

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 LXXIV

N. 4 - Ottobre-Dicembre 2023



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*

 **GIUFFRÈ**
GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE

COMITATO DIRETTIVO

GIUSEPPE BERNONI - ANTONIO CANU - MARCELLA CARADONNA - SERGIO CARAMELLA - ERNESTO FRANCO CARELLA - MICHELE CASINI - VITTORIO CODA LINO DE VECCHI - SERGIO GALIMBERTI - ALBERTO GIUSSANI - LUIGI GUATRI MICHAELA MARCARINI - MASSIMO MIANI - GIOVANNI NAPODANO - ANTONIO ORTOLANI - UGO POLLICE - ANGELO PROVASOLI - ALESSANDRO SAVORANA GIOVANNI SIANO - ALESSANDRO SOLIDORO - AMIR SONGHORIAN - GIANBATTISTA STOPPANI - TULLIO TURRI - 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 PODOGHE 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 FADELLI

- 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: <http://www.giuffre.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.

Dottrina *

LE DETERMINANTI DELLA MANIPOLAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA NEL RENDICONTO FINANZIARIO: PRIME EVIDENZE EMPIRICHE NEL CONTESTO ITALIANO

di Davide Arrighi e Mario Daniele 589

Negli ultimi decenni, l'analisi dei flussi di cassa ha ricevuto notevole attenzione da parte degli analisti, in quanto dovrebbe essere caratterizzata da un grado più elevato di oggettività rispetto agli utili. Sebbene i flussi di cassa siano meno soggetti a manipolazioni da parte del management in termini di stime distorte, la loro presentazione nel rendiconto finanziario potrebbe essere distorta. La letteratura precedente suggerisce che la gestione dei flussi di cassa è "distinta dalla gestione degli utili", che consiste nello "spostare le voci tra le categorie del rendiconto dei flussi di cassa sia all'interno che all'esterno dei confini dei principi contabili generalmente accettati (GAAP)" e nel "programmare determinate transazioni come ritardare pagamenti ai fornitori o accelerando gli incassi dai clienti". Nel contesto europeo, le aziende non piccole sono tenute a pubblicare una serie di rendiconti finanziari annuali che nella maggior parte dei casi includono un rendiconto dei flussi di cassa. Per quanto ne sappiamo, non ci sono prove sulla qualità di questo documento e sugli incentivi per comportamenti opportunistici. La nostra ricerca, concentrandosi sul contesto italiano, fornisce alcune evidenze sui comportamenti di gestione dei flussi di cassa e sulle loro determinanti. Concentrandosi su un campione di 9.040 società italiane non quotate che hanno pubblicato rendiconti finanziari nel periodo 2017-2018-2019, questo studio indaga le determinanti e gli incentivi di questi comportamenti. I risultati suggeriscono che i comportamenti di gestione dei flussi di cassa sono positivamente correlati all'aumento del debito finanziario, all'emissione di capitale, e negativamente correlati agli investimenti in immobilizzazioni, mentre la presenza di un revisore e la presenza di perdite non hanno un impatto significativo su questa scelta, confermando la rilevanza della questione per gli enti non pubblici. e di studio.

(*) Nel corso del 2023 hanno collaborato alla Rivista, quali reviewer, i proff. Lisa Bonetti, Michela Cordazzo, Francesco D'Ercole, Giacomo Nocera, Nicola Raimo, Angela Rella, Francesca Rossignoli. A tutti va il nostro ringraziamento.

Attualità e pratica professionale

PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

« *Cripto-valute. US GAAP, IFRS e OIC: possibili soluzioni contabili per i detentori* » (di CLAUDIO COLOMBETTI e MARCO GHITTI) 609

PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

« *La valutazione delle nanoimprese* » (di FRANCESCA BERNINI, MARCO GIULIANI e FABIO LA ROSA) 619

CORPORATE GOVERNANCE

« *Il sistema di controllo interno sull'informativa di sostenibilità* » (di LUCA CENCIONI, ALDO CINQUEGRANA, PAOLO MANTOVANO e LAURA MERCURI) 633

Attualità in tema di: Monografia Assirevi sull'“evoluzione della governance dei rischi di information technology” – Nuova versione principi sul governo societario OCSE – Regolamento CONSOB su emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari – Linee Guida ANAC Whistleblowing e il Regolamento ANAC sulla gestione delle segnalazioni e sull'esercizio del potere sanzionatorio – Comunicato del Comitato per la Corporate Governance su “Ragionevolezza e proporzionalità nell'evoluzione della disciplina della sostenibilità” – UK Corporate Governance Code del Financial Reporting Council – Linee Guida CONSOB per la semplificazione dei prospetti – Quaderno giuridico di Banca d'Italia sull'applicazione del D.Lgs. 231/2001 alle società bancarie – Parametri annuali CONSOB relativi alle dichiarazioni di carattere non finanziario (DNF) per l'individuazione dei soggetti da sottoporre a controllo – Modifiche al Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana – Richiamo ESMA di attenzione sulle informazioni relative alla sostenibilità da includere nei prospetti – Rapporto ESMA sull'utilizzo della terminologia ESG da parte dei fondi di investimento – Rapporto CONSOB sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane 2022 653

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

Massime in tema di: Clausola “roulette russa” contenuta in un patto parasociale – Patto parasociale sottoscritto dal sindaco in mancanza di deliberazione comunale – Azione revocatoria, esperita ai sensi dell'art. 2901 cod. civ. o 66 legge fall., nei confronti di un atto di scissione societaria: rimessa la causa alla Prima Presidente per stabilire se vi è la competenza delle Sezioni specializzate in materia di impresa – Necessità della comunicazione formale ex art. 2500 quinquies c.c. per la liberazione dei soci illimitatamente responsabili – Annullamento della delibera cui abbia partecipato il socio in conflitto di interessi – Impugnazione di delibera di approvazione del bilancio – Criteri interpretativi del versamento del socio in conto futuro aumento di capitale – Proposizione dell'azione di responsabilità nei confronti di una pluralità di amministratori – Configurabilità del divieto del patto leonino in un consorzio – Responsabilità dell'accomandatario per violazione del divieto di concorrenza 659

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCURSUALE

«La composizione negoziata della crisi: profili di diritto del lavoro» (di MADALENA ARLENGHI) 665

Massime in tema di: Concordato preventivo – Creditore ipotecario – Diritto di voto – Concordato semplificato – Misure protettive ex art. 54 CCII – Applicabilità – Concordato minore – Ricorso del Presidente di Associazione Sportiva Dilettantistica – Solidarietà per i debiti del sodalizio – Ammissibilità – Imprenditore individuale – Cancellato dal Registro delle Imprese – Imprenditore individuale – Cancellato dal Registro delle Imprese – Giudizio di omologa – Fattibilità del Piano – Valutazione del Tribunale – Manifesta infattibilità – Rigetto omologa – Sovraindebitamento – Piano di ristrutturazione del consumatore – Omologazione del piano ex art. 70 comma 9 CCII – Convenienza della proposta comparata all’alternativa liquidatoria – Cessione del quinto dello stipendio – Condizioni soggettive ostative di cui all’art. 69, comma primo, CCII – Meritevolezza – Merito creditizio 669

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D’IMPRESA

«Il Consiglio di Amministrazione senza deleghe: responsabilità solidale per i reati tributari e operazioni giuridicamente inesistenti». Nota alla sentenza della Sezione III Penale della Corte di Cassazione del 13 giugno 2023 (dep. 22 agosto 2023), n. 35314 (di ROSSANA LUGLI) 677

Massime in tema di: Reati contro il patrimonio – Delitti – Ricettazione – In genere – Riciclaggio – Operazioni volte ad ostacolare l’identificazione della provenienza delittuosa del bene – Consumazione – Configurabilità – Fattispecie – Misure di sicurezza – Patrimoniali – Confisca obbligatoria del prezzo o del profitto del reato – Denaro depositato su conto corrente bancario – Qualificazione – Confisca per equivalente – Esclusione – Confisca diretta – Applicabilità – Sequestro e confisca – Beni esistenti nel patrimonio del destinatario – Beni non esistenti nel patrimonio del destinatario – Differenze – Applicabilità – Finanze e tributi – Amministratore privo di deleghe – Omesso impedimento dell’evento – Responsabilità – Condizioni – Sequestro e confisca – Confisca per equivalente – Pluralità di soggetti concorrenti nel medesimo reato – Possibilità di disporre il vincolo nei confronti di un concorrente per l’intero – Condizioni – Applicabilità – Reati fallimentari – Bancarotta fraudolenta – In genere – Bene ricevuto in “leasing” – Risoluzione del contratto dopo la dichiarazione di fallimento – Bancarotta fraudolenta patrimoniale per distrazione – Configurabilità – Ragioni – Reati contro il patrimonio – Delitti – Ricettazione – In genere – Riciclaggio – Operazioni volte ad ostacolare l’identificazione della provenienza delittuosa del bene – Consumazione – Configurabilità – Fattispecie 690

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

«La sanzione massima di 10.000 dollari per la violazione non intenzionale dell’obbligo di presentazione del Report of Foreign Bank and Financial Accounts (FBAR) si applica su base annuale, in relazione al singolo rapporto, e

non per singolo conto». Nota alla sentenza della Suprema Corte degli Stati Uniti, causa n. 21-1195, *Bittner v. United States*, del 28 febbraio 2023 (di VALERIA GIARRIZZI)

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 – Mantenimento degli effetti di una normativa nazionale incompatibile con il diritto dell'Unione; Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Operazioni imponibili – Articolo 2, paragrafo 1, lettera a) – Cessione di beni a titolo oneroso – Cessione gratuita di un tablet o di uno smartphone in cambio della sottoscrizione di un nuovo abbonamento a una rivista – Nozione di “prestazione unica” – Criteri – Articolo 16, secondo comma – Prelevi ad uso dell'impresa al fine di conferire regali di scarso valore; Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 98, paragrafo 2 – Facoltà per gli Stati membri di applicare un'aliquota ridotta a determinate cessioni di beni e prestazioni di servizi – Allegato III, punti 1 e 12 bis – Alimenti simili preparati con il medesimo ingrediente principale – Bevande calde preparate a base di latte – Applicazione di aliquote IVA ridotte differenti – Beni aventi le medesime caratteristiche e le medesime proprietà oggettive – Beni accompagnati o meno da servizi di preparazione e di messa a disposizione da parte del fornitore; Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Principio di neutralità dell'IVA – Principio di effettività – Aliquota IVA troppo elevata indicata su una fattura di acquisto – Rimborso dell'eccedenza – Azione diretta contro l'amministrazione – Impatto del rischio di un doppio rimborso della stessa IVA; Rinvio pregiudiziale – Direttiva 2006/112/CE – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Esenzioni – Operazioni di trasporto su strada direttamente connesse all'importazione di beni – Regime probatorio – Articoli 56 e 57 TFUE – Libera prestazione dei servizi – Recupero dell'IVA effettuato da un non residente – Tassazione del corrispettivo versato a titolo dell'imposta sui redditi delle persone non residenti – Ritenuta alla fonte sui residenti; Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articoli 311 e seguenti – Regimi speciali applicabili agli oggetti d'arte – Regime del margine – Soggetti passivi-rivenditori – Cessione di oggetti d'arte da parte dell'autore o dei suoi aventi diritto – Operazioni intracomunitarie – Diritto a detrarre l'imposta assolta a monte; Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 2, paragrafo 1, lettera c) – Prestazioni di servizi effettuate a titolo oneroso – Enti di diritto pubblico – Comune che percepisce un'imposta di soggiorno per la messa a disposizione di strutture termali accessibili a tutti; Rinvio pregiudiziale – Imposta sul valore aggiunto (IVA) – Normativa nazionale che prevede la possibilità di sospendere, senza limitazione nel tempo, il termine di prescrizione dell'azione dell'amministrazione tributaria in caso di procedimento giurisdizionale – Procedimento tributario reiterato – Regola-

mento n. 2988/95 – Ambito di applicazione – Principi di certezza del diritto e di effettività del diritto dell’Unione 698

