dell'Agenzia delle entrate (con la Risoluzione n. 40/E del 2 aprile 2019), nell'ambito del quale veniva seguita un'interpretazione innovativa ».

Così, dalla « ricognizione delle fonti normative, la Corte conclude che solo a partire dal periodo d'imposta 2020, con l'introduzione del nuovo credito d'imposta per ricerca e sviluppo, il legislatore ha adottato una qualificazione più restrittiva delle attività ammissibili, vincolandone l'ammissibilità al rispetto congiunto dei cinque criteri individuati dal Manuale di Frascati », ma tale novella normativa « tuttavia, come detto, non dispone che per il periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2019 ⁽²³⁾ ».

A supporto della propria ricostruzione, la Corte ha richiamato anche la

⁽²⁰⁾ Cfr. M. Targhini, « La deriva farsesca del credito d'imposta per le attività di ricerca e sviluppo (r&s) tra marketing politico elettorale e gravi danni alla legalità come prassi », in *Dir. prat. trib.*, 2025, 1946 ss.

⁽²¹⁾ Tema questo, che è stato illustrato anche da S. Valenti, « Il credito d'imposta in ricerca e sviluppo per le imprese che investono nella ricerca universitaria: la condivisione degli obiettivi e la contitolarità del risultato della ricerca per usufruire dell'agevolazione », in *Riv. tel. dir. trib.*, 2021, 415 ss.

⁽²²⁾ S. Carrea, « Il valore del Manuale di Frascati ai fini del credito d'imposta per ricerca e sviluppo - Il valore del Manuale di Frascati tra hard law, soft law e approccio difensivo del contribuente », in *GT-Riv. Giur. Trib.*, 2023, 531 ss., commentando talune sentenze che accettavano la tesi richiamata, nota correttamente che nella disciplina del credito d'imposta del 2013 non vi è traccia di alcun riferimento agli usi, che quindi devono ritenersi irrilevanti ai sensi dell'art. 8 delle disposizioni preliminari al codice civile che dispone che « nelle materie regolate dalle leggi e dai regolamenti gli usi hanno efficacia solo in quanto sono da essi richiamati ».

⁽²³⁾ Cfr. sentenza n. 13 del 2025 della CGT II grado Valle d'Aosta, in commento.

recente rilevante sentenza del TAR Lazio, n. 15039 del 2025, la quale ha affermato che « non può ritenersi che una prassi interpretativa possa sostituire o modificare retroattivamente il dettato normativo esplicito contenuto nell'art. 3 del D.L. n. 145/2013, che già definiva in modo completo il perimetro delle attività di ricerca e sviluppo ammissibili al beneficio fiscale » e che, *a contrario*, « lo stesso recepimento espresso del Manuale di Frascati ad opera della L. n. 160 del 2019 conferma in modo chiaro che, fino a quel momento, i criteri ivi contenuti non avevano trovato ingresso nel nostro ordinamento »⁽²⁴⁾. Il Giudice amministrativo ha quindi concluso disponendo la disapplicazione del D.P.C.M. 15 settembre 2023 « nella parte in cui estende retroattivamente l'applicazione dei criteri del Manuale al credito d'imposta previsto dall'art. 3 del D.L. n. 145 del 2013 »⁽²⁵⁾ ai fini della certificazione di cui all'art. 23, D.L. 21 giugno 2022, n. 73, in quanto in contrasto con il divieto di irretroattività delle norme tributarie disposto dall'art. 3, comma 1, della legge 27 luglio 2000, n. 212 (Statuto dei diritti del contribuente).

Così, la Corte concludeva dichiarando di conformarsi altresì alla sentenza n. 1482 del 2025 della Corte di Giustizia Tributaria di secondo grado della Lombardia⁽²⁶⁾, nella cui prospettiva « la nozione di R&S rilevante ai fini del credito d'imposta implica un "apprezzabile elemento di novità" e non una novità rivoluzionaria in senso globale »⁽²⁷⁾.

3. La *ratio* economica sottostante il riconoscimento del credito ricerca e sviluppo.

Come anticipato, nel processo si sono confrontate due differenti ricostruzioni delle fonti normative ed interpretative applicabili al credito d'imposta del 2013, le quali conducono a sostenere delle teorie tra loro inconciliabili circa la *ratio* ispiratrice dell'incentivo.

Nella prospettiva dell'Amministrazione, infatti, il Legislatore fin dal 2013 aveva inteso incentivare solo le attività di ricerca e sviluppo a più alto contenuto innovativo, caratterizzate da intrinseche maggiori difficoltà di conduzione, mentre in quella di parte contribuente l'agevolazione era volta a stimolare la diffusione delle attività di innovazione, anche delle meno radicali, tra le imprese.

In prima battuta, entrambe le impostazioni potrebbero apparire potenzialmente perseguibili, dato che, come è stato più volte rilevato in dottrina,

⁽²⁴⁾ Cfr. sentenza n. 15039 del 2025 del TAR Lazio. L'argomento *a contrario* era stato già avvalorato in dottrina da S. Carrea, « Il valore del Manuale di Frascati ai fini del credito d'imposta per ricerca e sviluppo - Il valore del Manuale di Frascati tra hard law, soft law e approccio difensivo del contribuente », in *GT-Riv. Giur. Trib.*, 2023, 531 ss.

⁽²⁵⁾ Cfr. sentenza n. 15039 del 2025 del TAR Lazio.

⁽²⁶⁾ Commentata da F. Gallio, « Ai fini del credito R&S 2015-2019 l'innovatività va valutata per l'impresa non applicando il Manuale di Frascati 2015 », in *il fisco*, 2025, 3204 ss.

⁽²⁷⁾ Cfr. sentenza n. 13 del 2025 della CGT II grado Valle d'Aosta, in commento.

l'attività di ricerca e sviluppo rappresenta una leva strategica fondamentale per la competizione delle imprese sul mercato globale, che è sempre più trainato dall'avanzamento tecnologico ⁽²⁸⁾. Pertanto, non apparirebbe di per sé inconcepibile che il Legislatore possa anche aver inteso promuoverla adottando criteri poco restrittivi; anzi, confrontandosi con le linee guida degli organi decisionali dell'Unione, più di un Autore ha concluso per ritenere che fosse proprio quest'ultima la linea d'intervento effettivamente perseguita nel 2013 ⁽²⁹⁾.

Per approfondire ulteriormente la questione, risulta utile prendere le mosse dall'esame del primo comma dell'art. 3 del D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, che nelle formulazioni vigenti in origine ⁽³⁰⁾, prevedeva che il finanziamento dell'incentivo dovesse essere fatto « valere sulla proposta nazionale relativa alla prossima programmazione 2014-2020 dei fondi strutturali comunitari, previa verifica della coerenza con le linee di intervento in essa previste ed a seguito dell'approvazione della Commissione europea ».

L'esame dei documenti predisposti nell'ambito della procedura di programmazione finanziaria in questione, disciplinata dal Regolamento UE del 17 dicembre 2013, n. 1303, che ha il pregio di essere dotata di particolare trasparenza, consente di beneficiare di un punto di osservazione privilegiato per indagare più nello specifico quali obiettivi di politica economica fossero perseguiti dal Legislatore (nella sua veste di *policy-maker* economico). Ciò in quanto gli stessi sono stati specificamente predisposti nel medesimo contesto temporale di riferimento dell'incentivo *de quo* per « garantire l'efficace attuazione dei fondi » ⁽³¹⁾ con cui si intendeva finanziarlo.

Più in particolare, il Regolamento UE del 17 dicembre 2013, n. 1303, prevedeva che ogni Stato membro preparasse « un accordo di partenariato » ⁽³²⁾ « in dialogo con la Commissione » ⁽³³⁾, da trasmettere alla stessa ⁽³⁴⁾ per consentirle, al termine del procedimento, di adottare « una

⁽²⁸⁾ Cfr., *ex multis*, P. Boria, « La ricerca e l'innovazione industriale come fattori di una fiscalità agevolata », in *Dir. prat. trib.*, 2022, 1236 ss.; M. Targhini, « La deriva farsesca del credito d'imposta per le attività di ricerca e sviluppo (r&s) tra marketing politico elettorale e gravi danni alla legalità come prassi », in *Dir. prat. trib.*, 2025, 1946 ss. G. Abruzzese e G. Bonanno, « Credito ricerca e sviluppo: la lunga via verso la certezza applicativa », in *Corr. trib.*, 2023, 853 ss., sottolineano peraltro come il nostro ordinamento promuova la ricerca e l'innovazione, e che in Assemblea Costituente si diede spazio anche all'intervento di un fisico, A. Pignedoli.

⁽²⁹⁾ Cfr. P. Boria, « La ricerca e l'innovazione industriale come fattori di una fiscalità agevolata », in *Dir. prat. trib.*, 2022, 1236 ss.; M. Targhini, « La deriva farsesca del credito d'imposta per le attività di ricerca e sviluppo (r&s) tra marketing politico elettorale e gravi danni alla legalità come prassi », in *Dir. prat. trib.*, 2025, 1946 ss.

⁽³⁰⁾ Ossia fino al 1° gennaio 2015, prima delle modifiche recate dalla Legge del 23 dicembre 2014 n. 190.

⁽³¹⁾ Cfr. art. 15, comma 1, lett. b) Regolamento UE del 17 dicembre 2013, n. 1303, relativo al « Contenuto dell'accordo di partenariato ».

⁽³²⁾ Cfr. art. 14, comma 1 Regolamento UE del 17 dicembre 2013, n. 1303.

⁽³³⁾ Cfr. art. 14, comma 2 Regolamento UE del 17 dicembre 2013, n. 1303.

⁽³⁴⁾ Cfr. art. 14, comma 4 Regolamento UE del 17 dicembre 2013, n. 1303.

decisione, mediante atti di esecuzione, con la quale approva gli elementi dell'accordo di partenariato »⁽³⁵⁾.

Esaminando quindi la sezione 1-A dell'Accordo di partenariato 2014-2020 predisposto dall'Italia, recante le « [m]odalità per garantire l'allineamento con la strategia dell'Unione per una crescita intelligente sostenibile e inclusiva », che peraltro rientra tra gli elementi dell'Accordo approvati con la Decisione di Esecuzione del 29 ottobre 2014 della Commissione, è quindi possibile approfondire quali obiettivi di politica economica fossero perseguiti all'epoca della prima introduzione del credito d'imposta.

Tra gli undici obiettivi tematici, degno di rilievo risulta essere l'« obiettivo tematico 1 - rafforzare la ricerca, lo sviluppo tecnologico e l'innovazione ».

A riguardo, l'Italia, dopo aver dato atto delle « debolezze strutturali e culturali del paese »⁽³⁶⁾, ha delineato le proprie « linee di indirizzo strategico »⁽³⁷⁾ individuando cinque risultati attesi⁽³⁸⁾ da perseguire attraverso i singoli interventi.

In particolare, per « il disegno e la selezione degli interventi che contribuiranno al conseguimento dei risultati attesi » sono stati definiti quattro principi, tra i quali i più rilevanti ai fini della presente disamina risultano essere i primi due (in ordine di esposizione)⁽³⁹⁾.

Il primo di questi prescrive l'« adozione di una definizione ampia di innovazione », da intendersi, secondo quanto spiegato alla nota a piè di pagina 209, come « un concetto di innovazione che si estende da quella generata dalle attività di ricerca e sviluppo, ai processi di innovazione aperta, [...] all'innovazione stimolata da strumenti di policy ancora sperimentali di stimolo della domanda [...] all'innovazione derivata da una gamma più ampia di fonti (e.g. imitazione, fertilizzazione incrociata, creatività), e all'innovazione di prodotto a varia intensità tecnologica (non solo high tech ma anche medium e low tech) », e risulta quindi caratterizzato da una notevole

⁽³⁵⁾ Cfr. art. 16, comma 2 Regolamento UE del 17 dicembre 2013, n. 1303.

⁽³⁶⁾ Nella sezione dedicata all'« analisi delle disparità, delle esigenze di sviluppo e del potenziale di crescita con riferimento agli Obiettivi tematici », alle pagine 11 e seguenti della sezione 1-A dell'Accordo di partenariato 2014-2020.

⁽³⁷⁾ Nella sezione relativa agli « Obiettivi Tematici selezionati e sintesi dei risultati attesi per ciascuno dei Fondi SIE », alle pagine 164 e seguenti della sezione 1-A dell'Accordo di partenariato 2014-2020.

⁽³⁸⁾ Incremento dell'attività di innovazione delle imprese, Rafforzamento dei sistemi innovativi regionali e nazionali, Promozione di nuovi mercati per l'innovazione, Aumento dell'incidenza di specializzazioni innovative in perimetri applicativi ad alta intensità di conoscenza, Potenziamento della capacità di sviluppare l'eccellenza nella R&I, cfr. pagine 166 e 167 della sezione 1-A dell'Accordo di partenariato 2014-2020.