Accise: Rinvio pregiudiziale – Accise – Direttiva 2008/118/CE – Articolo 16 – Regime di deposito fiscale – Condizioni per il rilascio di un’autorizzazione all’apertura e all’esercizio di un deposito fiscale da parte di un depositario autorizzato – Inosservanza di tali condizioni – Revoca definitiva dell’autorizzazione applicata cumulativamente all’imposizione di una sanzione pecuniaria – Articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea – Principio del “ne bis in idem” – Proporzionalità; Rinvio pregiudiziale – Libera circolazione delle merci – Accise – Direttiva 92/12/CEE – Articolo 6, paragrafo 1, lettera a) – Esigibilità delle accise – Svincolo irregolare dal regime sospensivo – Atto illecito esclusivamente imputabile a un terzo – Falsificazione del documento amministrativo di accompagnamento – Articolo 14, paragrafo 1 – Abbuono d’imposta per le perdite verificatesi durante il regime sospensivo – Caso fortuito o caso di forza maggiore – Responsabilità del depositario autorizzato 702

Tassazione prodotti energetici: Inadempimento di uno Stato – Sentenza della Corte di accertamento di un inadempimento – Mancata esecuzione – Direttiva 95/60/CE – Marcatore fiscale del gasolio – Accordo sul recesso del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord dall’Unione europea e dalla Comunità europea dell’energia atomica – Protocollo su Irlanda/Irlanda del Nord – Persistenza dell’infrazione dopo la fine del periodo di transizione per quanto riguarda l’Irlanda del Nord – Articolo 260, paragrafo 2, TFUE – Sanzioni pecuniarie – Somma forfettaria – Gravità dell’infrazione – Capacità finanziaria 702

Imposta sul reddito delle persone fisiche: Rinvio pregiudiziale – Articolo 56 CE – Libera circolazione dei capitali – Imposta sul reddito delle persone fisiche – Tassazione dei redditi da interessi derivanti da obbligazioni e titoli di debito – Interessi dovuti e versati da soggetti non residenti nel territorio nazionale – Differenza di trattamento a seconda del luogo di stabilimento del soggetto emittente e del soggetto erogatore degli interessi in questione – Accordo tra la Comunità europea e la Confederazione svizzera che stabilisce misure equivalenti a quelle definite nella direttiva 2003/48/CE – Articolo 2, paragrafo 4 – Tassazione dei redditi da risparmio sotto forma di pagamenti di interessi da una fonte svizzera – Obbligo di applicare le stesse aliquote d’imposta applicate ai redditi nazionali simili 704

Attualità in tema di:

Consiglio dell’UE – Proposta di direttiva (UE) relativa a un’esenzione più rapida e sicura dalle ritenute alla fonte in eccesso. Consiglio dell’UE – L’iter di approvazione della DAC 8 è giunto finalmente al termine 707

Altri temi di interesse per la professione

ANDAMENTO CONGIUNTURALE

L'andamento congiunturale si presenta variegato. Se infatti gli USA ha resistito meglio alle previsioni fatte nel 2022, l'Eurozona ha vissuto un anno più travagliato. Anche il Giappone, dopo un primo semestre 2023 dinamico, ha visto un rallento dell'economia in questo secondo semestre, mentre la Cina ha mantenuto un livello di crescita, ancorché la debolezza del suo mercato immobiliare rappresenta il principale freno all'espansione. E, del resto, le condizioni finanziarie restrittive attuate da diverse banche centrali, se da un lato stanno consentendo di raggiungere importanti obiettivi sulla riduzione del tasso d'inflazione, dall'altro stanno contribuendo al rallentamento dell'economia. Ancora, in un'economia sempre più multipolare, influiscono e influiranno sul dato economico le continue tensioni a livello geopolitico, dove, non solo la guerra tra Russia e Ucraina e il conflitto in Medio Oriente, ma anche e soprattutto le rinnovate tensioni tra USA e Cina determineranno un nuovo equilibrio di accordi politici ed economici su scala globale. A livello dei mercati, con il calo dell'inflazione e l'aumento dei tassi d'interesse osservati nel 2023, nel corso dell'anno si è raggiunto un certo equilibrio sul mercato obbligazionario. Sul fronte dell'azionario, nel 2023 si sono registrate ottime (e inaspettate) performance, inescate in particolare dalla resilienza dell'economia americana. A livello di tassi di cambio, è possibile poi affermare come il 2023 si sia contraddistinto come anno relativamente tranquillo per i principali valute. Infine, si segnala come, negli ultimi due trimestri del 2023, i mercati delle materie prime hanno registrato una certa volatilità che si è concentrata soprattutto sulle quotazioni del petrolio

711

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

<i>Diritto civile</i>	723
<i>Diritto commerciale</i>	723
<i>Economia aziendale</i>	724
<i>Economia internazionale</i>	725
<i>Finanza aziendale</i>	727
<i>Valutazione d'azienda</i>	727



GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE

Accendiamo il tuo successo

Qualità e innovazione per affiancare i nostri
clienti sempre e ovunque



Per maggiori informazioni
giuffrefrancislefebvre.it



GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE

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

iMieiconTRATTI

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



Per maggiori informazioni
imieicontratti.it



GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE

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

QuotidianoPIÙ

Il nuovo servizio di informazione on line dedicato ai professionisti, alle aziende e all'innovazione. Tutti i giorni un'edizione straordinaria.



Per maggiori informazioni
quotidianopiu.it

 GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE

segui su     

Giuffrè Francis Lefebvre ti segnala



Il volume analizza tutti gli **aspetti della disciplina del reddito delle società** sia con riferimento alle **società di capitali** sia trattando le particolarità che interessano le **società di persone**. Ogni problematica è affrontata partendo dalla **singola voce di bilancio per risposte mirate alle problematiche della professione**.

Memento è anche online su mementopiù.it



App
iMemento



Memento online



Memento online
+ Fonti

Per maggiori informazioni rivolgiti al tuo **Agente Giuffrè Francis Lefebvre** di fiducia, alle migliori librerie professionali o vai su shop.giuffre.it.

 **GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE**
www.giuffrefrancislefebvre.it

LE DETERMINANTI DELLA MANIPOLAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA NEL RENDICONTO FINANZIARIO: PRIME EVIDENZE EMPIRICHE NEL CONTESTO ITALIANO

di DAVIDE ARRIGHI e MARIO DANIELE

Abstract: *In the last decades, cash flow analysis has received considerable attention from analysts, as it should be characterized by a higher degree of objectiveness compared to earnings. While cash flows are less subject to managerial manipulation in terms of biased estimates, their presentation in the statement of cash flows could be distorted. Previous literature suggests that cash flows management is “distinct from earnings management”, consisting of “shifting items between the statement of cash flows categories both within and outside the boundaries of generally accepted accounting principles (GAAP)” and “timing certain transactions such as delaying payments to suppliers or accelerating collections from customers”. In the European context, non-small companies are required to publish a set of annual financial statements which in most cases includes a statement of cash flows. To the best of our knowledge, there is no evidence about the quality of this document and the incentives for opportunistic behaviors. Our research, focusing on the Italian context, provides some evidence on cash flows management behaviors and their determinants. Focusing on a sample of 9.040 non-listed Italian companies that published a Cash Flows statements over the period 2017-2018-2019, this study investigates the determinants and incentives for these behaviors. The results suggest that cash flows management behaviors are positively related to the increase of financial debt, the issuance of capital, and negatively related to investments in fixed assets, while the presence of an auditor and the presence of losses has no significant impact on this choice, confirming the relevance of the issue for non-public entities.*

1. Introduzione.

Il presente studio si propone di fornire una prima evidenza empirica sulle determinanti della “manipolazione” dei flussi di cassa (*cash flow management*) contenuti nel Rendiconto Finanziario in un campione di imprese italiane.

La letteratura accademica, infatti, ha rivelato come la classificazione dei componenti del flusso di cassa di un’impresa nelle sezioni di detto prospetto contabile (area operativa, area degli investimenti ed area finanziaria) possa essere soggetta a discrezionalità da parte di chi redige il bilancio di esercizio. L’analisi degli incentivi che quest’ultimo può avere ad alterare la rappresentazione dei dati contenuti nel Rendiconto Finanziario, perciò, risulta di fondamentale importanza per assicurare ai fruitori del bilancio un’informativa contabile affidabile e che consenta di prendere decisioni economiche consapevoli. La conoscenza delle determinanti di queste alterazioni, inoltre,

assume rilevanza anche per i consulenti di impresa, che assistono le aziende nella pianificazione e nella rendicontazione dei propri flussi di cassa, e per i revisori legali dei conti, chiamati a verificare la correttezza delle informazioni contenute nel Rendiconto Finanziario. Infine, concentrandosi sulla qualità dei dati contenuti in tale prospetto contabile e sugli incentivi che possono comprometterla, questo lavoro può essere rilevante anche per il Legislatore e per lo *standard setter* nazionale, quale prima evidenza nel contesto italiano in merito alla qualità del Rendiconto stesso, trascorso quasi un decennio dalla sua introduzione obbligatoria.

Il Rendiconto Finanziario, infatti, è uno dei documenti che costituiscono il bilancio di esercizio ai sensi di quanto disposto dall'art. 2423 del Codice civile. La sua redazione, già obbligatoria per le imprese *IAS adopter* fin dal 2005, è stata resa cogente anche per le imprese italiane che producono il bilancio in forma ordinaria adottando i principi contabili nazionali dall'articolo 6, lettera a, del D. Lgs. 139/2015, attuativo della direttiva 2013/34/UE. Questo provvedimento legislativo ha esteso il *corpus* di informazioni contabili obbligatorie, garantendo l'esplicitazione di elementi connessi alla dinamica finanziaria delle aziende che, diversamente, non potrebbero essere desunti da altre fonti informative (Dell'Atti 2017).