⁽³⁹⁾ I restanti, attinenti al « focus sulla dimensione internazionale anche delle realtà produttive dei territori in ritardo » ed alla « revisione dei meccanismi di selezione delle proposte di intervento, con particolare riferimento alla

definizione delle regole di composizione delle commissioni giudicatrici » non risultano pertinenti per lo studio della materia in disamina, cfr. pagina 168 della sezione 1-A dell'Accordo di partenariato 2014-2020.

ampiezza, consentendo addirittura all'imitazione di rientrare nel concetto di innovazione ⁽⁴⁰⁾.

Il secondo principio, che risulta invece più complesso, prescrive di adottare una « combinazione bilanciata e selettiva degli approcci di politica tecnologica » utilizzando sia l'approccio « diffusion oriented, caratterizzato da finanziamenti di importo limitato e finalizzati al sostegno di attività innovative di tipo incrementale di un'ampia platea di beneficiari » sia quello « mission oriented, mirato alla selezione di interventi ambiziosi e dall'esito non scontato, in molti casi più rischiosi ».

La nota 210 approfondisce il tema evidenziando che « [n]elle passate programmazioni si è scelto di orientare la strategia di sviluppo tecnologico secondo due orientamenti: rispettivamente di diffusione (2000-2006), con interventi capillari e poco selettivi finalizzati ad incrementare lo sviluppo medio degli operatori economici verso le nuove tecnologie, e di missione (2007-2013), con interventi maggiormente concentrati su grandi progetti, e un minor numero di beneficiari, ritenuti maggiormente in grado di stimolare l'avanzamento tecnologico del Paese. L'esperienza, in massima parte non positiva, ci ha insegnato che i due approcci non possono essere mutualmente esclusivi. Pur riconoscendo l'importanza della diffusione capillare delle tecnologie mature, per obiettivi di policy legati all'avanzamento tecnologico non si può prescindere dalla esigenza di selettività e di concentrazione degli interventi. » ⁽⁴¹⁾.

Dalla lettura dell'Accordo di partenariato 2014-2020, è dunque possibile ritrarre almeno due indizi che possono risultare utili per ricostruire la *ratio* sottostante all'introduzione del credito d'imposta 2013 per le spese di ricerca e sviluppo.

Anzitutto, il legislatore si era impegnato ad adottare una definizione molto ampia del concetto di innovazione, volta a ricomprendere al suo interno anche l'innovazione *low-tech*, e finanche l'imitazione; elemento, questo, che già da solo sembrerebbe far propendere per l'accettazione dell'interpretazione più ampia della nozione di attività di ricerca e sviluppo rilevante ai fini del credito d'imposta 2013.

In secondo luogo, dopo un periodo di maggiore rigore, in cui era stato privilegiato unicamente l'approccio *mission oriented*, si è avvertita l'esigenza di bilanciarlo con l'approccio *diffusion oriented*, più volto a promuovere la diffusione della cultura dell'innovazione che non il finanziamento dei soli progetti più ambiziosi e all'avanguardia.

Per comprendere come questo secondo indizio possa aiutare l'interprete nell'esegesi della normativa, può risultare utile introdurre dei termini di paragone da ricondurre ai diversi approcci sopra delineati, seguendo un'ottica di carattere comparativo.

Se, come si è detto, nel precedente ciclo di programmazione economica,

⁽⁴⁰⁾ Cfr. nota 210, pag. 168 della sezione 1-A dell'Accordo di partenariato 2014-2020.

⁽⁴¹⁾ Cfr. nota 210, pag. 168 della sezione 1-A dell'Accordo di partenariato 2014-2020.

relativo al periodo 2007-2013, era stato seguito un “puro” approccio *mission oriented* ⁽⁴²⁾, è possibile indagare se degli elementi tipici del modello possano essere riscontrati o meno nelle discipline degli incentivi allora vigenti. Facendo così anzitutto riferimento al credito d'imposta introdotto dall'art. 1, commi 280-284, legge 27 dicembre 2006, n. 296, in vigore dal periodo d'imposta in corso al 1° gennaio 2007 a quello in corso al 31 dicembre 2009 (il “credito d'imposta 2006”), tale tesi sembrerebbe trovare un riscontro positivo. A riguardo, si consideri il fatto che detta normativa restringeva l'ambito oggettivo di applicazione del beneficio ai soli « costi sostenuti per attività di ricerca industriale e di sviluppo precompetitivo » ⁽⁴³⁾, e consentiva di ottenere benefici economici molto importanti, prevedendo un limite, per ciascun periodo d'imposta, pari a ben quindici milioni di euro, successivamente innalzato addirittura fino alla soglia di cinquanta milioni ⁽⁴⁴⁾. Appare quindi coerente con tale *ratio* anche il fatto che l'unico richiamo presente nell'ordinamento domestico al Manuale di Frascati ⁽⁴⁵⁾, prima di quello operato dalla disciplina del credito d'imposta del 2019, compaia nel D.M. 28 marzo 2008, relativo proprio al credito d'imposta del 2006, nella forma del rinvio alla Comunicazione CE 2006/C 323/01 ⁽⁴⁶⁾.

In maniera del tutto simile, anche il credito d'imposta di cui all'art. 1, D.L. 13 maggio 2011, n. 70, vigente durante il medesimo ciclo di programmazione economica, rimasto in vigore per i soli anni 2011 e 2012, prevedeva requisiti molto stringenti per l'accesso al beneficio, essendo volto ad agevolare solo le « imprese che finanziano progetti di ricerca, in Università ovvero enti pubblici di ricerca ».

Considerazioni analoghe, sebbene simmetriche, possono invece svolgersi con riferimento alla disciplina di incentivo alle attività di ricerca e sviluppo introdotta dall'art. 1, comma 1, lettera a), D.L. 30 settembre 2003, n. 269 (l'“agevolazione del 2003”), che per ipotesi, collocandosi nel contesto temporale della programmazione del periodo 2000-2006, potrebbe invece rappresentare un modello di incentivazione riconducibile all'approccio *diffusion oriented* ⁽⁴⁷⁾.

Anche questa tesi risulta quantomeno verosimile, visto che l'agevolazione in questione permetteva di beneficiare di un'esclusione dal reddito imponibile di importi, variamente calcolati, parametrati ai « costi di ricerca e di sviluppo

⁽⁴²⁾ Cfr. nota 210, pag. 168 della sezione 1-A dell'Accordo di partenariato 2014-2020.

⁽⁴³⁾ Cfr. comma 280, art. 1, legge 27 dicembre 2006, n. 296. Tali attività, ai sensi della Comunicazione della Commissione 96/C 45/06, recante la Disciplina comunitaria per gli aiuti di Stato alla ricerca e sviluppo, richiamata dalla normativa istitutiva dell'incentivo, devono essere intese rispettivamente come quelle volte alla « ricerca pianificata o indagini critiche miranti ad acquisire nuove conoscenze » e alla « concretizzazione dei risultati della ricerca industriale in un piano, un progetto o un disegno per prodotti, processi produttivi o servizi nuovi, modificati o migliorati ».

⁽⁴⁴⁾ Cfr. comma 281, art. 1, legge 27 dicembre 2006, n. 296. Il credito d'imposta del 2013, invece, era fruibile nella misura massima di “soli” euro due milioni e cinquecentomila per ciascun periodo d'imposta.

⁽⁴⁵⁾ Seppure nella sua versione del 2002.

⁽⁴⁶⁾ Cfr. A. Renda, P. Morgano, « Dissidi interpretativi sul Manuale di Frascati, in bilico tra miti e falsi dei », in *Corr. trib.*, 2025, 1081 ss.

⁽⁴⁷⁾ Cfr. nota 210, pag. 168 della sezione 1-A dell'Accordo di partenariato 2014-2020.

iscrivibili tra le immobilizzazioni immateriali nonché degli investimenti direttamente sostenuti in tecnologie digitali, volte a innovazioni di prodotto, di processo, e organizzative »⁽⁴⁸⁾. Una nozione così delineata infatti, a tacer d'altro, oltre a risultare piuttosto generica, appare sicuramente incentrata su un concetto di innovazione che pone l'accento sulla singola impresa, fondandosi tra l'altro proprio sui criteri che la stessa segue nella predisposizione del proprio bilancio d'esercizio e non pare, invece, riconducibile ad un'ottica volta a stimolare solo il progresso scientifico-tecnologico di avanguardia.

Alla luce di quanto emerso, a parere di chi scrive, è possibile concludere che il Legislatore, nell'introdurre l'incentivo del credito d'imposta per ricerca e sviluppo del 2013, non fosse mosso da una *ratio* particolarmente restrittiva, bensì intendesse contribuire alla diffusione della cultura dell'innovazione nel tessuto produttivo italiano, assicurandosi tuttavia solo di non finanziare attività di carattere routinario.

Tale intento, è stato concretamente perseguito formulando, sul piano letterale, una definizione ineccepibile delle attività di ricerca e sviluppo ammissibili, che risultasse più dettagliata di quella, fin troppo generica e meno stringente, dell'agevolazione del 2003, che era rappresentativa dell'approccio puramente *diffusion oriented* e, al contempo, più ampia rispetto a quella del credito d'imposta del 2006, che consentiva di ottenere benefici economici molto più rilevanti⁽⁴⁹⁾, circoscrivendoli però ad un ambito oggettivo di applicazione molto ristretto, secondo la logica *mission oriented*.

Da tali considerazioni, rammentando anche che il primo principio menzionato impegnava il Legislatore all'« adozione di una definizione ampia di innovazione » nell'intervenire nell'economia a sostegno delle attività di ricerca e sviluppo, deriva che anche seguendo l'argomento teleologico risulta errato ritenere che sia necessario fare riferimento a criteri tanto stringenti quanto quelli invocati dalla prassi amministrativa, rinvenuti nel Manuale di Frascati aggiornato alla versione del 2015, al fine di circoscrivere il perimetro di applicazione della norma. Ciò in quanto il Legislatore aveva manifestato, nell'ambito della procedura europea di dialogo con la Commissione già esaminata, di voler abbandonare l'approccio *mission oriented*, per investire viceversa nella diffusione della cultura dell'innovazione tra le imprese.

4. Considerazioni conclusive.

Da quanto rappresentato, l'ultima questione su cui occorre interrogarsi è relativa a quello che, a questo punto, risulta essere il radicale ripensamento

⁽⁴⁸⁾ Cfr. art. 1, comma 1, lettera a), D.L. 30 settembre 2003, n. 269.

⁽⁴⁹⁾ Come ricordato, il comma 281, art. 1, legge 27 dicembre 2006, n. 296, fissava la soglia limite a euro quindici milioni, che è stata successivamente innalzata fino a euro cinquanta milioni, mentre il comma 2 dell'art. 3, D.L. 23 dicembre 2013 la fissava a euro due milioni e cinquecentomila.

del Ministero dello sviluppo economico, esternato attraverso la Circolare n. 59990 del 2018.

Il timore è che una possibile spiegazione di questo tradimento della *ratio* originaria della normativa possa in verità essere rinvenuta in motivi di natura finanziaria che ben poco hanno a che fare con le ragioni di politica economica inizialmente perseguite⁽⁵⁰⁾. Infatti, è stato fatto notare⁽⁵¹⁾ che dai dati esposti dalla Corte dei conti⁽⁵²⁾, risulta che tra il 2016 e il 2019, a fronte di uno stanziamento totale di tre miliardi di euro, previsti a copertura della misura rappresentata dal credito d'imposta del 2013, sono stati compensati importi per quasi quindici miliardi.

A fronte quindi di un tale disallineamento nella finanza pubblica, pare fondato il rischio che dietro ai criteri del Manuale di Frascati si possa celare il tentativo dell'Esecutivo di provvedere alle esigenze di gettito senza passare attraverso l'intervento del Legislatore.

Quest'ultimo, infatti, si è sempre mantenuto su posizioni ambigue rispetto all'interpretazione della disciplina del credito d'imposta del 2013, anche all'atto dell'introduzione della sanatoria di cui all'art. 5, D.L. 21 ottobre 2021, n. 146 e della certificazione del credito d'imposta contenuta nell'art. 23 D.L. 21 giugno 2022, n. 73.

Infatti, se la scelta di non intervenire in tali sedi con una norma di interpretazione autentica è stata condivisibilmente criticata con riferimento ai danni che ciò ha arrecato alla certezza del diritto⁽⁵³⁾, la stessa potrebbe anche essere valutata sotto una luce differente, sebbene certo non meno controversa, qualora si volesse ritenere che il Legislatore, pur non disprezzando il gettito ottenibile da misure quali quella del riversamento spontaneo, non abbia voluto spingersi fino a tradire la fiducia riposta dai contribuenti nella stabilità della normativa con un "balletto legislativo"⁽⁵⁴⁾.