Nel contesto italiano, il Rendiconto Finanziario è disciplinato, per le imprese *OIC adopter*, dal principio contabile OIC 10. Questa è l'unica fonte, nel nostro ordinamento, ad indicare in maniera analitica lo schema di tale prospetto contabile; contrariamente a quanto avviene in materia di Conto Economico e di Stato Patrimoniale, infatti, l'articolo 2425-ter del Codice civile si limita ad indicare che il Rendiconto Finanziario deve illustrare i flussi finanziari derivanti dall'attività operativa, dall'attività di investimento e dall'attività di finanziamento, senza l'esplicitazione di un'analitica struttura.

La prima applicazione dell'OIC 10 non è stata esente da alcune criticità tecniche, già evidenziate da Teodori e Bartolini (2018). Allo stato attuale, tuttavia, non sono rinvenuti studi empirici che abbiano investigato in maniera sistematica la qualità dell'informativa presente in tale documento nel contesto italiano.

In particolare, lo schema per il calcolo del flusso di cassa operativo con il metodo indiretto, che è utilizzato dalla totalità delle imprese italiane, si basa su un percorso logico articolato in fasi successive non privo di complessità (Russo, 2022).

Tale schema, partendo dall'utile di esercizio, prevede lo stralcio iniziale dei componenti di reddito estranei alla gestione tipica corrente (imposte, interessi, dividendi e plus/minusvalenze), la rettifica dei componenti di reddito non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto, la sottrazione delle variazioni delle poste che compongono il capitale circolante netto della gestione tipica corrente e il successivo recupero dei flussi di cassa derivanti dai componenti di reddito stralciati nella prima fase

(con la sola eccezione delle plus/minusvalenze il cui impatto finanziario sarà considerato nel flusso finanziario dell'area investimenti).

In questo percorso logico, particolarmente critica potrebbe risultare la terza fase, ossia la sottrazione delle variazioni delle poste che compongono il capitale circolante netto della gestione tipica corrente, in quanto essa presuppone che l'azienda sia in grado di individuare e distinguere le poste del capitale circolante netto che appartengono alla gestione tipica corrente dalle poste del capitale circolante netto che fanno riferimento ad altri rami di gestione, il cui effetto finanziario è già considerato, in modo più o meno esplicito, in altre voci del Rendiconto Finanziario.

Ad esempio, la variazione dei crediti verso clienti dovrebbe escludere la variazione dei crediti verso gli acquirenti di immobilizzazioni, da considerare nel calcolo del flusso finanziario dell'attività di investimento. Allo stesso modo, la variazione dei debiti verso fornitori dovrebbe escludere la variazione dei debiti verso fornitori di immobilizzazioni, da considerare nel calcolo del flusso finanziario dell'attività di investimento. Da ultimo, inoltre, la variazione dei ratei passivi dovrebbe escludere la variazione dei ratei passivi per interessi il cui effetto è assorbito nella quarta fase che compone il calcolo del flusso di cassa dell'attività operativa con il metodo indiretto.

Coerentemente con quanto sopra, il presente studio individua la variazione delle poste di capitale circolante netto quale *proxy* della qualità della costruzione del Rendiconto Finanziario e quale potenziale area critica sia per coloro che sono chiamati a preparare il Rendiconto Finanziario ai sensi dell'OIC 10 sia per coloro che sono chiamati a controllarlo.

Nella presente ricerca è stata, quindi, verificata la relazione esistente tra le pratiche di *cash flow management* e una serie di variabili che, alla luce della letteratura accademica, possono essere rilevanti in queste alterazioni, ossia l'indebitamento finanziario di un'impresa, la raccolta di risorse a titolo di capitale proprio da parte della stessa, aver conseguito una perdita nell'esercizio precedente a quello in analisi, eseguire investimenti in capitale fisso e sottoporre il proprio bilancio di esercizio ad *auditing* esterno. Implementando un modello di regressione logistico, l'indagine è stata condotta per gli esercizi sociali 2017, 2018 e 2019 su un campione di 9040 imprese italiane. Nell'analisi sono state escluse le società quotate, dal momento che nel contesto italiano sono presenti in numero molto ridotto (414 alla data del 31 dicembre 2022) e la loro inclusione avrebbe comportato minore omogeneità dei dati, per via della loro specifica dinamica finanziaria e per le particolari regole normative a cui sono sottoposte.

I risultati — robusti anche rispetto ad alcune variabili di controllo considerate — rivelano una relazione significativa e positiva delle pratiche di alterazione dei flussi di cassa nel Rendiconto Finanziario con le prime due variabili menzionate, un legame significativo e negativo con la quarta e un'assenza di relazioni rispetto alla presenza di una perdita di esercizio nel corso dell'esercizio precedente e del revisore legale dei conti.

Tali evidenze possono offrire un contributo sia alla letteratura internazionale che, studiando le pratiche di *cash flow management*, si è concentrata prevalentemente sulle imprese quotate, sia alla letteratura nazionale che ha approfondito lo studio del Rendiconto Finanziario predisposto ai sensi dell'OIC 10. In particolare, lo studio delle pratiche di *cash flow management* in un campione di imprese non quotate consente di cogliere se le determinanti già individuate dalla letteratura siano rilevanti anche per questo tipo di imprese che presentano delle peculiarità in termini di assetti proprietari, *corporate governance* e risorse umane e finanziarie disponibili per la predisposizione del bilancio. Inoltre, questo studio consente di ottenere una prima evidenza in merito alla qualità del Rendiconto Finanziario preparato dalle imprese italiane, contribuendo alla letteratura nazionale che ha studiato l'OIC 10 e le sue possibilità di criticità.

Il presente contributo è organizzato come segue: la sezione 2 contiene la *review* della letteratura accademica sul tema e la formulazione delle ipotesi di ricerca; la sezione 3 presenta la costruzione del *database* e le statistiche descrittive; la sezione 4 sviluppa l'analisi dei dati; la sezione 5 presenta un'analisi aggiuntiva; la sezione 6 offre delle conclusioni.

2. *Review* della letteratura accademica sul tema e sviluppo delle ipotesi.

Nell'ambito degli studi che hanno preso in considerazione il tema dell'alterazione dei dati espressi nel Rendiconto Finanziario, significativo è il lavoro di Lee (2012), la quale evidenzia come alcune imprese abbiano degli incentivi a manipolare la rappresentazione dei dati contenuti nel Rendiconto Finanziario. L'analisi dell'autrice si è concentrata su un *set* di società quotate americane, delle quali sono stati analizzati i Rendiconti Finanziari alla ricerca di possibili caratteristiche giustificanti questi comportamenti.

In questo studio, è stato osservato come le imprese siano incentivate ad accrescere il valore del flusso di cassa derivante dall'attività operativa, mantenendo costante il valore del *cash flow* complessivo aziendale, così da mostrare una produzione di cassa derivante dall'attività tipica più elevata di quella effettivamente conseguita. A giudizio dell'autrice, tale propensione si verifica maggiormente in presenza di elevato indebitamento finanziario dell'impresa in questione, con un *rating* creditizio a lungo termine dal quale dipende il livello *investment grade / non investment grade* dell'impresa, in caso di esistenza di una previsione — da parte di un'analista finanziario — del flusso di cassa complessivo aziendale ed in presenza di elevata correlazione tra il rendimento delle *stock options* aziendali, qualora emesse, e il *cash flow* operativo dell'impresa stessa.

Lee (2012), in particolare, spiega come questi tentativi di manipolazione dei dati si articolino secondo due modalità: *in primis*, tramite alterazioni

connesse alla “classificazione” delle voci contabili, modificando la consistenza delle poste del Rendiconto Finanziario per accrescere il valore del *cash flow* derivante dall’attività operativa senza variare i valori del flusso di cassa complessivo e dei ricavi aziendali; in secondo luogo, per mezzo di modifiche connesse alla tempistica delle transazioni: le imprese, infatti, spesso volutamente tardano l’esecuzione di pagamenti o, al contrario, cercano di accelerare il più possibile l’incasso dei crediti allo scopo di dare una rappresentazione della propria situazione finanziaria all’interno del bilancio di esercizio migliore di quella che effettivamente l’impresa si trova a riscontrare.

Come si può vedere, perciò, il termine “manipolazione” utilizzato da Lee (2012) ha un significato molto ampio, andando ad includere anche le alterazioni dei dati possibili attraverso comportamenti leciti (come, appunto, la gestione attenta delle tempistiche delle transazioni finanziarie) e quelle derivanti dall’applicazione dei principi contabili, nella misura in cui essi concedono discrezionalità al redattore del bilancio.

L’analisi svolta dall’autrice è stata il punto di partenza per una serie di ulteriori studi nel panorama internazionale, alla ricerca di ulteriori determinanti alla base dell’alterazione dei dati contenuti nel Rendiconto Finanziario.

Maciel, Salotti e Imoniana (2019) hanno osservato come le imprese fortemente indebitate siano maggiormente propense ad incrementare artificialmente il proprio flusso di cassa derivante dall’attività operativa rispetto alle imprese finanziariamente sane: un comportamento di questo tipo, infatti, a loro giudizio rassicura gli investitori che l’impresa sia in grado di remunerare il capitale ricevuto a titolo di debito secondo quanto pattuito e, alla scadenza, di provvedere alla sua integrale restituzione.

Analogamente si sviluppano le argomentazioni di Charitou, Karamanou e Kopita (2017). Gli autori analizzano l’impatto che l’adozione dei principi contabili *IAS/IFRS* ha avuto sulla strutturazione del Rendiconto Finanziario per un campione di imprese del Regno Unito. I principi contabili internazionali, infatti, consentono la contabilizzazione della voce inerente agli interessi passivi di un’impresa indifferentemente in ciascuna delle tre aree in cui è suddiviso il prospetto contabile (attività operativa, di investimento, di finanziamento), lasciando una discrezionalità nella redazione del documento superiore a quella concessa dagli *UK GAAP*, che prevedono una struttura molto rigida del Rendiconto Finanziario. Gli studiosi evidenziano come le imprese più propense ad accrescere il proprio livello del *cash flow* derivante dalla gestione operativa — ossia quelle che classificano i pagamenti per interessi passivi nell’area del Rendiconto dedicata alla gestione finanziaria — abbiano conseguito delle perdite, registrino una percentuale elevata del loro indebitamento verso lo Stato o altri enti pubblici, siano soggette a *covenants* bancari legati all’importo del *cash flow* operativo e nel corso dell’esercizio precedente all’introduzione dei principi contabili internazionali abbiano registrato un deciso incremento del loro indebitamento.

Le ragioni alla base di questi comportamenti si rinvengono in due tipo-

logie di incentivi: in primo luogo, quelli definiti “contrattuali”, consistenti nel rispetto di *covenants* con i finanziatori basati sul flusso di cassa della gestione operativa dell'impresa; *in secundis*, quelli chiamati “di mercato”, inerenti all'intento del *management* di influenzare la percezione che i vari *stakeholder* hanno sullo stato di salute dell'impresa.

Da segnalare, a completamento del filone di studi dedicato all'analisi dell'impatto dell'indebitamento sul *cash flow management*, è anche il lavoro di Baik, Cho, Choi e Lee (2016). Nel loro studio, essi si sono focalizzati sulla modalità con cui un campione di imprese coreane classificasse i pagamenti per interessi passivi all'interno del Rendiconto Finanziario. Mentre, infatti, i principi contabili coreani obbligano il redattore del bilancio a inserire il pagamento per interessi passivi all'interno della sezione operativa del Rendiconto Finanziario, i principi *IAS/IFRS*, come sottolineato in precedenza, lasciano maggiore discrezionalità al redattore del bilancio. L'aspettativa, perciò, era quella di registrare un flusso di cassa della gestione operativa più elevato in presenza di un bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali.

Al termine dello studio, gli autori, confermando il legame di segno positivo tra aumento dell'indebitamento e tendenza ad accrescere il *cash flow* operativo, spiegano come le imprese che registrino maggiori pratiche di *cash flow management* siano aziende con una grande quantità di oneri finanziari da pagare, possedute per più del 5% del proprio capitale da banche e affiliate a specifici gruppi d'affari industriali coreani (denominati *Chaebol*).

Alla luce di quanto evidenziato dalla letteratura accademica, è stata formulata la seguente ipotesi:

H1 - esiste una relazione di segno positivo tra le pratiche di *cash flow management* e l'incremento dell'indebitamento finanziario;

Un ulteriore filone di ricerca nella letteratura di *financial accounting* ha approfondito il legame tra la manipolazione del Rendiconto Finanziario e la raccolta di capitale proprio.

Ciò è espresso nel lavoro di Gordon, Henry, Jorgensen e Linthicum (2017) i quali analizzano l'impatto della discrezionalità nella contabilizzazione di alcune poste contabili nel Rendiconto Finanziario (interessi attivi, oneri finanziari e i dividendi incassati) sul valore del flusso di cassa della gestione operativa in un campione di imprese americane.

Essi spiegano come le imprese maggiormente propense ad incrementare il dato del flusso di cassa della gestione operativa presentino significativo livello di *financial distress*, elevato ricorso al mercato del capitale di rischio, ridotta redditività.

Lo studio, perciò, evidenzia come l'applicazione degli *IAS/IFRS* permetta di presentare un flusso di cassa derivante dall'attività operativa maggiore rispetto a quello che le medesime imprese avrebbero registrato con l'applicazione degli *US GAAP*, e come questo legame sia ancor più elevato per le imprese che rintracciano risorse sul mercato dell'*equity*.

In conseguenza di quanto emerso dallo studio menzionato, è stata formulata la seguente ipotesi:

H2 - esiste una relazione di segno positivo tra le pratiche di *cash flow management* e la raccolta di risorse a titolo di capitale proprio;

Una possibile causa ulteriore alla base delle pratiche di *cash flow management* individuata da alcuni studi è l'aver conseguito una perdita da parte dell'impresa nel corso dell'esercizio precedente a quello in cui si verifica la manipolazione al rialzo del *cash flow* operativo.

Alfonso, Christie, Hollie e Yu (2018) spiegano come un'impresa che consegue una perdita abbia un forte incentivo a voler "migliorare" la rappresentazione del proprio flusso di cassa della gestione operativa, poiché gli *stakeholder* aziendali sono fortemente influenzati dal risultato di esercizio e dal *cash flow* operativo nel valutare lo stato di salute di un'impresa. Se l'azienda incorre in una perdita, allora presumibilmente il *management* cercherà nel corso dell'esercizio successivo di migliorare anche la rappresentazione del proprio flusso di cassa della gestione operativa.

Conclusioni analoghe, inoltre, sono evidenziate nello studio di Charitou, Karamanou, Kopita (2017), precedentemente menzionato.

In virtù di quanto dimostrato dagli studi citati, è stato ipotizzato quanto segue:

H3 - esiste una relazione di segno positivo tra le pratiche di *cash flow management* e la presenza di una perdita nell'esercizio precedente;

Rilevanti nell'ambito del panorama della letteratura scientifica sono anche i risultati dei lavori di Jeon (2019) e di Yang e Kim (2020), a proposito dell'influenza che la fiducia dei *manager* nelle proprie capacità ha sull'alterazione del dato del flusso di cassa della gestione operativa.

Il primo contributo si sofferma sul fatto che le imprese con un *management* dall'elevata autostima intraprendono con maggiore facilità investimenti in capitale fisso, sovrastimando il rendimento dei propri progetti di investimento e, viceversa, sottostimando la probabilità dell'impatto di un futuro evento ostile.

Questo porta ad una maggiore propensione verso le pratiche di *cash flow management* poiché gli amministratori cercano di migliorare il risultato della gestione operativa al fine di rispettare le attese dei propri azionisti, di attrarre l'attenzione di nuovi investitori e, talvolta, di giustificare agli occhi degli *stakeholder* aziendali le decisioni finanziarie, sovente ricollegate anche alla propria remunerazione.

Il secondo lavoro si sofferma invece sui casi in cui un'impresa abbia generato un flusso di cassa derivante dall'attività operativa negativo. Se si verifica questa situazione, allora, a giudizio degli autori, gli amministratori con un elevato livello di fiducia nelle proprie capacità manageriali sono propensi in misura significativamente più elevata rispetto ai propri colleghi a manipolare il *cash flow* operativo allo scopo di renderlo positivo.

In base ai risultati riportati dalla letteratura scientifica, è stata derivata la seguente ipotesi:

H4 - esiste una relazione di segno positivo tra le pratiche di *cash flow management* e l'ammontare degli investimenti in capitale fisso;

Un ulteriore spunto di riflessione è poi dato dall'impatto che può avere la presenza o meno di un organismo di *auditing* sulle pratiche di *cash flow management*.

I due contributi più significativi identificati si concentrano sulla qualità del servizio fornito dalle maggiori società di revisione esistenti in rapporto a questa problematica.

Nello specifico, Jeon (2021) sottolinea come l'affidare la revisione del proprio bilancio di esercizio a una delle *Big-8* non incrementi l'attendibilità del dato inerente al flusso di cassa derivante dalla gestione operativa.

Nagar e Raithatha (2016) spiegano come la manipolazione del *cash flow* operativo sia, tra le imprese che sottopongono il proprio bilancio di esercizio ad un *auditing* esterno, addirittura più frequente nel caso di società revisionate da una delle *Big-4*, quasi ad indicare che esse considerino la manipolazione di quei dati non meritevole di attenzione.

Le evidenze della letteratura appaiono in contrasto con le aspettative in merito all'impatto dell'*audit* sulla qualità dell'informativa contabile, ma tale apparente contraddizione è stata motivata sia dalle difficoltà tecniche legate alla predisposizione del Rendiconto Finanziario stesso sia dalle carenze strutturali della normativa che lo riguarda (Teodori e Bartolini, 2018; Jeon, 2021).

In particolare, coerentemente con quanto riportato dalla letteratura accademica, è possibile ipotizzare che, nel contesto italiano, caratterizzato dalla diffusione su larga scala di piccole e medie imprese a controllo familiare, i revisori non siano in grado di frenare da soli i comportamenti opportunistici messi in atto dagli amministratori. Tale aspetto appare ancor più rilevante se si considera che le imprese soggette a revisione sono quelle che presentano una dimensione maggiore.

Per questo motivo è stato ipotizzato che:

H5 - esiste una relazione di segno positivo tra le pratiche di *cash flow management* e la presenza di un *auditor*.

3. Realizzazione del *database* e analisi descrittiva.

3.1. Predisposizione del set di dati.

Per svolgere l'analisi, è stato selezionato un campione di imprese italiane, ricevendo i dati dal *database* AIDA (Analisi Informatizzata Delle Aziende italiane).

I criteri alla base della scelta sono stati i seguenti: sono state considerate soltanto le società che avessero depositato il proprio bilancio di esercizio

presso le CCIAA per gli anni 2017, 2018 e 2019; sono state incluse nell'analisi tutte le società con il bilancio ottico, ossia quelle che lo hanno depositato presso le CCIAA secondo la tassonomia xbrl; sono state inserite solo le società di capitali; le società comprese nel campione erano tutte società "attive", escludendo perciò quelle coinvolte in procedure concorsuali, nella propria fase di liquidazione e quelle cessate (non soltanto per la fine della propria attività, ma anche per effetto di fusioni, scissioni o altre operazioni straordinarie); sono state escluse le imprese con un codice NACE *TWO DIGIT* pari a 64, 65 o 66 (attività legate all'intermediazione finanziaria, le banche e le assicurazioni); sono state incluse tutte le società che hanno pubblicato il Rendiconto Finanziario nel periodo oggetto di analisi; come parametri dimensionali, si è fatto riferimento alla Raccomandazione 2003/61/CE, includendo le imprese con — nell'esercizio 2019 — almeno 50 dipendenti, almeno € 10.000.000 come totale fatturato e almeno € 10.000.000 come totale attivo di bilancio ⁽¹⁾.

Utilizzando i criteri sopra menzionati, il campione selezionato era pari a 9040 imprese, delle quali sono stati considerati i bilanci — redatti tutti secondo i principi contabili nazionali — per le annualità 2017, 2018 e 2019.

Per analizzare il *cash flow management*, si è fatto riferimento al modello di DeFond e Park (2001) degli *abnormal working capital accruals* per identificare una *proxy* della manipolazione eseguita nella redazione del bilancio di esercizio sul flusso di cassa derivante dalla gestione operativa e contenuto nel Rendiconto Finanziario.

Gli *abnormal working capital accruals* per un determinato esercizio sociale (anno T) sono determinati sulla base della seguente formula:

$$AWCA_T = WC_T - WC_{T-1} - S_T + S_{T-1}$$

dove WC_T è il capitale circolante netto dell'esercizio T; WC_{T-1} è il capitale circolante netto dell'esercizio T-1; S_T sono i ricavi derivanti dalle vendite di beni e prestazioni di servizi dell'esercizio T; S_{T-1} sono i ricavi derivanti dalle vendite di beni e prestazioni di servizi dell'esercizio T-1.

Il valore del capitale circolante netto WC è determinato applicando la seguente formula:

$$WC_T = (\text{attivo circolante}_T + \text{ratei e ricorsi atti}_T - \text{attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni}_T - \text{totale disponibilità liquide}_T) - (\text{totale debiti a breve}_T + \text{ratei e riscontri passivi}_T - \text{obbligazioni entro l'esercizio}_T - \text{obbligazioni convertibili entro l'esercizio}_T - \text{debiti verso soci per finanziamenti entro l'esercizio}_T - \text{debiti verso banche entro l'esercizio}_T)$$

⁽¹⁾ Al fine di ridurre il campione di imprese analizzato, sono state escluse le piccole imprese come definite dall'art. 2 della Raccomandazione 2003/61/CE.