In questo contesto, dove la certezza del diritto è stata compromessa dalla complessità dell'esegesi causata soprattutto dalla prassi amministrativa⁽⁵⁵⁾, i principi contenuti nello Statuto dei diritti del contribuente si rivelano

⁽⁵⁰⁾ M. Targhini, « La deriva farsesca del credito d'imposta per le attività di ricerca e sviluppo (r&s) tra marketing politico elettorale e gravi danni alla legalità come prassi », in *Dir. prat. trib.*, 2025, 1946 ss.

⁽⁵¹⁾ A. Vozza, « Atti di recupero dei crediti d'imposta R&S: l'evoluzione delle liti fiscali », in *il fisco*, 2025, 3061 ss.

⁽⁵²⁾ Cfr. Corte dei Conti, Deliberazione 5 marzo 2021, n. 4/2021/G, dal titolo « La "spesa fiscale" con particolare riferimento al credito di imposta per ricerca e sviluppo ».

⁽⁵³⁾ Cfr. A. Viotto, « Luci ed ombre sulla "sanatoria" per i crediti d'imposta ricerca e sviluppo », in *Riv. trim. dir. trib.*, 2022, 595 ss.

⁽⁵⁴⁾ F. Tundo, « I "balletti legislativi" sono inconciliabili con i diritti dei contribuenti: un severo monito del Garante della Lombardia », in *il fisco*, 2020, 2038 ss., commentando il parere del Garante del contribuente della Lombardia del 2 marzo 2020, n. 395, ha rilevato a riguardo che « il cambiamento in corsa delle regole del gioco non dovrebbe mai aver luogo e, comunque, non dovrebbe mai comportare effetti deteriori rispetto al trattamento atteso al momento in cui quelle scelte furono compiute ».

⁽⁵⁵⁾ Cfr. A. Viotto, « Luci ed ombre sulla "sanatoria" per i crediti d'imposta ricerca e sviluppo », in *Riv. trim. dir. trib.*, 2022, 595 ss.

quanto mai fondamentali ⁽⁵⁶⁾. A riprova di ciò, basta considerare che la norma contenuta nell'art. 3, comma 1 dello Statuto dei diritti del contribuente, che consacra il principio di irretroattività nel diritto tributario, ha fornito un solido appoggio alla Corte, nella sentenza in commento, per rigettare l'appello dell'Amministrazione ⁽⁵⁷⁾.

⁽⁵⁶⁾ F. Tundo, « Nessuna violazione dello Statuto quando si ripetono le attività istruttorie e gli atti impositivi - Una sentenza di retroguardia che ricorda l'ancien régime dei rapporti Fisco-contribuente », in *GT-Riv. giur. trib.*, 2020, 730, ricorda la centralità del ruolo volto dallo Statuto nel garantire che i contribuenti non siano obbligati a « subire passivamente le iniziative e le attività dell'Amministrazione in ragione della pretesa superiorità della "ragion fiscale" ».

⁽⁵⁷⁾ Sull'importanza del principio di irretroattività, anche alla luce della giurisprudenza costituzionale, sia consentito rinviare a G. Marongiu, « Lo statuto dei diritti del contribuente », in *Riv. trim. dir. trib.*, 2016, 579 ss.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

Giurisprudenza di fiscalità internazionale ed europea

Diritto al computo globale d'imposta per le ritenute italiane su interessi obbligazionari percepiti da residenti svizzeri: analisi dei profili critici e delle implicazioni pratiche (in nota alla sentenza della Camera di diritto tributario del Tribunale d'appello del Canton Ticino, 20 marzo 2025, n. [80.2024.144]) (di PIETRO GALBUSERA)

La sentenza in commento affronta il tema del diritto al computo globale d'imposta per le ritenute italiane su cedole obbligazionarie, in particolare nei casi in cui la normativa dello Stato della fonte preveda un'esenzione a richiesta del percettore.

Nel 2019, un contribuente residente in Canton Ticino deteneva un'obbligazione italiana che gli aveva fruttato interessi per CHF 34.705,13, soggetti a un'imposta sostitutiva del 12,5% (CHF 4.338,14), in conformità all'articolo 11, paragrafo 2, della Convenzione contro le doppie imposizioni tra Svizzera e Italia (CDI CH-ITA). Pur essendo tassato in Svizzera su tali interessi, il contribuente richiedeva il computo globale d'imposta per ottenere il credito relativo alla ritenuta italiana.

L'Ufficio di tassazione respingeva la richiesta, motivando che, a seguito dell'inclusione della Svizzera nella "white list" italiana (D.M. 9 agosto 2016), i redditi da capitale percepiti da residenti svizzeri erano esclusi da tassazione alla fonte in Italia secondo l'articolo 6 del D.Lgs. 239/1996. Secondo l'Autorità, il contribuente avrebbe potuto evitare il prelievo presentando un'autocertificazione all'istituto bancario o, in alternativa, richiedere il rimborso entro 48 mesi, come previsto dall'articolo 38 del DPR 602/1973. Non avendo compiuto né l'una né l'altra azione, il computo non poteva essere accordato.

Il contribuente proponeva quindi reclamo, sostenendo che il diniego violava il principio di buona fede sancito dall'articolo 5 della Costituzione, per un presunto cambiamento di prassi consolidata che ammetteva il computo, e l'articolo 24, paragrafo 4, lettera a) della CDI CH-ITA, secondo cui la Svizzera è tenuta a riconoscere il computo per imposte pagate in Italia su interessi di fonte italiana. Egli lamentava anche che la pretesa di conoscere la normativa

fiscale straniera ledeva il principio di buona fede e che la normativa italiana non modificava le condizioni convenzionali per il riconoscimento del credito d'imposta.

L'Ufficio confermava il diniego con decisione del 28 giugno 2024, ribadendo che i beneficiari residenti in Svizzera possono ottenere l'esenzione mediante autocertificazione preventiva o rimborso successivo.

La Camera di diritto tributario, con sentenza del 20 marzo 2025, respingeva il ricorso. Nelle motivazioni, i giudici richiamano l'articolo 11, paragrafo 2, della CDI CH-ITA, che consente all'Italia di tassare gli interessi con aliquota massima del 12,5%, e l'articolo 24, paragrafo 4, della stessa Convenzione, che prevede lo sgravio in Svizzera tramite computo dell'imposta pagata in Italia. Essi osservano come, a partire dal 2017, l'Italia abbia rinunciato alla ritenuta sugli interessi versati a residenti svizzeri in seguito all'accordo sullo scambio di informazioni, sottolineando che il contribuente avrebbe potuto ottenere l'esenzione presentando un'autocertificazione o richiedendo il rimborso entro 48 mesi. I medesimi richiamano altresì l'articolo 1, comma 2, dell'Ordinanza sul computo globale d'imposta (OCGI), secondo cui si considerano redditi ai sensi dell'Ordinanza quelli *“effettivamente assoggettati ad un'imposta limitata”* nello Stato contraente.

Secondo la Camera, gli interessi sono stati assoggettati a imposta *“solo perché lo stesso non ha presentato l'autocertificazione richiesta per ottenere l'esenzione né ha successivamente richiesto il rimborso”*, precisando che l'imposta trattenuta avrebbe potuto essere evitata mediante una semplice autocertificazione o rimborsata con un'istanza tempestiva, e che non si trattava, quindi, di un'imposta non recuperabile. Riconoscere il computo, secondo i giudici, significherebbe, infatti, obbligare il fisco elvetico a rinunciare a una parte dell'onere fiscale spettante, per il solo fatto che il contribuente non ha esercitato il diritto di non sottostare all'imposizione nello Stato della fonte. La Camera rileva, inoltre, che, se lo Stato della fonte non esercita la facoltà di tassare prevista dall'articolo 11 CDI, viene meno il presupposto per il computo. Quanto al principio di buona fede, i giudici osservano che il contribuente non aveva ricevuto informazioni specifiche dall'Autorità e che il pregresso riconoscimento del computo non costituisce un diritto acquisito; la ragione del diniego non deriva da un cambiamento normativo, ma dal venir meno dell'imponibilità in Italia. Non compete, inoltre, all'Autorità cantonale informare il contribuente sugli adempimenti necessari per ottenere l'esenzione da un'imposta estera.

In conclusione, preme evidenziare che la decisione solleva alcune perplessità che meritano attenzione. Come evidenziato in dottrina, subordinare il diritto al computo previsto dall'articolo 24, paragrafo 4, lettera a) della CDI CH-ITA all'esistenza di una normativa interna italiana che preveda l'esenzione su richiesta dello Stato della fonte pone interrogativi sulla corretta gerarchia delle fonti, poiché la norma convenzionale dovrebbe prevalere sulla disciplina domestica. Inoltre, la soluzione adottata impone al contribuente

l'onere di conoscere e monitorare le normative di ciascuno Stato estero da cui percepisce redditi, individuando le agevolazioni e attivandosi tempestivamente per fruirne: infatti, se generalizzata, tale logica rischierebbe di rendere il computo globale d'imposta uno strumento incerto, paradossalmente in grado di generare doppia imposizione proprio laddove le Convenzioni mirano a prevenirla, confermando l'esigenza di un bilanciamento più chiaro tra norme convenzionali e obblighi dei contribuenti.

Bibliografia

CALCAGNO M., *Il computo globale d'imposta svizzero sulle cedole di obbligazioni italiane*, in *Rassegna di giurisprudenza di diritto tributario svizzero - Novità Fiscali*, n. 12/2025.

MASSIME

Giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Sistema comune di imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 138, paragrafo 1 — Regolamento di esecuzione (UE) n. 282/2011 — Articolo 45-bis — Condizioni per l'esenzione delle cessioni intracomunitarie di beni — Presunzione — Prove richieste.

L'articolo 138, paragrafo 1, 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) 2018/1910 del Consiglio, del 4 dicembre 2018, e l'articolo 45-bis del regolamento di esecuzione (UE) n. 282/2011 del Consiglio, del 15 marzo 2011, recante disposizioni di applicazione della direttiva 2006/112/CE relativa al sistema comune di imposta sul valore aggiunto, come modificato dal regolamento di esecuzione (UE) 2018/1912 del Consiglio, del 4 dicembre 2018, devono essere interpretati nel senso che: da un lato, essi ostano a che un'esenzione dall'imposta sul valore aggiunto ai sensi dell'articolo 138, paragrafo 1, della direttiva 2006/112, come modificata dalla direttiva 2018/1910, sia negata per il solo motivo che non sono stati forniti gli elementi di prova dell'esistenza di una cessione intracomunitaria quali previsti all'articolo 45-bis del regolamento di esecuzione n. 282/2011, come modificato dal regolamento di esecuzione 2018/1912 e, dall'altro lato, essi impongono alle autorità fiscali nazionali di valutare qualsiasi elemento di prova prodotto per determinare che i beni sono stati spediti o trasportati dal territorio di uno Stato membro verso una destinazione esterna al proprio territorio ma nell'Unione, fuori dai casi di presunzione di cui all'articolo 45 bis, paragrafo 1, del regolamento di esecuzione n. 282/2011, come modificato dal regolamento di esecuzione 2018/1912.

Sentenza della Corte (Settima Sezione) del 13 novembre 2025, Causa C-639/24. FLO VENEER d.o.o. contro Ministarstvo financija Republike Hrvatske, Samostalni sektor za drugostupanjski upravni postupak, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Accise — Direttiva 2008/118/CE — Articolo 8, paragrafo 1, lettera a), i), e paragrafo 2 — Debitore dell'accisa — Quantitativo di alcole etilico mancante negli stock di una società — Amministratore delegato di una società colpevole di appropriazione indebita e di mancata registrazione contabile — Determinazione del debitore dell'accisa — Pluralità di debitori dell'accisa — Incidenza di una sentenza di un giudice penale pronun-

ciata in materia civile che riconosce la responsabilità esclusiva dell'amministratore delegato.

1) L'articolo 8, paragrafo 1, lettera *a*), i, della direttiva 2008/118/CE del Consiglio, del 16 dicembre 2008, relativa al regime generale delle accise e che abroga la direttiva 92/12/CEE, deve essere interpretato nel senso che: una persona giuridica che, per essere autorizzata in qualità di depositario fiscale, ha prodotto alcole etilico in sospensione dall'accisa e nei confronti della quale è stato constatato che nei suoi stock mancava un determinato quantitativo di tale alcole, rientra nella nozione di debitore di detta accisa ai sensi di tale disposizione.