– debiti verso altri finanziatori entro l'esercizio_T

La scelta di tale misura è motivata dalla necessità di individuare un parametro esterno per “validare” quanto indicato nel Rendiconto Finanziario come “variazione delle poste di capitale circolante netto”, considerate le numerose criticità, già menzionate nell'introduzione, che possono riguardare tale voce. La scelta del modello di DeFond e Park consente, quindi, di individuare una prima misura della variazione delle poste di capitale circolante netto “attesa”, da confrontare con la variazione “effettiva”. Considerato che questa scelta non è priva di limiti, verranno individuate quali imprese potenzialmente coinvolte in pratiche di *cash flow management* solo quelle che presentano una differenza tra il valore effettivo della “variazione delle poste di capitale circolante netto” e quello derivante dall'applicazione del modello di DeFond e Park superiore alla differenza media del settore a cui appartengono per l'anno di riferimento.

Nello specifico, per predisporre il set di dati necessario all'analisi, *in primis* è stato calcolato il valore del capitale circolante netto per gli anni T e T-1 sulla base della formula proposta nel modello di DeFond e Park (2001) ed, *in secundis*, è stato calcolato il valore degli *abnormal working capital accruals* per l'esercizio T. Successivamente, è stata calcolata la variazione del capitale circolante netto determinabile in base all'applicazione del modello di DeFond e Park (2001), come differenza tra il valore degli *abnormal working capital accruals* e il valore del capitale circolante netto per l'anno T-1. È stato cambiato, in seguito, il segno al valore della “variazione di capitale circolante netto” contenuto nel Rendiconto Finanziario, al fine di non essere influenzati dall'effettivo contributo che la variazione di circolante dà alla formazione del flusso di cassa dell'attività operativa (come è previsto dal principio contabile OIC 10). Da ultimo, sono stati calcolati la differenza tra il valore della variazione di capitale circolante netto contenuta nel Rendiconto Finanziario (a segno invertito) e quello della variazione del capitale circolante netto derivante dall'applicazione del modello di DeFond e Park (2001) — in seguito questa differenza sarà chiamata “delta” — ed il rapporto percentualizzato tra “delta” e il totale dell'attivo risultante dallo Stato Patrimoniale dell'esercizio T-1.

Questo procedimento è stato eseguito per ciascuno degli esercizi sociali considerati.

Una volta compiuti questi passaggi, è stato calcolato il valore medio dell'ultima variazione per ogni settore di attività delle imprese (determinato sulla base del codice NACE *ONE DIGIT*) e per ciascun anno analizzato. In questo modo, si è potuto calcolare lo scostamento tra i valori determinati per ogni singolo soggetto del campione e il valore medio per settore e anno.

Qualora lo scarto tra il delta effettivo e quello atteso fosse maggiore della variazione media per settore e anno, allora si è ritenuto di essere in presenza di un possibile spostamento di variazione del capitale circolante netto da una sezione del Rendiconto Finanziario ad un'altra, al fine di incrementare il *cash*

flow operativo dell'impresa per come rappresentato nel bilancio. Questa situazione, perciò, prende il nome di *cash flow management*.

Va precisato, comunque, che, qualora una società presentasse un valore come non disponibile per la mancata specificazione dei dati necessari al suo calcolo, i risultati inerenti a quell'osservazione sono stati esclusi dal campione (sono state eliminate 1.188 osservazioni per questa ragione).

3.2. Statistiche descrittive.

Con riferimento alle variabili incluse nell'analisi, sono state utilizzate le seguenti denominazioni: CashFlowMan indica l'effettiva pratica di *cash flow management* compiuta da un'impresa (variabile *dummy* pari a 1 se il comportamento è presente e a 0 se è assente); IncrDebFin indica l'incremento del debito finanziario di un'impresa avvenuto tra un esercizio e il precedente rapportato al totale dell'attivo dell'anno precedente (H1); CapRacc indica l'incremento di capitale a titolo di mezzi propri avvenuto tra un esercizio e il precedente rapportato al totale dell'attivo dell'anno precedente (H2); PerdPrec indica la perdita eventualmente conseguita da un'impresa nel corso dell'esercizio precedente a quello di osservazione rapportata al totale dell'attivo dell'anno precedente (H3); FCFI indica il valore del flusso di cassa degli investimenti presente nel Rendiconto Finanziario (preso a segno invertito) rapportato al totale dell'attivo dell'anno precedente (H4); Revisore indica la variabile *dummy* corrispondente a 1 se il bilancio di esercizio è sottoposto a un meccanismo di *auditing* e 0 se non è affidato al controllo di alcuna revisione legale dei conti (H5).

Le variabili continue sono state sottoposte al processo di winsorizzazione al 5% dei loro valori; in altre parole, al fine di aumentare l'omogeneità del campione considerato, sono stati considerati soltanto i valori compresi tra il quinto e il novantacinquesimo percentile per quelle variabili.

Coerentemente con la letteratura esistente, sono state incluse alcune variabili di controllo, denominate nel modo seguente: Attivo si riferisce al logaritmo del totale delle attività di un'impresa in un determinato esercizio; CCC indica il valore del *cash conversion cycle* di un'impresa, come determinato dallo studio di Lee (2012) ⁽²⁾; DE rappresenta il rapporto tra *financial debt* ed *equity* di un'impresa; ROA indica il coefficiente del *Return On Assets* (ossia il rapporto tra il risultato di esercizio e il totale attivo); NACE1 indica l'interazione che la pratica di *cash flow management* assume con i diversi settori di attività di appartenenza delle imprese considerate, determinati in base al codice NACE *ONE DIGIT* di ciascuna impresa; Anno indica un *set* di

⁽²⁾ Tale grandezza rappresenta il lasso di tempo che, per un'impresa, intercorre tra l'acquisizione della materia prima necessaria per l'attività di produzione e l'incasso del pagamento da parte del cliente in seguito alla vendita del prodotto finito ed è una misura del suo equilibrio finanziario dinamico.

variabili *dummy* incluse per identificare l'esercizio di riferimento dell'osservazione (2018, 2019, 2020).

Nella tavola seguente, vengono riportate le principali statistiche descrittive relative alle variabili utilizzate.

TABELLA 1 - Statistiche descrittive

	Media	DevStd	1° Quartile	Mediana	3° Quartile
CashFlowMan	0,505	0,500	0,000	1,000	1,000
IncrDebFin	0,027	0,049	0,000	0,000	0,035
CapRacc	0,001	0,006	0,000	0,000	0,000
PerdPrec	-0,002	0,006	0,000	0,000	0,000
FCFI	0,018	0,079	-0,017	0,013	0,051
Revisore	0,448	0,497	0,000	0,000	1,000
Attivo	10,265	0,857	9,651	10,121	10,709
CCC	488,612	483,153	237,521	352,525	560,987
DE	0,895	1,128	0,042	0,437	1,274
ROA	0,043	0,047	0,009	0,032	0,071

4. Analisi dei dati e risultati ottenuti.

Una volta predisposto il *database* nella sua interezza, è stata effettuata l'analisi statistica per determinare se vi fosse una relazione statisticamente significativa tra la propensione a manipolare il flusso di cassa della gestione operativa (variabile dipendente) e le determinanti presentate sopra (variabili indipendenti).

Per eseguire questo lavoro, è stato impostato un modello di regressione logistico ad effetti fissi condizionati. Tale modello consente di tener conto sia degli eventuali problemi di multicollinearità delle variabili incluse nel modello, sia della possibile eteroschedasticità dovuta alla serie storica.

Da questo studio, è risultato il seguente modello di regressione ⁽³⁾:

CashFlowMan

$$\begin{aligned}
 &= \beta_0 + \beta_1 \text{IncrDebFin}_{i,t} + \beta_2 \text{CapRacc}_{i,t} + \beta_3 \text{PerdPrec}_{i,t} \\
 &+ \beta_4 \text{FCFI}_{i,t} + \beta_5 \text{Revisore}_{i,t} + \beta_6 \text{Attivo}_{i,t} + \beta_7 \text{BCC}_{i,t} + \beta_8 \text{DE}_{i,t} \\
 &+ \beta_9 \text{ROA}_{i,t} + \beta_{10} \text{NACE}_i + \beta_{11} \text{Anno}_{i,t} + u_{i,t}
 \end{aligned}$$

⁽³⁾ Quale analisi aggiuntiva sono stati costruiti cinque modelli di regressione al fine di considerare separatamente l'impatto delle variabili di interesse per ciascuna delle ipotesi testate. In tutti i modelli sono state incluse le variabili di controllo presenti nel modello generale. Considerato che i risultati sono strettamente coerenti con quelli presentati nel modello generale essi non sono stati tabulati per esigenze di sinteticità.

Emerge subito, analizzando il risultato del modello di regressione, come vi sia una relazione significativa con l'incremento dell'indebitamento finanziario; ciò assevera l'ipotesi H1, secondo la quale un'impresa che incrementa, tra un esercizio sociale e il successivo, il proprio debito finanziario è più propensa rispetto ad altre a compiere pratiche di manipolazione del proprio flusso di cassa della gestione operativa.

Parimenti, è presente una relazione molto rilevante tra il *cash flow management* compiuto dal redattore di un bilancio di esercizio e il valore del capitale raccolto a titolo di mezzi propri da una società tra due annualità consecutive. Anche questo aspetto conferma l'ipotesi H2, secondo la quale un'impresa è maggiormente propensa a manipolare il proprio *cash flow* operativo se ha raccolto capitale a titolo di mezzi propri.

Inoltre, si verifica una relazione non significativa tra gli atti di alterazione del flusso di cassa operativo di un'impresa e l'aver conseguito una perdita nel corso dell'esercizio precedente all'analisi: questa rilevazione non consente di accettare l'ipotesi H3.

Di rilievo, poi, è il risultato concernente la variabile FCFI (H4). Essa, infatti, presenta una relazione significativa con la manipolazione del flusso di cassa derivante dalla gestione operativa di un'impresa, pur smentendo l'aspettativa iniziale, ossia che un'impresa con un *overconfident management* (con gli investimenti in capitale fisso che esso predispone come *proxy* di tale fiducia) sia maggiormente propensa a porre in essere atti di *cash flow management*.

Inoltre, non significativo (con *p value* pari a 0,578) è il legame esistente tra la manipolazione del flusso di cassa della gestione operativa di un'impresa e la presenza di un organismo deputato alla revisione legale dei conti — sia esso un *auditor* o una società di revisione (H5).

Interessanti, poi, sono anche le relazioni che la variabile dipendente sviluppa con le variabili di controllo Attivo, ROA e CCC.

La prima illustra come la qualità dell'informativa espressa dal Rendiconto Finanziario di un'impresa sia influenzata negativamente e in maniera significativa dalla dimensione aziendale.

La seconda suggerisce che, al crescere della redditività aziendale, è presumibile che crescano anche le pratiche di manipolazione del *cash flow* operativo di un'impresa. Questo può essere spiegato, in parte, dal legame strutturale esistente tra un aumento del reddito operativo (catturato dalla variabile ROA) e un incremento "anomalo" del flusso di cassa operativo. In questo caso, la "manipolazione", catturata dalla variabile dipendente del modello, sarebbe involontaria.

La terza si spiega con il fatto che al crescere dei giorni impiegati per concludere il ciclo di conversione degli incassi e dei pagamenti in denaro si rinviene un incremento delle pratiche di manipolazione del flusso di cassa operativo di un'impresa, in parziale contrasto con quanto emerso dalle evidenze della letteratura scientifica (Jeon 2021).

Non si rinviene, invece, in conclusione, una relazione significativa tra la

manipolazione del *cash flow* operativo e il rapporto tra debito ed *equity* di un'impresa.

TABELLA 2 - Risultato del modello di regressione logistico ad effetti fissi condizionati con riferimento ai dati degli esercizi sociali 2017, 2018 e 2019

Cash_Flow- _Man	Coef.	St.Err.	p-value	[95\% Conf	Interval]	Sig
Incr- _DebFin	10,061	0,408	0,000	9,262	10,861	***
CapRacc	11,191	3,284	0,001	4,755	17,627	***
PerdPrec	3,855	3,614	0,286	-3,229	10,939	
FCFI	-1,333	0,271	0,000	-1,864	-0,802	***
Revisore	0,034	0,062	0,578	-0,087	0,155	
Attivo	-1,259	0,135	0,000	-1,524	-0,995	***
CCC	0,001	0,000	0,035	0,000	0,000	**
DE	0,035	0,021	0,104	-0,007	0,077	
ROA	5,558	0,716	0,000	4,154	6,961	***
Controllo per settore		SI				
Controllo per anni		SI				
Pseudo R-quadro		0,065				
Numero di osservazioni		18.136				

A completamento dell'analisi effettuata, è stato eseguito il calcolo dei coefficienti del variance inflation factor (VIF), al fine di verificare ulteriormente eventuali problematiche connesse alla multicollinearità delle diverse variabili indipendenti.

I risultati, presentati nella tavola seguente, ribadiscono come il modello proposto non faccia sorgere problematiche in tal senso.

TABELLA 3 - Risultato del calcolo *del variance inflation factor* (VIF)

Variable	VIF
Incr_DebFin	1.09
CapRacc	1.12
PerdPrec	1.18
FCFI	1.05
Revisore	1.05
Attivo	1.06

Variable	VIF
CCC	1.02
DE	1.21
ROA	1.25
Mean VIF	1.12

5. Analisi aggiuntiva: l'anno 2020.

Alla luce dei risultati emersi, l'analisi è stata ampliata con l'intento di includere anche i dati relativi all'esercizio sociale 2020.

In particolare, sono stati considerati i medesimi criteri di selezione del campione di imprese coinvolto — includendo, nelle chiavi di ricerca, anche l'anno 2020 — al fine di comprendere se l'ampliamento dello spettro temporale considerato potesse generare risultati differenti. Obiettivo ancillare all'inclusione del 2020, inoltre, era quello di valutare l'impatto avuto sulle variabili analizzate dalla pandemia di Covid-19, che ha impattato pesantemente sulle imprese italiane in conseguenza delle scelte governative volte a limitare la circolazione del virus *Sars-Cov-2* e che hanno comportato di fatto, nei mesi intercorsi tra marzo e maggio 2020, un vero e proprio *lockdown* generalizzato.

Come si evince dall'analisi dei risultati riportati nella tavola seguente, i risultati non subiscono una variazione rilevante — all'infuori delle variabili inerenti alla perdita conseguita nell'esercizio precedente a quello considerato e al rapporto tra debito ed *equity* di un'impresa — rispetto a quanto emerso nell'analisi precedentemente condotta.

TABELLA 4 - Risultato del modello di regressione logistico ad effetti fissi condizionato con riferimento ai dati degli esercizi sociali 2017, 2018, 2019 e 2020

Cash_Flow- _Man	Coef.	St.Err.	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
Incr- _DebFin	8,929	0,301	0,000	8,339	9,519	***
CapRacc	10,581	2,379	0,000	5,919	15,243	***
PerdPrec	5,991	2,706	0,027	0,687	11,295	**
FCFI	-2,485	0,223	0,000	-2,922	-2,048	***
Revisore	0,040	0,048	0,405	-0,054	0,133	
Attivo	-0,944	0,086	0,000	-1,112	-0,777	***
CCC	0,001	0,000	0,006	0,000	0,000	***
DE	0,054	0,018	0,003	0,018	0,089	***
ROA	24,031	20,506	20,000	23,038	25,023	***

Cash Flow- _Man	Coef.	St.Err.	p-value	[95\% Conf Interval]	Sig
Controllo per settore		SI			
Controllo per anni		SI			
Pseudo R-quadro		0,056			
Numero di osservazioni		29.133			

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Con riferimento alle differenze che si riscontrano rispetto a quanto emerso precedentemente, è da segnalare, *in primis*, come la variabile *PerdPrec* sia legata, in questo caso, da una relazione significativa con la variabile dipendente.

Questo risultato pare, all'apparenza, difficile da spiegare, dal momento che sembra smentire tanto le evidenze empiriche quanto le risultanze emerse dalla letteratura accademica, secondo la quale è prevista una relazione dove al crescere delle perdite conseguite nel corso dell'esercizio precedente all'analisi si verifica un incremento del *cash flow management*. Sembra desumibile, perciò, che nell'esercizio successivo al conseguimento di una perdita di esercizio il *management* aziendale sia restio a compiere pratiche di "manipolazione" del flusso di cassa derivante dall'attività operativa ed improntato, conseguentemente, ad una gestione prudente del *cash flow* in analisi, e che tale relazione aumenti di significatività al crescere della *magnitudo* della perdita di esercizio in questione. Ulteriori sviluppi di questo studio potranno senz'altro essere rilevanti nella comprensione di questa relazione, che caratterizza il contesto italiano in maniera differente rispetto a quanto sembra accadere nel panorama internazionale, tenendo in opportuna considerazione anche le dimensioni aziendali ed eventuali forme di controllo esercitabili sui *manager* diverse da quelle attuabili dall'organo deputato alla revisione legale dei conti.

In secondo luogo, diversamente da quanto emerso dall'analisi precedentemente implementata, emerge una relazione significativa tra la variabile dipendente e il rapporto tra debito ed *equity* di un'impresa. Ciò suggerisce che — ampliando lo spettro temporale considerato — può assumere rilevanza nell'indagine in questione il livello di patrimonializzazione di un'impresa, alla cui riduzione corrisponde un incremento delle pratiche di *cash flow management*.

6. Conclusioni.

Questo lavoro di ricerca ha analizzato la relazione esistente tra la qualità

dell'informativa contenuta nel Rendiconto Finanziario e alcune variabili legate all'attività aziendale, considerando un campione di 9.040 imprese italiane, durante le annualità comprese tra il 2017 e il 2019.

In particolare, sono state eseguite delle analisi sugli incentivi che un redattore del bilancio di esercizio può avere nel compiere pratiche di *cash flow management*.

Esso è un comportamento che consiste nella “manipolazione” del flusso di cassa di un'impresa rappresentato nel Rendiconto Finanziario, non soltanto tramite l'utilizzo di specifiche operazioni o azioni *ad hoc* per incrementarlo, ma anche tramite le possibilità che sono concesse — in virtù della discrezionalità lasciata a chi redige il progetto del bilancio di esercizio — direttamente dai principi contabili stessi (si veda il caso della modalità di contabilizzazione del pagamento per interessi passivi all'interno del Rendiconto Finanziario in base ai principi IAS/IFRS).

Il *cash flow management* è stato misurato tramite l'ausilio del modello di DeFond e Park (2001). Gli *abnormal working capital accruals* del modello proposto dai due autori sono stati presi come *proxy* per calcolare la variazione del capitale circolante netto attesa nel Rendiconto Finanziario e confrontarla con quella effettiva.

Qualora lo scarto tra il delta effettivo e quello atteso fosse maggiore della variazione media per settore e anno, allora si è ritenuto di essere in presenza di un possibile spostamento di variazione del capitale circolante netto da una sezione del Rendiconto Finanziario ad un'altra, al fine di incrementare il *cash flow* operativo dell'impresa per come rappresentato nel bilancio.

Nello studio eseguito, le determinanti maggiormente significative sono risultate essere l'incremento dell'indebitamento finanziario avvenuto tra due esercizi sociali consecutivi, aver eseguito, da parte del *management*, investimenti in capitale fisso ed aver raccolto capitale, a titolo di mezzi propri, tra due annualità consecutive. Le altre variabili prese in esame hanno — al contrario — dimostrato di non avere una relazione significativa con il *cash flow management* messo in atto dal redattore del bilancio di esercizio.

In sintesi, i risultati delle analisi svolte in parte confermano le evidenze della letteratura internazionale (H1 e H2) e in parte sembrano suggerire un impatto opposto rispetto alle aspettative (H4). Inoltre, per due variabili tradizionalmente individuate come determinanti del *cash flow management* (H3 e H5) non confermano la presenza di un impatto.

Tali evidenze preliminari confermano la necessità di una riflessione circa le determinanti delle pratiche di *cash flow management* per le imprese non quotate, non potendo assumere che le stesse siano le stesse presentate dalla letteratura internazionale.

A ulteriore sostegno della validità dei risultati proposti, è stato testato l'effetto derivante dall'allungamento del periodo di analisi, con l'inclusione del 2020 tra le annualità prese in esame. Questa indagine aggiuntiva porta a risultati analoghi a quelli emersi considerando soltanto gli esercizi sociali 2017,

2018 e 2019. La principale eccezione è relativa alla variabile inerente all'aver conseguito una perdita nel corso dell'esercizio precedente a quello di analisi, la quale manifesta una relazione significativa rispetto a quanto evidenziato nella prima analisi implementata. Questa circostanza, caratteristica del contesto italiano, appare di non immediata spiegazione rispetto alle evidenze empiriche e a quanto emerso dalla letteratura precedente, e necessita ulteriori approfondimenti in merito, da sviluppare certamente in studi futuri.

Considerate le numerose limitazioni del lavoro svolto, i risultati devono essere interpretati quale prima evidenza empirica in merito alla manipolazione del Rendiconto Finanziario nel contesto italiano. Infatti, lo studio è stato condotto su un periodo di tempo piuttosto limitato (soltanto quattro esercizi sociali) e ha riguardato solamente bilanci che fanno ricorso ai principi contabili nazionali italiani. Inoltre, la semplificazione derivante dall'utilizzo del modello di DeFond e Park al fine di determinare la variabile *proxy* delle pratiche di *cash flow management* potrebbe essere superata facendo ricorso a modelli più sofisticati.