2) L'articolo 8, paragrafo 1, lettera *a*), i), e paragrafo 2, della direttiva 2008/118 deve essere interpretato nel senso che: al fine di determinare il debitore o i debitori dell'accisa divenuta esigibile ai sensi di tali disposizioni, un giudice nazionale non è vincolato dal dispositivo di natura civile di una sentenza di un giudice penale, che condanna definitivamente una persona fisica, dipendente o amministratrice di una persona giuridica, in quanto unica responsabile del danno causato al bilancio dello Stato a causa dell'appropriazione indebita di un quantitativo di alcole immagazzinato in regime di sospensione dall'accisa presso tale persona giuridica.

Sentenza della Corte (Settima Sezione) del 20 novembre 2025, Causa C-570/24, Transilvania Master Insolv IPURL, in qualità di amministratore giudiziario della Ecoserv SRL contro Direcția Generală Regională a Finanțelor Publice Cluj, Administrația Județeană a Finanțelor Publice Bistrița-Năsăud, Serviciul Fiscal Orășenesc Năsăud, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 205 — Responsabilità solidale — Insolvenza del debitore principale — Mantenimento dell'obbligo di pagare l'IVA — Responsabilità solidale di un terzo dopo la cancellazione del debitore principale dal registro delle imprese — Principio della certezza del diritto — Principio di proporzionalità.

L'articolo 205 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, letto alla luce dei principi di proporzionalità e di certezza del diritto, deve essere interpretato nel senso che esso non osta ad una normativa nazionale in virtù della quale la responsabilità del soggetto solidalmente tenuto a versare l'imposta sul valore aggiunto, ai sensi di tale articolo 205, può essere fatta valere dopo che il debitore di tale imposta ha cessato di esistere come soggetto di diritto, qualora sia dimostrato che il responsabile in solido summenzionato, pur esercitando esso stesso il proprio diritto a detrazione, sapeva o avrebbe dovuto sapere che detto debitore non avrebbe versato l'imposta in parola.

Sentenza della Corte (Sesta Sezione) dell'11 dicembre 2025, Causa C-121/24, « Vaniz » EOOD contro Direktor na Direksia « Obzhalvane i danachno-osiguritelna praktika » - Veliko Tarnovo, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 9, paragrafo 1 — Nozione di soggetto passivo — Socio di una società di diritto civile senza personalità giuridica — Articolo 193 — Determinazione del soggetto passivo debitore dell'imposta.

L'articolo 9, paragrafo 1, e l'articolo 193 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, come modificata dalla direttiva 2013/43/UE del Consiglio, del 22 luglio 2013, devono essere interpretati nel senso che: essi ostano a una normativa nazionale che prevede che uno dei soci di una società di diritto civile priva di personalità giuridica distinta da quella dei suoi membri e che fornisce servizi imponibili, denominato il « socio delegato », sia considerato il debitore dell'imposta sul valore aggiunto relativa ai servizi imponibili forniti dagli altri soci di tale società anche qualora questi ultimi abbiano trattato con i loro clienti finali la prestazione di tali servizi, e che è irrilevante al riguardo il fatto che, a tal fine, tali altri soci si siano discostati dalle norme di diritto civile relative alla rappresentanza di detta società nei rapporti con i terzi trattando con i loro clienti finali in nome proprio.

Sentenza della Corte (Decima Sezione) dell'11 dicembre 2025, causa C-796/23, Česká síť s. r. o. contro Odvolací finanční ředitelství, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Prestazioni di servizi effettuate da associazioni autonome di persone che esercitano un'attività esente — Servizi direttamente necessari all'esercizio dell'attività esente — Rischio di distorsione della concorrenza — Servizi di pulizia nei settori dell'assistenza sanitaria e dell'istruzione — Normativa nazionale che richiede che i servizi siano direttamente ed esclusivamente connessi all'attività esente e necessari per il suo esercizio.

1) L'articolo 132, paragrafo 1, lettera f), 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: osta a una normativa

nazionale secondo la quale prestazioni di servizi effettuate da un'associazione autonoma di persone non possono essere qualificate come di servizi « direttamente necessari », ai sensi di detta disposizione, qualora tali prestazioni siano necessarie all'attività esente dall'imposta sul valore aggiunto esercitata da tali persone, ma non siano esclusivamente connesse a detta attività in ragione della loro natura generale.

2) L'articolo 132, paragrafo 1, lettera f), della direttiva 2006/112 deve essere interpretato nel senso che: osta a un'interpretazione di una normativa nazionale secondo la quale sussiste, per principio, una distorsione della concorrenza o un rischio di distorsione della concorrenza quando i servizi effettuati da un'associazione autonoma di persone a favore dei suoi membri possono, in ragione della loro natura generale, essere utilizzati per una qualsivoglia attività imponibile e non esclusivamente per l'attività esente che essi esercitano.

Sentenza della Corte (Seconda Sezione) del 22 gennaio 2026, Cause riunite C-379/24 e C-380/24 de Neteja Sanitària, AIE e Educat Serveis Auxiliars SCCL contro Tribunal Económico-Administrativo Regional de Cataluña (TEARC), reperibile su www.curia.eu.

ATTUALITÀ

Lavoro da remoto transfrontaliero e stabile organizzazione nel nuovo framework OCSE: analisi dell'aggiornamento 2025 tra soglia temporale, ragione commerciale e profili applicativi

Nel novembre 2025 l'OCSE ha pubblicato un aggiornamento significativo al Commentario dell'articolo 5 del Modello di Convenzione contro le doppie imposizioni, volto a fornire maggiore certezza interpretativa in relazione al lavoro da remoto transfrontaliero. Le modifiche, contenute nei nuovi paragrafi 44.1-44.21, si inseriscono in un contesto profondamente mutato, nel quale i modelli organizzativi successivi alla pandemia hanno reso strutturale il ricorso al lavoro ibrido e a distanza, superando l'impostazione tradizionale fondata su criteri statici di presenza fisica dell'impresa.

L'aggiornamento precisa che l'utilizzo dell'abitazione del dipendente per lo svolgimento di attività riconducibili al *business* dell'impresa non determina automaticamente la configurazione di una stabile organizzazione, imponendo in ogni caso una valutazione complessiva dei fatti e delle circostanze. In questo contesto, il criterio della "disponibilità" del luogo assume un peso meno determinante: la mancanza di un accesso libero e immediato dell'impresa all'abitazione del lavoratore non è più, di per sé, idonea a escludere la configurazione di un *Permanent Establishment*, laddove ulteriori circostanze di fatto conducano a una conclusione diversa. L'attenzione interpretativa si sposta, quindi, dalla disponibilità giuridico-formale del luogo alla concreta natura dell'attività svolta e alla sua effettiva funzionalità rispetto al *business* dell'impresa.

Le indicazioni del Commentario delineano un meccanismo valutativo fondato su due presupposti complementari, uno di natura temporale e l'altro di carattere funzionale, entrambi necessari ai fini della configurazione di una stabile organizzazione.

Sotto il primo profilo, qualora il lavoratore svolga l'attività da remoto per meno del 50% del tempo complessivo nell'arco di dodici mesi, il luogo di svolgimento dell'attività non può essere qualificato come sede dell'impresa. Il superamento di tale soglia non produce tuttavia effetti automatici, imponendo una verifica ulteriore basata sulle circostanze concrete, nella quale rileva in via prioritaria il comportamento effettivo del dipendente, mentre le pattuizioni contrattuali assumono rilievo solo se coerenti con la prassi operativa.

In ogni caso, anche in presenza del requisito temporale, la stabile organizzazione può configurarsi esclusivamente qualora risulti soddisfatto il criterio funzionale della "ragione commerciale", che ricorre quando la presenza fisica del lavoratore in un determinato Stato sia concretamente idonea e funzionale allo svolgimento dell'attività dell'impresa. Il Commentario individua, a titolo esemplificativo, situazioni nelle quali tale requisito può ritenersi integrato, quali l'esistenza di rapporti diretti e continuativi con clienti, for-

nitori o imprese associate localizzate nello Stato estero, lo svolgimento di attività che richiedano necessariamente la presenza fisica o l'interazione stabile con soggetti locali. Restano invece escluse le ipotesi in cui il lavoro da remoto sia autorizzato prevalentemente per esigenze personali del dipendente o per finalità organizzative interne, precisando che la mera presenza di clienti o fornitori nello Stato estero non è, di per sé, sufficiente a integrare una ragione commerciale.

Gli esempi pratici contenuti nel Commentario svolgono una funzione essenziale di orientamento applicativo. In particolare, viene chiarito che l'utilizzo dell'abitazione all'estero per un periodo limitato, pari a tre mesi nell'arco dell'anno, non integra il requisito della fissità, così come lo svolgimento dell'attività da casa per uno o due giorni alla settimana, pari a circa il 30% del tempo annuale, non conduce alla configurazione di una stabile organizzazione in assenza di ulteriori elementi. Al contrario, quando il dipendente opera dall'*home office* per una quota largamente prevalente del tempo, ad esempio per l'80%, e intrattiene regolari rapporti con clienti nello Stato estero, la presenza di una ragione commerciale appare evidente e la stabile organizzazione può configurarsi. Particolarmente significativo è, inoltre, l'esempio del lavoratore che superi la soglia temporale del 50% ma svolga attività interamente a distanza senza una reale necessità di presenza locale, ipotesi nella quale, nonostante il superamento del criterio temporale, la stabile organizzazione non si forma per assenza del requisito funzionale.

L'aggiornamento riserva inoltre particolare attenzione ai casi in cui l'attività dell'impresa tenda a identificarsi sostanzialmente con quella di un singolo lavoratore che opera prevalentemente da una sede fissa situata in un altro Stato, chiarendo che, in assenza di ulteriori strutture o risorse organizzative, l'*home office* può assumere, di fatto, la funzione di sede operativa dell'impresa.

Come evidenziato in dottrina, nonostante il rilevante contributo chiarificatore, l'aggiornamento OCSE del 2025 lascia aperti alcuni profili problematici, in quanto l'assenza di una soglia temporale definitiva e la natura intrinsecamente valutativa del requisito della ragione commerciale continuano a generare margini di incertezza interpretativa e il rischio di applicazioni non uniformi da parte delle diverse autorità fiscali. In questo quadro si colloca l'avvio, il 26 novembre 2025, della consultazione pubblica OCSE intitolata "*Global Mobility of Individuals*", che evidenzia come le criticità sollevate dal lavoro da remoto transfrontaliero vadano ben oltre il tema della stabile organizzazione, coinvolgendo profili quali la residenza fiscale, la territorialità dei redditi, la qualificazione del rapporto di lavoro, gli obblighi di *compliance* e le interazioni con i regimi previdenziali e agevolativi. La natura esplorativa dell'iniziativa, finalizzata a raccogliere dati, individuare criticità e mappare prassi applicative difformi, nonché la sua tempistica ravvicinata rispetto all'aggiornamento del Commentario, confermano che, per l'OCSE, la questione non può considerarsi definitivamente risolta.

Pertanto, l'aggiornamento OCSE 2025, per il suo carattere innovativo e la rilevanza nel contesto del lavoro da remoto transfrontaliero, mette in luce la sfida del diritto tributario internazionale nel garantire equità e certezza giuridica in un'economia sempre più digitalizzata, offrendo criteri chiari e strutturati per valutare la configurazione di una stabile organizzazione. Esso rappresenta un riferimento essenziale per imprese e autorità fiscali nella gestione dei rischi legati alla mobilità dei lavoratori.

ALTRI TEMI DI INTERESSE PER LA PROFESSIONE

ANDAMENTO CONGIUNTURALE

PRIVATE MARKETS: LE PROSPETTIVE PER IL NUOVO ANNO

di MANUELA MACCIA e ALBERTO BIANCHI

1. Le soluzioni alternative si ampliano.

Negli ultimi anni si è assistito ad una maggiore partecipazione degli investitori wealth e retail privati negli investimenti alternativi sia in Europa, negli Stati Uniti e in Asia. Diversi fattori hanno contribuito alla crescente partecipazione.

Tra questi rientrano l'introduzione dell'ELTIF 2.0 nell'UE all'inizio del 2025, un ordine esecutivo emanato lo scorso agosto dal Presidente Trump — intitolato “*Democratizing Access to Alternative Investments for 401(k) Investors*” — e il miglioramento dei quadri regolamentari in numerose economie asiatiche. In Giappone, il governo ha ampliato il Nippon Savings Account includendo anche azioni non quotate, mentre la Monetary Authority of Singapore (MAS) ha proposto un nuovo framework per i fondi d'investimento di lungo termine.

L'impatto immediato di queste novità sarà eterogeneo. Alcuni fondi pensione statunitensi sono ancora cauti nell'aumentare la loro esposizione ai mercati privati. In Europa, invece, un recente sondaggio (Scope 2025) indica che il numero di fondi ELTIF potrebbe aumentare dagli attuali 82 a 200-300 entro la fine del 2027. La Figura 1 riassume il numero di nuovi ELTIF lanciati nel 2025 in base alla tipologia.