Inoltre, va anche precisato che — seppure come analisi aggiuntiva — tra le annualità considerate sia stato incluso il 2020, anno caratterizzato dal diffondersi della pandemia di *Sars-Cov-2*, la quale, come precisato, ha comportato (perlomeno nelle sue fasi iniziali) la sospensione delle attività di numerosissime imprese in seguito ai provvedimenti volti a contenere il contagio assunti dal Governo italiano, configurando di fatto — tra i mesi di marzo e maggio — un vero e proprio *lockdown* generalizzato. I dati del 2020, perciò, risentono pesantemente dell'impatto di queste scelte governative, a differenza di quanto accade per gli altri esercizi considerati.

Il superamento di questi limiti, perciò, può essere visto come il punto di partenza per ulteriori studi futuri sulla medesima tematica, che considerino anche altre variabili incidenti sulla manipolazione dei dati esposti nel Rendiconto Finanziario da parte del redattore del bilancio di esercizio e che provino ad investigare le ragioni connesse alle particolarità emerse nel contesto italiano rispetto alla letteratura internazionale.

In conclusione, questo lavoro ambisce ad inserirsi nel filone della letteratura di *financial accounting* che pone attenzione sulle pratiche di *cash flow management*. In virtù della crescita di casi in cui si rinviene questo comportamento, è da auspicare che le imprese italiane operino un mutamento di paradigma, dedicando maggiori attenzioni e risorse alla stesura del proprio Rendiconto Finanziario; un monitoraggio scrupoloso dei flussi di cassa aziendali costituisce, infatti, un elemento basilare per la configurazione di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati alla natura e alle dimensioni di un'impresa, ai sensi di quanto previsto dal dettame dell'art. 2086, comma 2, del Codice civile.

Bibliografia

- ALFONSO E., CHRISTIE A., HOLLIE D., YU S., *Determinants and economic consequences of cash flow restatements*, Journal of Accounting and Public Policy 37/2018, pag. 82 e ss.
- BAIK B., CHO H., CHOI W., LEE K., *Who classifies interest payments as financing activities? An analysis of classification shifting in the statement of cash flows at the adoption of IFRS*, Journal of Accounting Public Policy 35/2016, pag. 331 e ss.
- CHARITOU A., KARAMANOU I., KOPITA A., *The determinants and valuation effects of classification choice on the statement of cash flows*, Accounting and Business Research 48/2017, pag. 613 e ss.
- DEFOND M., PARK C. W., *The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises*, The Accounting Review 76/2001, pag. 375 e ss.
- DELL'ATTI A., *Il Rendiconto Finanziario Nell'ambito Dell'informazione Societaria*, Rivista dei Dottori Commercialisti 1/2017, pag. 23 e ss.
- GORDON E. A., HENRY E., JORGENSEN B. N., LINTHICUM C. L., *Flexibility in cash-flow classification under IFRS: determinants and consequences*, Review of Accounting Studies 22/2017, pag. 839 e ss.
- JEON K., *CEO overconfidence and cash flow management*, Academy of Accounting and Financial Studies Journal 23/2019, pag. 1 e ss.
- JEON K., *Do brand named auditors mitigate cash flow management post-sox?*, in Academy of Accounting and Financial Studies Journal, vol. 25/2021, pag. 1 e ss.
- LEE F. L., *Incentives to Inflate Reported Cash from Operations Using Classification and Timing*, The Accounting Review 87/2012, pag. 1 e ss.
- MACIEL F., SALOTTI B., IMONIANA J., *Incentives for accounting choices in Cash Flows Statements*, R. Cont. Fin. - USP 31/2019, pag. 244 e ss.
- NAGAR N., RAITHATHA M., *Does good corporate governance constrain cash flow manipulation? Evidence from India*, Managerial Finance 42/2016, pag. 1034 e ss.
- RUSSO P., *Il rendiconto finanziario* in Russo P., Cantù. E., Pettinicchio A.K., Daniele M. Il Bilancio di Esercizio, Mc Graw Hill, Milano, 2022 pag. 143 e ss.
- TEODORI C., BARTOLINI S., *Il rendiconto finanziario tra aspetti teorici ed elementi empirici: alcune considerazioni sulla post-implementation analysis*, Rivista dei Dottori Commercialisti 4/2018, pag. 647 e ss.
- YANG D., KIM H., *Managerial overconfidence and manipulation of operating cash flow: Evidence from Korea*, Finance Research Letters 32/2020, pagg. 1 e ss.

PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

CRIPTO-VALUTE. US GAAP, IFRS E OIC: POSSIBILI SOLUZIONI CONTABILI PER I DETENTORI

di CLAUDIO COLOMBETTI e MARCO GHITTI

1. Premessa.

Le cripto-valute (*crypto-currency*) sono valute digitali scambiate tramite un sistema pubblico, decentralizzato e criptato, chiamato *blockchain*, il quale funge da “libro giornale” di tutte le operazioni di scambio effettuate. La peculiarità delle cripto-valute consiste nella totale assenza di una banca centrale, o di un qualsiasi ente indipendente, che ne regoli la diffusione e ne assicuri la stabilità finanziaria. Infatti, la validità delle operazioni dipende dai singoli utilizzatori della *blockchain*, i quali, per utilizzare le cripto-valute, devono “decifrare” le transazioni e registrare l’operazione nel sistema di *blockchain* (c.d. processo di *mining*).

La prima cripto-valuta, denominata *Bitcoin*, è stata inventata nel 2008 come alternativa alle valute classiche e con il fine di superare il sistema bancario tradizionale ⁽¹⁾.

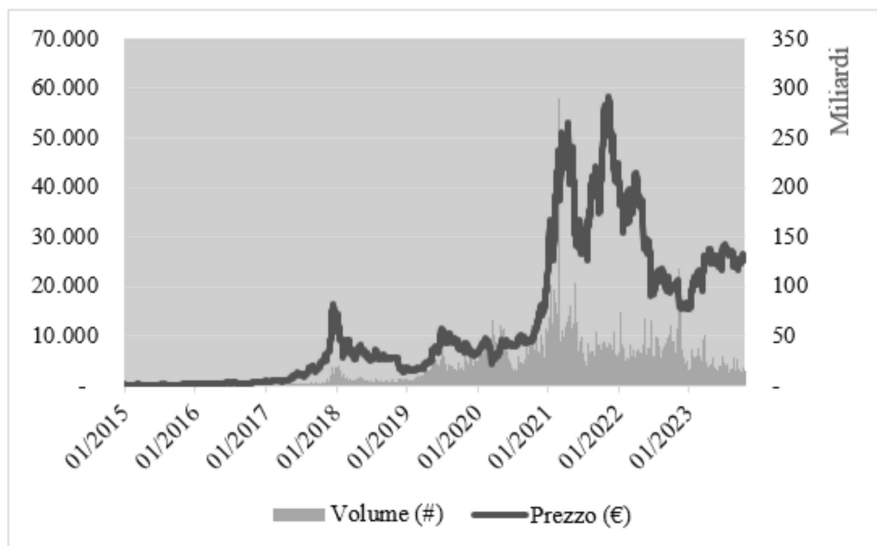
Dal 2008 ad oggi, i *Bitcoin*, e la miriade di altre cripto-valute nel frattempo nate, hanno guadagnato di popolarità e sono diventate a tutti gli effetti una nuova *asset class* utilizzata sia dagli investitori (privati e istituzionali), sia da alcune aziende come mezzo di pagamento e investimento di disponibilità liquide ⁽²⁾.

La crescente popolarità si è tradotta in un poderoso aumento del prezzo delle cripto-valute. Prendendo ad esempio l’andamento del prezzo del *Bitcoin* è possibile constatare che il prezzo medio annuale della cripto-valuta nel 2014 è pari a €290 mentre nel periodo Gennaio-Ottobre 2023 registra un prezzo medio di €24.358. La forte crescita dei prezzi è accompagnata da una elevata

⁽¹⁾ Satoshi Nakamoto, “*Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*”, 2008.

⁽²⁾ Ad esempio, nel 2021 Tesla Inc. ha investito \$1,5 miliardi in *Bitcoin* e ha dichiarato di accettare la valuta digitale come mezzo di pagamento dei propri prodotti. Tesla Inc., Form 10-K, 2021.

volatilità, nel periodo 2014-Ottobre 2023 il valore minimo del *Bitcoin* è pari a €151 mentre il valore massimo è pari a €58.305, la deviazione standard (σ) è pari a €13.917. Il seguente grafico illustra, per il periodo 2014-Ottobre 2023, l'andamento del prezzo del *Bitcoin* (asse sinistro) e i volumi di scambio (asse destro) ⁽³⁾.



Nonostante la significatività del fenomeno e la necessità di trasparenza informativa a riguardo l'*International Accounting Standard Board* (IASB) e l'*Organismo Italiano di Contabilità* (OIC) non hanno implementato, al momento, un principio contabile specifico per le cripto-valute ⁽⁴⁾. Nel contesto descritto, tuttavia, è sempre più frequente e probabile incontrare imprese e investitori che detengono, tra le loro attività, delle cripto-valute. Solo di recente, il *Financial Accounting Standard Board* (FASB) ha integrato il principio contabile relativo alle immobilizzazioni immateriali (ASC 350) con nuove regole di contabilizzazione dei cripto-asset. Il presente contributo mira, pertanto, a fornire una panoramica delle possibili e diverse soluzioni contabili che le imprese sottoscrittrici / detentrici di cripto-valute potrebbero applicare per rilevare queste ultime nel proprio bilancio. Nel prosieguo del presente articolo si analizza la possibile contabilizzazione delle cripto-valute sulla base dei principi contabili US GAAP (pre-implementazione del principio contabile ASC 350), IFRS e OIC in essere, evidenziando le principali peculiarità.

⁽³⁾ Fonte: Factset.

⁽⁴⁾ Casò, M. (2021). *La rilevazione contabile dei crypto-assets: un metodo di analisi per la rappresentazione contabile in base ai principi OIC ed IAS/IFRS*. *Rivista Strumenti Finanziari e Fiscalità*, 54.

2. US GAAP.

2.1. Classificazione.

Nella quasi totalità dei casi, gli US GAAP classificano le cripto-valute come attività immateriali (ASC 350). Tale classificazione è dovuta in quanto le cripto-valute non rispettano la definizione di disponibilità liquide ed equivalenti (ASC 305), di strumenti finanziari (ASC 825) o di rimanenze (ASC 330).

Le cripto-valute non soddisfano la definizione di disponibilità liquide (o titoli equivalenti) dato che (i) non sono emesse e/o regolate da una banca centrale, e (ii) non sono liquidabili a date prestabilite per un ammontare certo di denaro.

Gli *asset* in questione non sono tantomeno strumenti finanziari o attività finanziarie, in quanto (i) non garantiscono al possessore la partecipazione in un'altra entità e (ii) non garantiscono un diritto contrattuale a ricevere denaro o altri strumenti finanziari.