La crescente richiesta degli investitori di conoscere nel dettaglio le componenti dei portafogli sottostanti dovrebbe migliorare anche la trasparenza associata a questi investimenti. L'evoluzione delle piattaforme tecnologiche e di gestione dei dati dovrebbe facilitare il confronto tra fondi. Anche la regolamentazione contribuirà al potenziamento della trasparenza in ambiti come commissioni, costi, metodologie di valutazione e gestione dei conflitti di interesse.

Nel medio termine, queste dinamiche dovrebbero tradursi in un aumento degli asset alternativi in gestione (AUM). Preqin (2025) prevede una crescita dagli attuali USD18.000bn a fine 2024 fino a USD32.000bn entro il 2030.

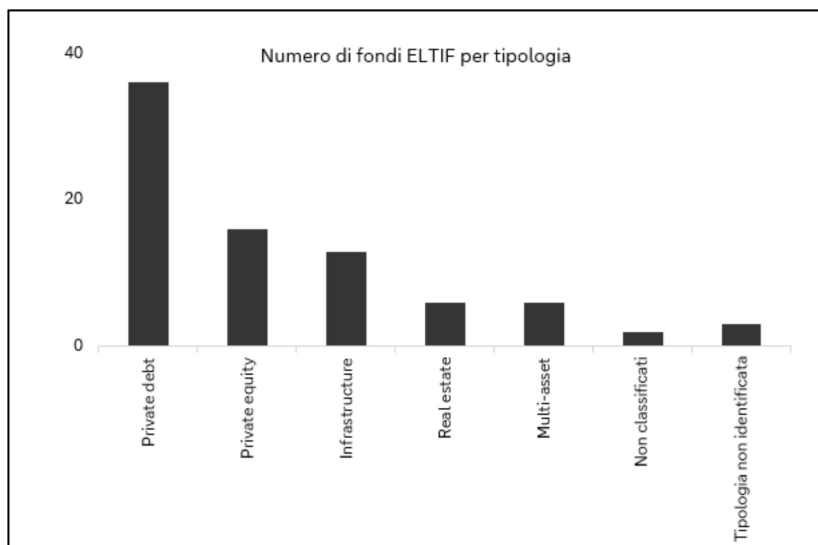
Sempre secondo Preqin, nel 2030 il private equity — insieme al venture capital — rappresenterà quasi il 50% dei fondi di investimento privati e non quotati per masse in gestione. Hedge fund, real asset privati e private credit, in quest'ordine, costituiranno l'altra metà del mercato.

La diffusione di fondi secondari (che investono in partecipazioni già esistenti in asset privati) e delle strutture evergreen aperte (che mettono a disposizione un capitale più flessibile) aumenteranno la liquidità e consentiranno distribuzioni di capitale regolari, contribuendo in larga misura a superare uno dei principali limiti storici di questa asset class. Lo scorso anno, il mercato globale dei secondari ha raggiunto i USD226bn, un nuovo massimo storico (Evercore, 2026). Negli Stati Uniti, i veicoli evergreen attivi sono passati da meno di 300 fondi nel 2022 a oltre 500 nel 2025, con masse quasi raddoppiate fino a USD500bn (Figura 2).

Con la crescita di queste strutture, il confine tra mercati pubblici e privati tende a diventare meno netto.

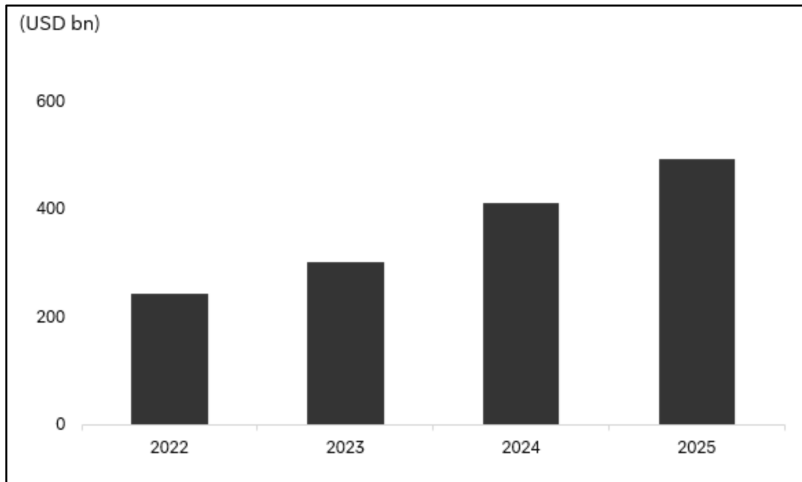
Anche la costruzione di portafoglio all'interno degli alternativi riflette sempre più un approccio duale: da un lato, asset in grado di generare flussi di cassa stabili e ricorrenti; dall'altro, asset orientati alla crescita di lungo periodo con redditività immediata nulla o molto limitata. L'obiettivo è ottimizzare il profilo rischio/rendimento rispondendo al tempo stesso all'evoluzione delle esigenze degli investitori.

FIGURA 1 - I fondi ELTIF lanciati del 2025



Fonte: Scope Ratings, Deutsche Bank AG. Dati al 13 gennaio 2026.

FIGURA 2 - AuM dei fondi USA evergreen in continua espansione



Fonte: Morningstar and PitchBook, Deutsche Bank AG. Dati al 4 dicembre 2025.

2. I private markets nel panorama degli alternativi.

Gli investimenti alternativi sono un insieme molto ampio di asset class: includono sia alcune strategie d'investimento tradizionali sui mercati quotati obbligazionari e azionari, tra cui le materie prime e gli hedge fund, sia investimenti nei mercati privati.

Questo report affronta i mercati privati: una forma di finanziamento e investimento al di fuori dei mercati pubblici e quotati. Gli investimenti privati in società o in asset non quotati offrono minore trasparenza e liquidità rispetto alle loro controparti quotate.

Il **private equity** consiste nell'acquisizione totale o parziale di una società. Le strategie possono variare in base alla natura dell'operazione e al tipo di azienda target: da investimenti in imprese in crescita ai buyout, da società in situazioni speciali ad aziende in difficoltà. Gli investimenti in imprese ancora in fase di costituzione rientrano invece nel Venture Capital (VC).

Il **private debt** comprende tutte le forme di debito non negoziate sui mercati pubblici: i prestiti sindacati, il debito infrastrutturale, il debito immobiliare e il private credit. Quest'ultimo può assumere diverse forme, ad esempio direct lending, finanziamenti garantiti da asset, bridge loan o strutture di finanziamento più complesse. I titoli possono presentare caratteristiche investment grade o high yield, mentre la struttura delle garanzie può

essere senior (first lien), mezzanine o junior (subordinata). Negli ultimi anni le strategie di private credit si sono ampliate fino a coprire di fatto l'intero spettro di prodotti che una banca commerciale può offrire nell'ambito del debito pubblico.

Gli investimenti in **infrastrutture private** sono investimenti tangibili, dotati di un valore intrinseco, e spesso sono una protezione efficace contro l'inflazione. Vi rientrano investimenti in progetti energetici — come l'eolico — ma anche reti di trasporto come ferrovie e infrastrutture sociali come le scuole.

3. Scenario macroeconomico e *outlook*.

Dove, in che misura, in quale fase e con quale velocità il capitale privato viene allocato a livello globale dipende da sei forze macroeconomiche — o combinazioni di esse. Ognuno modifica i premi al rischio e influenza il ritmo ottimale delle allocazioni:

- i **tassi d'interesse** determinano il tasso di sconto, il costo del capitale e le valutazioni dei mercati pubblici e privati;

- il **livello di liquidità del capitale privato** nel sistema (“*dry powder*”) e lo **stato generale dell'economia** incidono sulla velocità di impiego del capitale e sui rendimenti effettivi;

- la **fase del ciclo economico** — o il punto di maturazione di un tema d'investimento — può reindirizzare i capitali degli investitori e creare rischi di concentrazione ma anche opportunità di rendimenti straordinari per chi riesce a posizionarsi correttamente;

- la **competizione geopolitica** e le risposte **geoeconomiche** (come controlli all'export, restrizioni sugli investimenti in entrata/uscita e verifiche di sicurezza nazionale) stanno ridisegnando la geografia dei flussi di capitale e i settori considerati investibili. Alcune giurisdizioni stanno diventando più restrittive verso il capitale estero; altre incentivano l'investimento interno;

- i **differenziali di crescita del PIL globale**, l'**inflazione** persistente e i **movimenti valutari** influenzano i rendimenti reali e le esigenze di copertura di portafoglio. L'inflazione aumenta i costi operativi e del lavoro. Una crescita più lenta nei mercati finali riduce l'espansione del mercato e aumenta la sensibilità ai tassi di consumo di cassa (burn rate).

Le oscillazioni valutarie sono rilevanti per i modelli di ricavi cross-border e per la valuta di rendicontazione dei fondi;

- il **sentiment di mercato** si muove in funzione delle performance, dei bisogni di liquidità e dell'andamento dei mercati pubblici. In contesti più prudenti, l'attenzione tende a concentrarsi sulla diversificazione e sui fondi secondari nel tentativo di accorciare la J-curve, ossia l'intervallo di tempo tra l'investimento del capitale e la possibilità di realizzare i ritorni. Al contrario, fasi favorevoli aumentano l'interesse per co-investimenti (partecipazioni di-

rette di minoranza effettuate accanto a un fondo di private equity o venture capital).

Il nostro **scenario di base per il 2026** è costruttivo. Prevediamo una crescita del PIL globale in moderazione al 3,1% (rispetto al 3,2% per il 2025) e che l'inflazione si stabilizzi intorno al 3,4%. Le politiche fiscali e monetarie nelle maggiori economie saranno un importante sostegno. Negli Stati Uniti, gli sgravi fiscali, la spesa per la difesa e per la sicurezza previsti dal *One Big Beautiful Bill Act* e i tagli dei tassi attesi dalla Fed (due entro la fine del 2026) dovrebbero stimolare investimenti e consumi privati, così come le celebrazioni per il 250° anniversario del Paese. In Eurozona, l'impulso ciclico dovrebbe derivare dall'aumento della spesa per la difesa in Germania e dal fondo speciale da EUR500bn per finanziare gli investimenti pubblici in infrastrutture e per la transizione climatica. Ma per rafforzare la crescita potenziale, saranno necessarie riforme strutturali. La regione dell'Asia-Pacifico sarà dinamica anche nel 2026: oltre ai benefici legati all'adozione dell'IA, agli stimoli fiscali mirati e alle politiche monetarie accomodanti nelle principali economie in crescita — come in Cina e in India — dovrebbero sostenere l'espansione. In Giappone, il nuovo governo dovrebbe introdurre misure espansive.

I **rischi al ribasso** includono i cosiddetti “unknown knowns” legati ai conflitti geopolitici (come Ucraina e Medio Oriente), alle nuove barriere commerciali e ai rischi connessi all'IA (ad esempio ai colli di bottiglia energetici o sui minerali critici). Altri rischi riguardano i tassi d'interesse, nel caso in cui i prezzi elevati degli asset e i timori sul debito pubblico spingessero al rialzo i rendimenti a lungo termine. Un ulteriore rischio è un eventuale errore di valutazione da parte delle Banche Centrali nella gestione della politica monetaria. La percezione di questi rischi implica che le opportunità d'investimento coesisteranno con possibili episodi di volatilità, rafforzando la necessità di un approccio disciplinato, diversificato e basato su una gestione attiva del rischio.

I mercati privati sono ormai un **canale di finanziamento** rilevante per l'economia. L'impegno di lungo periodo tipico dei fondi — che li esula dalle pressioni di vendita di breve termine — favorisce l'investimento in imprese innovative o in aziende mature che necessitano di ristrutturazione. Dal punto di vista degli investitori, tuttavia, i mercati privati presentano sia vantaggi sia rischi. Tra i principali benefici figurano la diversificazione (ad esempio in termini di numero e tipologia di aziende accessibili) e un potenziale di rendimento superiore rispetto agli equivalenti pubblici. I principali rischi, oltre a quelli già citati, includono una minore liquidità e un livello di trasparenza più contenuto.

4. Il private equity torna a crescere.

Il mercato globale del private equity ha registrato una ripresa nella seconda metà dello scorso anno, chiudendo il 2025 con il secondo miglior risultato di sempre in termini di valore delle operazioni e delle exit. Nell'intero 2025, il valore complessivo dei deal ha superato i USD2.000bn (Figura 3), mentre le exit hanno oltrepassato i USD1.000bn. Un livello più elevato si era visto solo nel 2021. Tuttavia, il numero di operazioni a livello globale è diminuito e l'attività di raccolta non è ancora tornata ai livelli precedenti.

Per il 2026 è atteso un mercato in ulteriore espansione e maturazione. Secondo Preqin, entro il 2030 gli asset in gestione del private equity globale raggiungeranno quasi USD12.000bn, con un tasso di crescita annuo dell'11,1%.

La maggior parte delle operazioni di private equity è costituita dai **leveraged buyout (LBO)**, ossia acquisizioni finanziate anche tramite debito. Tra il 2019 e il 2024, il valore globale degli LBO è raddoppiato e sono aumentati gli operatori attivi nel comparto.

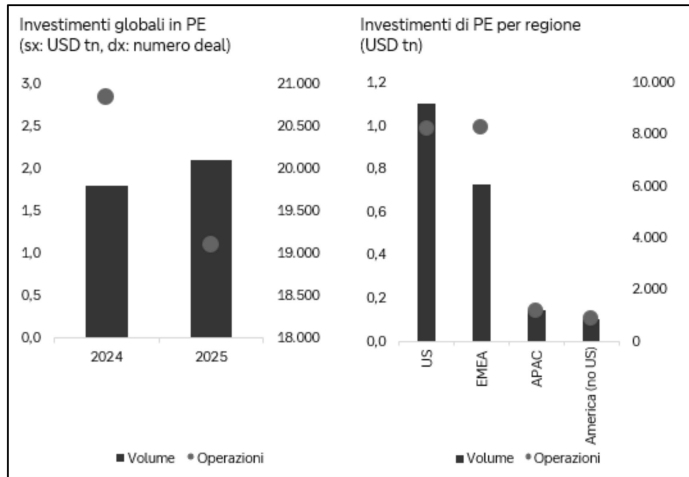
Nei primi sei mesi del 2025, i deal di LBO guidati da fondi di private equity hanno raggiunto USD150,35bn, pari già al 70% del totale del 2024 (S&P Global, 2025). Sebbene la maggior parte degli LBO avvenga tra soggetti privati, è in crescita anche il numero delle operazioni public-to-private. In particolare, diverse aziende small-cap e tecnologiche sono state delistate con l'obiettivo di ristrutturare l'attività, migliorare la valutazione e gli indicatori finanziari, per poi procedere ad una vendita in futuro.

Le exit dagli investimenti di private equity avvengono tramite quotazioni in borsa (IPO), fusioni e acquisizioni (M&A) oppure vendite secondarie ad altri fondi di private equity o a continuation funds — nuovi veicoli che rilevano uno o più asset da un fondo esistente con l'obiettivo di fornire liquidità agli investitori già esistenti.

Nella seconda metà del 2025, alcune operazioni di exit di rilievo hanno alimentato aspettative di ulteriori deal di grandi dimensioni. Anche i volumi di IPO e l'attività di M&A hanno mostrato segnali di ripresa su entrambe le sponde dell'Atlantico e in Asia.

Stati Uniti, India e Cina continentale hanno registrato il maggior numero di operazioni di IPO, mentre Stati Uniti, Hong Kong e India hanno riportato i valori complessivi più elevati in termini di dollari raccolti.

FIGURA 3 - Investimenti globali in private equity sui massimi, US al primo posto



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 20 gennaio 2026.

A fronte di queste prospettive emerge però una tendenza sempre più evidente: molte **aziende private scelgono di rimanere tali per più tempo**. In passato, fattori come tassi d'interesse elevati o incertezze macroeconomiche erano valide ragioni per rimandare la quotazione. Oggi, però, diverse società decidono di non quotarsi semplicemente perché le opportunità di finanziamento nei mercati privati sono migliorate, grazie a una maggiore domanda proveniente da una base di investitori più ampia. L'età mediana di un'azienda al momento della quotazione è salita così da 6,9 anni nel 2014 a 10,7 anni nel 2024 (Morningstar, 2025).

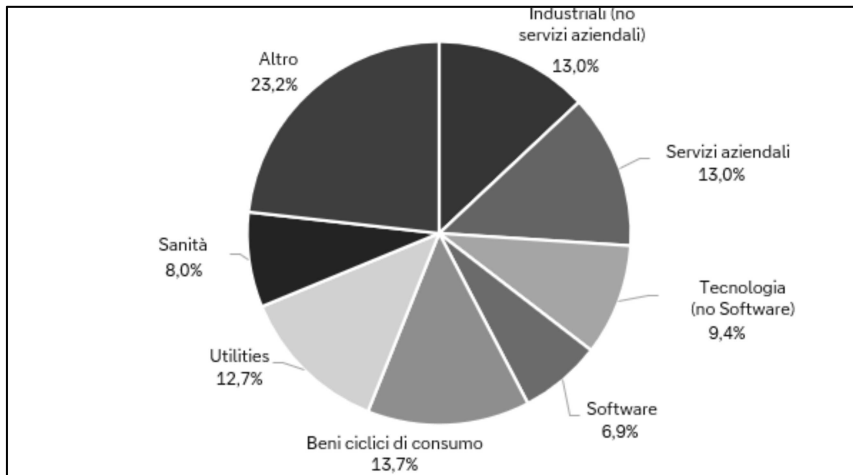
Anche se gli Stati Uniti restano il mercato dominante nel private equity, in Europa e in Asia la crescita dovrebbe proseguire nel 2026 e oltre (PwC, 2025). L'interesse degli investitori verso il private equity è previsto in aumento, grazie al bisogno di diversificazione e alle aspettative di rendimento nel lungo periodo. Trend globali come la demografia e il progresso tecnologico influenzeranno profondamente il settore.

Nel 2026 ci aspettiamo che l'attività di investimento dei fondi di private equity si concentri maggiormente sul segmento mid-market, dopo un 2025 dominato da grandi operazioni e mega-deal. Se nel 2025 le operazioni sono state numerose nei settori industriale, tecnologico, utilities e beni di consumo ciclici (Figura 4), il 2026 potrebbe essere caratterizzato da strategie più mirate a livello settoriale, soprattutto in tecnologia e sanità.

Stati Uniti: Lo scenario fiscale favorevole e il contesto benigno dei tassi d'interesse dovrebbe sostenere l'attività di dealmaking e di exit nel 2026. Sono già state annunciate numerose IPO per quest'anno e l'attività di M&A dovrebbe

recuperare, con acquirenti nuovamente più attivi a livello internazionale. L'interesse per l'inclusione del private equity nei portafogli pensionistici 401(k) potrebbe ampliare ulteriormente la base degli investitori. Nel breve periodo, tecnologia ed energia sono i settori con le opportunità più interessanti. La raccolta di fondi dovrà comunque affrontare delle sfide anche nel 2026, in particolare nel venture capital, dato che molti fondi VC stanno faticando a raccogliere capitali con la stessa rapidità di prima su tutto ciò che riguarda l'IA.

FIGURA 4 - La destinazione degli investimenti in privati equity nel 2025



Fonte: LSEG Workspace, Deutsche Bank AG. Dati all'11 novembre 2025.

Europa: La ripresa dell'attività di dealmaking in Europa dovrebbe proseguire favorita dalle iniziative d'investimento avviate dal Fondo Europeo per gli Investimenti e dai vari programmi nazionali e bilaterali, tra cui il piano di stimolo fiscale tedesco, l'iniziativa congiunta tedesco-francese per migliorare l'accesso al capitale privato per le aziende in crescita, l'aumento della spesa fiscale da parte del governo svedese e il nuovo programma varato dalla Polonia per mobilitare i capitali privati verso l'innovazione tecnologica. Secondo le previsioni, gli investitori statunitensi rappresenteranno un'operazione su quattro nel private equity europeo nel corso dell'anno, segno di una possibile intensificazione dei flussi di capitale transatlantici (PitchBook, 2025).

APAC: La forte crescita del PIL e l'aumento dell'attività di buyout continuano a testimoniare la resilienza della regione. Le riforme aziendali e i trend demografici restano tra i principali fattori che alimentano il deal flow. I fondi di private equity focalizzati sull'India hanno raccolto l'8% in più nel 2025 rispetto al 2024. Inoltre, la loro quota sulla raccolta totale dei fondi con focus di investimento in Asia è salita dal 4% medio dei quattro anni precedenti al 14% nel 2025 (Preqin, 2025). In Giappone, le opportunità nel private

equity sono destinate ad ampliarsi in modo significativo, spinte da cambiamenti strutturali e culturali. Le aziende familiari rappresentano quasi il 90% delle piccole e medie imprese giapponesi, ma problemi di successione e aliquote elevate sull'imposta di successione (55%) stanno inducendo molte realtà familiari a cercare acquirenti. Anche i giovani imprenditori giapponesi sembrano oggi più propensi a valutare la vendita delle proprie aziende, complice la carenza di manodopera. A ciò si aggiunge un pacchetto di stimolo fiscale record approvato dal governo a fine novembre 2025, superiore ai JPY20.000bn, e l'impostazione espansiva che con ogni probabilità sarà mantenuta anche dal nuovo governo insediatosi nel febbraio 2026.

5. Il private credit continua a espandersi.

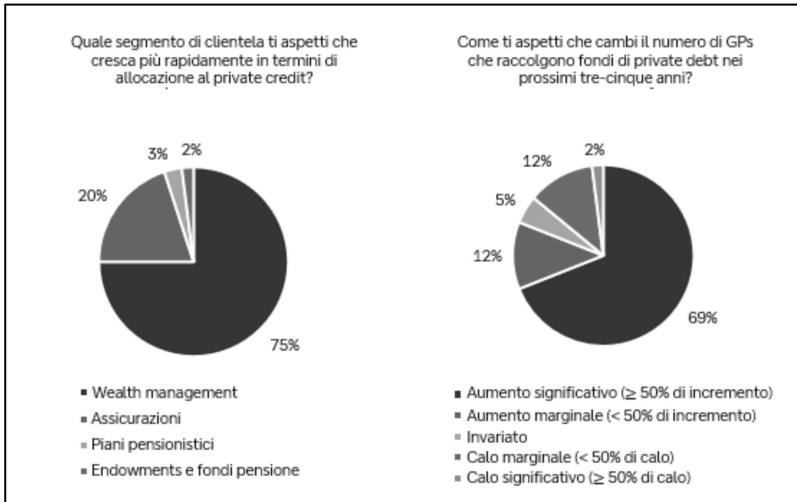
Secondo la Bank for International Settlements (2025), gli asset dei fondi globali di private credit sono passati da USD0,2bn nei primi anni 2000 a oltre USD2.500bn oggi. Il private credit, soprattutto negli Stati Uniti e in Europa, copre ormai un'ampia gamma di settori, anche se i portafogli di molti fondi sono ancora concentrati. La **specializzazione** in segmenti però può offrire vantaggi: la competenza dei creditori migliora i processi di selezione e monitoraggio e favorisce l'accesso al credito anche alle aziende più rischiose o meno trasparenti. Tuttavia, una diversificazione insufficiente può esporre i fondi a shock settoriali, motivo per cui è necessario che gli investitori costruiscano portafogli diversificati nel private credit. Per chi cerca una minore correlazione con i mercati quotati esistono anche opportunità come prestiti personalizzati a tasso variabile o finanziamenti con covenant che tendono a ridurre la correlazione ai mercati quotati.

Sebbene il settore del private debt sia diventato più maturo e gli spread di credito si siano ridotti negli Stati Uniti e in Europa, è importante ricordare che il mercato non è stato ancora realmente messo alla prova: non ha attraversato una fase di aumento significativo dei tassi di default, ossia una fase di recessione in cui molti investitori tentano di liquidare i proprio investimenti.

La domanda di private credit da parte del wealth management, però, è robusta, come mostra la Figura 5 (Mercer, 2025). Nella regione dell'APAC il settore del private credit è ancora più piccolo rispetto a quello di Stati Uniti ed Europa, ma dall'anno scorso si osserva un crescente interesse da parte degli investitori anche per questa regione. Secondo Preqin, gli asset globali in gestione del private credit dovrebbero raggiungere USD4.500bn entro la fine del 2030, con un tasso di crescita annuo composto del 13,6%.

Per il 2026 ci aspettiamo un aumento della quota di **finanziamenti garantiti da asset** reali in tutte le regioni. L'uso di asset come collaterale è diventato più comune nelle operazioni di private credit — in linea con le tendenze del credito corporate — soprattutto per le aziende con livelli di indebitamento relativamente più elevati.

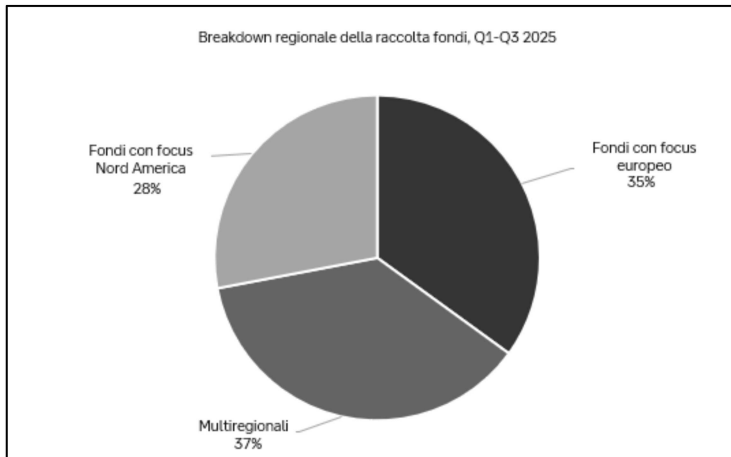
FIGURA 5 - Le aspettative per il private credit



Nota: Dati di un'indagine di Mercer pubblicata nel luglio 2025.

Fonte: Mercer, 2025, Deutsche Bank AG. Dati al 13 gennaio 2026.

FIGURA 6 - Raccolta nel private debt - Europa al centro



Fonte: S&P Global, Deutsche Bank AG. Dati al 13 gennaio 2026.

Stati Uniti: Il mercato del private debt è il più maturo a livello globale. Anche se i costi di finanziamento sono scesi grazie ai tagli dei tassi della Fed, il private debt offrirà ancora **rendimenti interessanti** rispetto agli equiva-

lenti pubblici. Le esigenze di finanziamento delle imprese, insieme a una maggiore attività di M&A e IPO, dovrebbero sostenere il deal flow, mentre gli investitori istituzionali come fondi pensione e assicurazioni continueranno ad allocarvi parte dei loro portafogli. L'aumento degli impegni da parte dei limited partner (LP) indica una solida capacità di impiego del capitale. D'altro canto, con la crescente commoditizzazione del direct lending negli Stati Uniti alcuni investitori stanno spostando l'attenzione in Europa, attratti dalla maggiore varietà dei mercati del credito e da un insieme più ampio di opportunità.

Europa: La quota crescente di capitale globale destinata all'Europa sta rimodellando le tendenze di fundraising e alimentando uno dei periodi più forti per il private credit degli ultimi anni (S&P Global, 2025). Il mercato europeo non è ancora sviluppato quanto quello statunitense: i volumi sono più contenuti e gli spread più ampi rispetto agli USA. In Europa, il business case del private credit è particolarmente concentrato sul finanziamento delle aziende mid-market, che spesso faticano ad accedere al credito bancario a causa di requisiti regolamentari stringenti, della giovane età o delle piccole dimensioni. Il 2025 è stato un anno eccezionale per il private credit europeo: nei primi nove mesi la raccolta ha raggiunto il record di USD65bn, il 14% in più rispetto all'intero 2024. Nello stesso periodo, i fondi europei hanno rappresentato il 35% della raccolta globale di private debt (Figura 6), mentre i fondi multiregionali hanno raccolto USD70bn, pari al 37% del totale.

APAC: Il mercato è più piccolo rispetto a Stati Uniti ed Europa, ma ha solide basi per la crescita. I benefici indiretti derivanti dagli investimenti statunitensi in IA favoriranno economie esportatrici di tecnologia come la Corea del Sud, Singapore e Malesia, mentre i mercati relativamente più piccoli quali India e Giappone stanno attirando sempre più interesse da parte degli investitori. L'Alternative Investment Management Association (AIMA) prevede che il mercato del credito asiatico raggiungerà USD92bn entro il 2027, dai USD59bn del 2024. In Australia, il private debt sta assumendo un ruolo sempre più centrale, con una crescita del 9% degli asset in gestione arrivati a AUD224bn. Per il futuro è lecito attendersi una diversificazione delle soluzioni offerte di private debt e un ampliamento dei canali di raccolta tramite una gamma diversificata di investitori.

6. Il ruolo centrale delle infrastrutture.

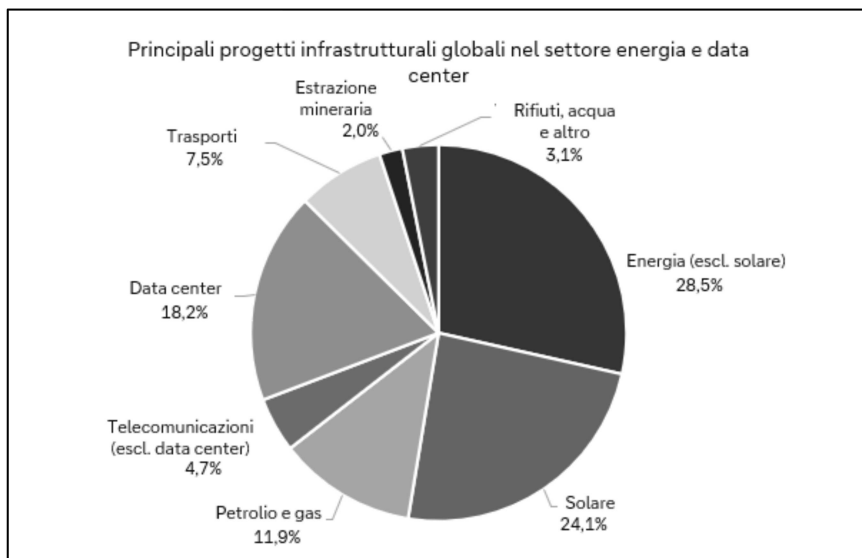
Infrastrutture solide, affidabili e orientate al futuro sono la spina dorsale della crescita economica. La digitalizzazione rapida, la diffusione dell'IA e l'urbanizzazione stanno ampliando sempre più la domanda di infrastrutture cruciali —come reti energetiche, connessioni a banda larga, data center e trasporti— e generando un bisogno di investimenti che richiede il contributo combinato di capitale pubblico e privato (Figura 7). Prequin prevede che gli

investimenti privati in infrastrutture a livello globale aumenteranno da USD1.400bn nel 2024 a USD2.880bn entro il 2030, con un tasso di crescita annuo composto vicino al 13%.

Il 2025 ha segnato una tappa fondamentale per il settore: la raccolta è salita al livello record di USD208bn, superando il precedente massimo di USD186bn del 2022 (Preqin, 2026). I mega-fund hanno avuto un ruolo decisivo: cinque fondi hanno chiuso oltre la soglia dei USD10bn, pari a un quarto di tutti i fondi infrastrutturali che abbiano mai superato tale livello. La dimensione media dei deal nel settore è salita nel 2025 e ha raggiunto i USD763mn per operazione (+78% rispetto alla media del 2024).

Nei primi tre trimestri del 2025, il valore delle operazioni ha totalizzato USD348 bn, superando già il dato dell'intero 2024 (USD319bn), nonostante un calo del 20% nel numero di operazioni rispetto al periodo Q1-Q3 2024. Il settore delle telecomunicazioni — inclusi i data center — è stato il più dinamico per valore complessivo di deal pari a USD83bn. Il Nord America ha rappresentato il 47% del volume delle operazioni totali e un impressionante 93% del valore totale.

FIGURA 7 - Data center e progetti energetici dominano la scena



Fonte: LSEG Workspace, Deutsche Bank AG. Dati all'11 novembre 2025.

La gamma e le finalità degli investimenti sono molto diversificate. Ad alcuni progetti sono associati flussi di reddito stabili, soprattutto nei settori con tariffe regolamentate; altri, invece, consentono di cogliere trend di crescita strutturale. Ma come accade per tutti gli investimenti privati, è fonda-

mentale condurre una due diligence approfondita, poiché tali progetti possono non ricevere le autorizzazioni necessarie o risultare meno redditizi del previsto.

Stati Uniti: Il governo federale e quelli statali hanno annunciato nuovi progetti di lungo periodo nei settori dei trasporti, della banda larga, dell'energia e delle reti idriche. L'IA resta il comparto dominante: il 45% dei 12.000 data center attivi nel mondo a fine 2025 si trovava negli Stati Uniti. L'accelerazione degli investimenti in infrastrutture IT dovrebbe aumentare ancora di più la domanda di energia e di aggiornamenti delle reti broadband. Il problema più rilevante è tuttavia il deficit complessivo di investimenti: secondo l'American Society of Civil Engineers, negli Stati Uniti esiste un gap infrastrutturale pari a USD3.700bn. Preqin prevede che il mercato nordamericano delle infrastrutture private raggiungerà USD1.230bn di AUM entro il 2030, con gli investimenti statunitensi che rappresentano la quasi totalità del totale.

Europa: L'Europa è destinata a guidare la crescita globale degli asset in gestione nel settore delle infrastrutture private, con un tasso annuo composto previsto del 14,5% tra il 2024 e il 2030, fino a raggiungere USD1.300bn (Preqin, 2025). La Germania ha assegnato massima priorità allo sviluppo infrastrutturale, con un programma di stimolo fiscale fuori bilancio da EUR500bn. Gli investimenti si concentreranno su ferrovie, strade e transizione sostenibile. Sebbene la spesa fiscale del 2025 non abbia raggiunto gli obiettivi, che erano più ambiziosi, è atteso un recupero nel 2026. Anche gli investimenti privati dovrebbero accelerare, sostenuti dal programma "Deutschlandfonds", pensato per aggregare e coordinare i flussi di capitale privato. Anche altri governi europei — come Regno Unito e Francia — sono destinati ad aumentare gli investimenti in trasporti, energia e reti digitali. Queste iniziative saranno sostenute sia da budget nazionali sia, ove previsto, da programmi comunitari dell'UE.

APAC: Anche in Asia-Pacifico si prevede un aumento degli investimenti pubblici e privati. Nel 2025, il settore delle rinnovabili è stato il più attivo per investimenti privati, anche se le strategie conservative core plus sono state anch'esse particolarmente popolari. Il valore medio dei deal ha raggiunto USD664mn (Infrastructure Investor, 2026). Per il 2026 e i prossimi anni, l'aumento della spesa pubblica in infrastrutture di trasporti ed energia dovrebbe sostenere la crescita economica dell'area e attrarre capitale privato in tutta la regione, con priorità differenti a seconda dei Paesi: piani infrastrutturali guidati dal governo a Singapore, investimenti legati all'IA in Corea del Sud, che aumenteranno la domanda di infrastrutture tecnologicamente avanzate ed infine in Australia l'espansione sarà in parte trainata dai progetti di trasmissione energetica e edilizia residenziale.

7. Conclusioni

Le novità legislative degli ultimi anni mirano a favorire una maggiore

partecipazione degli investitori wealth e retail agli investimenti alternativi. Nel medio periodo, questo dovrebbe tradursi in un aumento degli asset alternativi in gestione.

La diffusione di fondi secondari e di strutture evergreen ha già aumentato la flessibilità di offerta per gli investitori e ha iniziato a ridurre la distanza tra mercati quotati e non. La costruzione dei portafogli alternativi riflette sempre più un approccio duale: combinare asset in grado di generare flussi di cassa stabili e ricorrenti con investimenti rivolti alla crescita di lungo periodo ma con redditività immediata limitata o quasi assente. I rischi intrinseci ai mercati privati rimangono ed è fondamentale monitorarli.

Sei variabili macroeconomiche — tassi di interesse, liquidità del capitale privato, fase del ciclo economico, geopolitica e geoeconomia, crescita globale e inflazione e sentiment di mercato — sono cruciali per gli investimenti alternativi. Il nostro scenario di base per il 2026 è costruttivo, nonostante permangano rischi geopolitici, economici e finanziari.

Il private equity si è rafforzato nella seconda metà del 2025 e sembra destinato a espandersi ulteriormente nel 2026, con un'attenzione crescente al segmento mid-market. La maggior parte delle operazioni è ancora costituita dai leveraged buyout, ma con un aumento del numero delle transazioni public-to-private.

Il private credit copre oggi un'ampia gamma di settori. Tuttavia, i portafogli di prestiti di molti fondi sono ancora molto concentrati, motivo per cui potrebbe essere necessario diversificare i portafogli dedicati al comparto. Gli asset globali in gestione sono attesi in crescita, con una quota crescente di finanziamenti garantiti da asset reali prevista in tutte le regioni nel 2026.

Le infrastrutture sono la spina dorsale della crescita economica e i bisogni di investimenti in questo campo stanno ampliando il divario di investimento, che richiede un contributo combinato di capitale pubblico e privato. Negli Stati Uniti, molti nuovi progetti nei settori energia e acqua rifletteranno le esigenze legate all'IA. In Europa, gli investimenti infrastrutturali nel 2026 beneficeranno delle iniziative guidate dai governi nazionali. Nell'area APAC, la spesa pubblica per trasporti ed energia avrà un ruolo cruciale nel sostenere la crescita delle infrastrutture e nell'attrarre capitale privato.

Bibliografia

- AIMA ET AL. (2025), *Private Credit in Asia 2.0*, in <https://www.aima.org/compass/insights/private-credit/private-credit-in-asia.html>.
- ALVAREZ & MARSAL, SOUTHEAST ASIA AND AUSTRALIA (2025), *Australian Private Debt Market Review 2025*, in <https://www.alvarezandmarsal.com/sites/default/files/2025-11/A%26M%20Australian%20Private%20Debt%20Report%202025.pdf>.

- ARAMONTE, SIRIO, FERNANDO AVALOS (2021), *The rise of private markets*, in *BIS Quarterly Review*, December 2021, in https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112e.htm.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2025, March), *The global drivers of private credit*, in *BIS Quarterly Review*, in https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2503b.pdf
- BERROSPIDE, JOSE, FANG CAI, SIDDHARTHA LEWIS-HAYRE, FILIP ZIKES (2025, May 23), *Bank Lending to Private Credit: Size, Characteristics, and Financial Stability Implications*, in *FEDS Notes*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, in <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3802>.
- EVERCORE (2026, January), *2025 Secondary Market Highlights*, in https://www.evercore.com/wp-content/uploads/2026/01/Evercore-2025-Secondary-Market-Survey_Highlights.pdf.
- INFRASTRUCTURE INVESTOR (2026), *Asia Pacific Private Infrastructure Deals*.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2024, April). *The rise and risks of private credit*, *Global Financial Stability Report*, in <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2024/april/english/ch2.pdf>.
- MERCER (2025, July), *Private Markets in Motion: Private Debt*.
- MORNINGSTAR (2025, January 21), *Unicorns and the Growth of Private Markets*, in <https://indexes.morningstar.com/insights/analysis/blt81d5614b4c2ccd2b/unicorns-and-the-growth-of-private-markets>
- PITCHBOOK (2025), *2026 EMEA Private Capital Outlook*.
- PITCHBOOK (2025), *2026 US Private Equity Outlook*.
- PREQIN (2025), *Private Markets in 2030*.
- PwC (2025), *Private markets to account for more than half of global asset management industry revenues by 2030 - with global AuM to hit \$200 trillion: PwC 2025 Global Asset & Wealth Management Report | PwC*
- S&P Global (2025, September 5), *Large deals push leveraged buyout total higher; private equity entry value grows*, in <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/9/large-deals-push-leveraged-buyout-total-higher-private-equity-entry-value-grows-92394291>.
- S&P GLOBAL (2025, September), *Japan's retail investment markets gradually opens to private equity*, in <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/9/japan-s-retail-investment-market-gradually-opens-to-private-equity-9266927811>.
- S&P GLOBAL (2026, January 7), *Private Credit Outlook 2026*, in https://www.withintelligence.com/insights/private-credit-outlook-2026/?utm_source=crm_data&utm_medium=email&utm_campaign=pc_nurture_all_pc-outlook-2026_jan26.
- SCOPE FUND ANALYSIS (2025, November 4), *ELTIF market update*, in https://www.scopeexplorer.com/files/get/?name=news.ReportFile/bytes/filename/mimetype/Scope_ELTI_F_Market_Update_November_2025.pdf.

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

CONTABILITÀ E BILANCI

SOSTERO U., *Bilancio in forma abbreviata e bilancio delle micro-imprese. Manuale operativo con schemi, criteri di valutazione e semplificazioni applicabili*, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna, 2026, pagg. n. 560, 63,00 euro.

Nella relazione tecnica al D.Lgs. 125/2024, che ha apportato i più recenti aggiornamenti alla normativa sul bilancio, si stima che tra le circa 1.029.000 società di capitali italiane:

- circa 345.000 società (il 33,5% di tutte le società di capitali) siano idonee a redigere il bilancio in forma abbreviata;
- circa 650.000 società (il 63,2% del totale) siano idonee a redigere il bilancio delle micro-imprese.

Solo le restanti circa 34.000 società sono tenute a redigere il bilancio in forma ordinaria (oppure quello conforme agli IFRS). Nonostante esse rappresentino solamente il 3,3% delle società di capitali, la quasi totalità dei testi sul bilancio riguarda questa tipologia e riserva al più qualche sezione alle forme di bilancio adottabili dalle imprese di minori dimensioni. Questo volume, invece, è rivolto ai soggetti che sono a vario titolo interessati alla redazione del bilancio delle 995.000 società (il 96,7% di tutte le società di capitali) che hanno la facoltà di applicare le forme semplificate di bilancio. Il volume presenta un'approfondita spiegazione delle norme e dei principi contabili dell'OIC da considerare nella redazione dei due tipi di bilancio semplificato che possono essere adottati dalle imprese minori: il bilancio in forma abbreviata e il bilancio delle micro-imprese. Per queste imprese minori il codice civile prevede la facoltà di adottare una serie di semplificazioni rispetto alle norme vigenti per le società di capitali. Lo scopo del testo è allora quello di fungere da guida completa per la redazione del bilancio in forma abbreviata e del bilancio delle micro-imprese nel rispetto della vigente normativa, focalizzandosi sulle possibilità di semplificazione offerte dal codice civile e dai principi contabili, senza trattare le alternative più complesse che si potrebbero applicare ma non sono obbligatorie. Nel solco di questo spirito, dato il livello di approfondimento offerto dall'Autore, il lettore non sarà costretto a ricorrere a testi che riguardano il bilancio in forma ordinaria per ottenere

spiegazioni più dettagliate per tutti gli aspetti che ricorrono nel bilancio in forma abbreviata e nel bilancio delle micro-imprese.

DIRITTO COMMERCIALE

CARIELLO V., *L'art. 2359 del Codice Civile e il controllo congiunto. Una potenziale questione di legittimità costituzionale*, Collana *Quaderni Romani di Diritto Commerciale*, Lefebvre Giuffrè, Milano, 2026, pagg. n. 330, 49,00 euro.

Come noto, la vigente disciplina codicistica del controllo societario è racchiusa nell'articolo 2359 cod. civ., il quale, tuttavia, stando all'interpretazione oggi prevalente, non riguarderebbe la fattispecie del "controllo congiunto". Nondimeno, come osserva con questa sua opera Vincenzo Cariello, si tratta di esito di significazione da ritenersi contrastabile tramite un davvero appropriato e completo impiego di tutte le tecniche di significazione normativa, tipizzate e non tipizzate, ammesse nell'ordinamento italiano, inclusa quella dell'interpretazione conforme a Costituzione. Invero, ove, si giudicasse il controllo congiunto estraneo alla disciplina codicistica del controllo, lo stesso articolo 2359 cod. civ. si esporrebbe alla promozione di un incidente di incostituzionalità e a una conseguente sentenza interpretativa dichiarante la illegittimità costituzionale della disposizione nella parte in cui non prevedesse (appunto) la rilevanza del controllo congiunto, assieme a quella del controllo solitario e del controllo plurimo verticale o indiretto.

DE MARTINIS P., *L'aumento del capitale sociale. Artt. 2438-2444*, Collana *Il Codice Civile. Commentario*, Lefebvre Giuffrè, Milano, 2026, pagg. n. 343, 42,00 euro.

Il lavoro di Paolo De Martinis offre una ricostruzione sistematica e costituzionalmente orientata degli articoli dal 2438 al 2444 cod. civ., dedicati alle operazioni di aumento del capitale nella società per azioni. In questa prospettiva, il contributo evidenzia come la normativa codicistica delinea un sistema unitario di modificazioni del capitale, nel quale l'autonomia privata incontra limiti derivanti non solo dalla tutela del capitale in senso tecnico, ma anche dalla necessità di assicurare coerenza con i valori costituzionali che presidiano l'attività d'impresa e la circolazione del risparmio. Ne emerge una concezione del capitale sociale quale istituto a funzione plurima, strumento di organizzazione dell'impresa e, al contempo, presidio di interessi generali di rango costituzionale, che impongono di individuare gli interessi coinvolti, porli in relazione con il sistema giuridico di riferimento e bilanciarli tra loro mediante i criteri di ragionevolezza e proporzionalità, quali declinazioni della meritevolezza dell'operazione.

DIRITTO TRIBUTARIO

MENDOLA D., *Il principio di proporzionalità nell'esercizio del potere impositivo*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2025, pagg. n. 240, 34,00 euro.

Come osservato da Daniela Mendola nell'introdurre la *ratio* della propria indagine, "*il rapporto tra Amministrazione Finanziaria e contribuente è stato oggetto di una lenta, ma allo stesso tempo, profonda trasformazione, che ha visto sempre più l'autoritatività in posizione recessiva, sotto la spinta di proiezioni consensualistiche volte a valorizzare gli assetti iure gestionis dell'attività amministrativa*". E, del resto, tale processo è venuto in luce sulla scorta della considerazione per la quale in sintesi le libertà di cui godono rispettivamente l'Amministrazione finanziaria e il contribuente non sono illimitate, visto che i poteri della prima terminano nel momento in cui iniziano i diritti del secondo e viceversa. Di qui, l'oggetto del volume dell'Autrice, ossia la valutazione dell'adeguatezza degli strumenti impositivi alla luce del principio di proporzionalità e, quindi, dell'equilibrio tra poteri e diritti evincibile, tra l'altro, all'interno dello Statuto dei diritti del contribuente (L. 27 luglio 2000, n. 212), apparso, come noto, sin da subito come una dichiarazione d'intenti da parte del Legislatore di voler bilanciare l'interesse fiscale e i diritti del contribuente. Un orientamento ulteriormente confermato nell'ultima novella dello Statuto con l'introduzione dell'articolo 10-ter, con il quale si è voluto normare il principio di proporzionalità nel procedimento tributario, ancorché il testo, così elaborato, si sostanzia in un principio generale che lascia agli interpreti l'arduo compito di ricavarne una regola concretamente applicabile. E, in questo senso, si inserisce l'opera di Daniela Mendola come utile spunto per gli studiosi della materia e i professionisti.

ECONOMIA AZIENDALE

AA.VV., *Scritti in memoria di Gianfranco Zanda*, Collana *Studi di ragioneria e di economia aziendale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2025, pagg. n. 1200, 130,00 euro.

Il presente volume vuole rendere omaggio al Prof. Gianfranco Zanda, figura di primo piano nel panorama nazionale degli studi di economia aziendale. La sua fitta opera scientifica, contraddistinta da un equilibrio rigoroso tra fondamento teorico e attenzione ai fenomeni concreti dell'impresa, ha contribuito in maniera determinante alla formazione di numerose generazioni di cultori della materia, contribuendo nel contempo all'evoluzione complessiva della disciplina. Di qui, quest'opera collettanea che, con rigore scientifico, ripercorre e sviluppa i principali filoni di indagine che hanno segnato il pensiero e l'attività del Maestro. Il volume affronta quindi temi che vanno ad

esempio dalla teoria d'azienda, alla grande impresa, dal bilancio e altre forme di rendicontazione, alla valutazione d'azienda e alla valutazione dei dirigenti. I diversi contributi raccolti, nel rileggere l'eredità scientifica del Prof. Zanda, ne attestano la persistente attualità di fronte alle sfide che oggi investono le imprese e i mercati, dando chiara evidenza di una scuola di pensiero viva e operante, la cui influenza continua a orientare la riflessione economico-aziendale nella convinzione, da sempre cara al Prof. Zanda, che la conoscenza teorica trovi il proprio compimento solo nel momento in cui dialoga costantemente con la realtà.

VALUTAZIONI ECONOMICHE

BERNINI F., GIULIANI M., LA ROSA F (a cura di), *Valutazione d'azienda, intelligenza artificiale e nuove tecnologie*, Collana *Studi di Valutazione d'Azienda*, Lefebvre Giuffrè, Milano, 2026, pagg. n. 301, 35,00 euro

Il volume curato da Francesca Bernini, Marco Giuliani e Fabio La Rosa si propone di esaminare le “nuove tecnologie” nell’ambito della valutazione d’azienda, alla luce dello stato dell’arte in materia e delle attuali *best practice* presenti.

In questo ambito, il volume si pone in una prospettiva multidisciplinare, al fine di tenere conto, oltre che dei profili economico-aziendali, anche di quelli etici, giuridici e statistico-informatici. Tra le nuove tecnologie considerate nel volume vi sono, tra le altre, l’intelligenza artificiale, la *business intelligence*, i *big data* e la *blockchain*.

Con maggior dettaglio, il volume si articola in tre sezioni. Nella prima di esse vengono forniti i profili concettuali, tecnici, etici e giuridici delle nuove tecnologie. Nella seconda sezione si approfondisce poi come le varie tecnologie possono supportare l’attività peritale in termini di qualità e di efficienza. La terza sezione, infine, espone come poter valutare i nuovi *asset* tecnologici. Tutte le sezioni si caratterizzano per un approccio teorico-pratico, in modo che il volume possa essere un utile supporto sia per l’attività dello studioso della materia sia per quella del professionista valutatore.

CONDIZIONI DI ABBONAMENTO PER IL 2026

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 2025, 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	€ 190,00	€ 280,00
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 S.r.l. - Gavirate (VA)

FSC



21102579