Inoltre, le cripto-valute sono attività intangibili e quindi non possono essere classificate come rimanenze di magazzino. Unica eccezione a tale principio riguarda i *broker* e gli operatori finanziari i quali, per la natura della loro attività caratteristica, possono considerare le cripto-valute come rimanenze di magazzino (ASC 940), laddove detenute con finalità di *trading* ⁽⁵⁾.

2.2. Misurazione iniziale e valutazioni successive.

Considerando la classificazione ad attività immateriale, la misurazione iniziale delle cripto-valute avviene al costo sostenuto dall'entità comprensivo dei costi di transazione.

Tipicamente le cripto-valute presentano vita utile indefinita, ciò in quanto il loro libero scambio non è soggetto a restrizioni legali, regolamentari, economiche o competitive. Quindi, per la misurazione successiva l'entità deve effettuare l'*impairment test*, annuale o a seguito di *trigger event*, per verificare la tenuta del valore contabile delle cripto-valute iscritte a bilancio. L'*impairment test* consiste nel confronto tra il valore recuperabile dell'*asset*, pari al maggiore tra *fair value* e valore d'uso, con il suo valore netto contabile. Nel caso in cui il valore recuperabile sia inferiore al valore netto contabile l'entità deve svalutare il valore iscritto a bilancio. Gli US GAAP proibiscono le riprese di valore dell'*asset* nel caso in cui, in periodi successivi, il valore recuperabile torni ad eccedere il valore contabile.

Al fine di meglio comprendere la contabilizzazione delle cripto-valute si consideri il seguente esempio. Nel corso del 2022 la società Alfa ha acquistato 14 *Bitcoin* in tre diverse transazioni, la seguente tabella riporta date, unità, prezzi e il valore di iscrizione.

⁽⁵⁾ Il presente articolo, per sintesi, non tratta la casistica delle cripto-valute detenute per finalità di *trading*.

TABELLA 1 - Acquisizioni di *Bitcoin*

Data di acquisizione	Unità	Prezzo/unità	Valore di iscrizione
10.01.2022	7	€ 15.000	€ 105.000
20.04.2022	5	€ 20.000	€ 100.000
15.06.2022	2	€ 26.000	€ 52.000
Totale	14	€ 18.357	€ 257.000

Nel mese di agosto del 2022 il prezzo di mercato del *Bitcoin* cala significativamente, la società effettua il *test d'impairment* e determina che il *fair value* del *Bitcoin* (pari al prezzo di quotazione corrente) è pari a € 23.000. La società Alfa procede quindi a svalutare per € 6.000 gli ultimi due *Bitcoin* acquistati il 15 giugno 2022 per € 26.000, portando il valore di carico complessivo ad € 251.000⁽⁶⁾. A dicembre 2022 il prezzo del *Bitcoin* cresce nuovamente attestandosi a € 28.000, nonostante ciò i principi contabili US GAAP proibiscono alla società Alfa di adeguare il valore di carico, che rimane quindi pari ad € 251.000. Di seguito le relative scritture contabili.

TABELLA 2 - Scritture contabili

15.06.2022 - Misurazione iniziale	Dare	Avere
<i>Bitcoin</i>	€ 257.000	
Disponibilità liquide		€ 257.000
31.08.2022 - Svalutazione	Dare	Avere
Svalutazione (<i>impairment write-down</i>)	€ 6.000	
<i>Bitcoin</i>		€ 6.000

In sostanza, applicando i principi contabili US GAAP relativi alle attività immateriali, le società sono obbligate a riportare le perdite di valore potenzialmente fino al totale azzeramento del valore di carico senza poter adeguare il valore delle attività in caso di ripresa del valore di recupero. Per queste ragioni, nel dicembre 2023, il FASB ha integrato il principio contabile relativo alle immobilizzazioni immateriali disponendo la contabilizzazione delle cripto-valute (e di tutti i cripto-asset) a *fair value to profit and loss*, permettendo quindi che le variazioni di *fair value* delle cripto-valute siano riflesse a conto economico. Questa recente modifica del principio contabile, relativamente ad attività tipicamente caratterizzate da elevati gradi di volatilità come i *Bitcoin*, permette di garantire un'informativa di bilancio maggiormente significativa rispetto alle possibilità di valutazione e misurazione precedenti.

⁽⁶⁾ La svalutazione è ottenuta tramite il seguente calcolo [(€ 26.000 – € 23.000) * 2] = € 6.000.

3. IFRS.

3.1. Classificazione.

Anche secondo le disposizioni dei principi contabili internazionali le cripto-valute possono essere classificate come attività immateriali (IAS 38) o come rimanenze (IAS 2) nell'ambito dello svolgimento dell'attività di *trading*, caratteristica degli operatori finanziari.

Nella maggioranza dei casi le cripto-valute rientrano nella definizione delle attività immateriali, ciò in quanto: (i) sono risorse controllate dall'entità a seguito di eventi passati e da cui si aspetta benefici economici futuri, (ii) sono trasferibili a terzi e (iii) sono intangibili.

3.2. Misurazione iniziale e valutazioni successive.

Le attività immateriali sono iscritte al costo di acquisto al netto dei costi di transazione. Il principio prevede due modelli di valutazione successiva: (i) modello del costo e (ii) modello di rivalutazione.

Il modello del costo distingue tra le attività intangibili a vita utile definita e indefinita. Le prime devono essere ammortizzate relativamente al periodo identificato di erogazione dei benefici economici, mentre la tenuta del valore contabile delle seconde deve essere sottoposto a *impairment test* annuale o a seguito di *trigger event* (IAS 36). Nel caso in cui l'*impairment test* attesti che il valore recuperabile sia inferiore al valore di carico, l'entità deve svalutare l'attività iscritta a bilancio. A differenza degli US GAAP, il principio contabile IAS 36 permette la rivalutazione del valore di carico dell'attività immateriale svalutata, a seguito della ripresa del valore recuperabile, in misura non superiore al valore contabile che sarebbe stato determinato se non si fosse rilevata alcuna svalutazione negli anni precedenti⁽⁷⁾.

Si riprende il precedente esempio al fine di meglio illustrare tale fattispecie. Nel corso del 2022, la società Alfa effettua acquisti di *Bitcoin* come riportato nella tabella 1. Ad agosto 2022 il prezzo del *Bitcoin* cala significativamente, la società effettua l'*impairment test* e determina che il *fair value* del *Bitcoin* (prezzo di quotazione corrente) è pari a € 23.000. A dicembre 2022, il prezzo del *Bitcoin* cresce nuovamente attestandosi a € 28.000. Di seguito le scritture contabili.

⁽⁷⁾ Nel caso specifico, è verosimile ritenere che il valore recuperabile sia stimato sulla base del *fair value* piuttosto che del valore d'uso delle cripto-valute, se negoziate in un mercato liquido.

TABELLA 3 - Scritture contabili

15.06.2022 - Misurazione iniziale	Dare	Avere
<i>Bitcoin</i>	€ 257.000	
Disponibilità liquide	€ 257.000	
31.08.2022 - Svalutazione	Dare	Avere
Svalutazione (<i>impairment write-down</i>)	€ 6.000	
<i>Bitcoin</i>		€ 6.000
31.12.2022 - Ripresa di valore	Dare	Avere
<i>Bitcoin</i>	€ 6.000	
Ripresa di valore (<i>Gain on impairment reversal</i>)		€ 6.000

Successivamente alla ripresa di valore del *Bitcoin*, la società Alfa riesce ad adeguare — almeno parzialmente — il valore di carico al *fair value* di dicembre 2022.

Nonostante i principi contabili internazionali permettano la ripresa di valore delle attività immateriali, l'informativa di bilancio comunque non riflette il *fair value* dell'investimento effettuato dalla società. Nell'esempio riportato, società Alfa non riporta € 4.000 di maggior valore risultante dall'incremento dei prezzi del *Bitcoin* ⁽⁸⁾.

Il modello di rivalutazione può essere utilizzato solo se è possibile determinare il *fair value* dell'attività immateriale in un mercato attivo (IFRS 13), inteso come un mercato che presenta transazioni frequenti e volumi di scambio significativi in grado di fornire costantemente informazioni di prezzo dell'attività considerata. Con il metodo di rivalutazione gli *asset* sono misurati inizialmente al *fair value* al netto dei costi di transazione, successivamente, le svalutazioni sono contabilizzate a conto economico mentre le rivalutazioni a riserva OCI (*Other Comprehensive Income*) per la parte eccedente eventuali svalutazioni pregresse. Di seguito si riporta un esempio.

Il 15.01.2022 società Alfa acquista 1 *Bitcoin* con *fair value* desumibile dal mercato di € 30.000, il 15.06.2022 il *fair value* del *Bitcoin* scende a € 28.000. Successivamente, in data 15.11.2022 il *fair value* del *Bitcoin* si attesta a € 32.000. Le scritture contabili saranno le seguenti.

TABELLA 4 - Scritture contabili

15.01.2022 - Misurazione iniziale	Dare	Avere
<i>Bitcoin (fair value)</i> €	30.000	
Disponibilità liquide	€ 30.000	
15.06.2022 - Svalutazione	Dare	Avere

⁽⁸⁾ Infatti, la ripresa di valore effettiva è pari a € 10.000 [(28.000-23.000)*2], superiore di € 4.000 alla ripresa di valore contabile pari a €6.000.

15.01.2022 - Misurazione iniziale	Dare	Avere
Svalutazione (<i>impairment write-down</i>)€	2.000	
<i>Bitcoin</i>	€	2.000
15.11.2022 - Rivalutazione	Dare	Avere
<i>Bitcoin</i> €	4.000	
Ripresa di valore (Gain on impairment reversal)	€	2.000
Riserva OCI (<i>Other Comprehensive Income</i>)	€	2.000

Il modello di rivalutazione permette di esporre nella situazione patrimoniale il valore corrente delle cripto-valute detenute da un'entità, tuttavia in caso di rivalutazione il conto economico accoglie solamente la parte di rivalutazione a copertura della precedente svalutazione. Il *surplus* rispetto al valore di iscrizione è iscritto nella riserva OCI, la quale, al momento del realizzo dell'attività immateriale, deve essere stornata in contropartita alla riserva di utili senza quindi transitare a conto economico.

4. OIC.

Secondo i principi contabili nazionali le cripto-valute soddisfano la definizione di bene immateriale definito dal principio OIC 24 — immobilizzazioni immateriali. Infatti, le cripto-valute sono: (i) beni individualmente identificabili, in quanto separati dalla società e derivanti da diritti legali, (ii) privi di consistenza fisica e sono, di norma, (iii) rappresentati da diritti giuridicamente tutelati. Anche nel caso degli OIC, se le cripto-valute sono detenute con finalità di *trading*, esse saranno contabilizzate come rimanente (OIC 13 — Rimanenze).

Seguendo tale definizione, la rilevazione iniziale delle cripto-valute avviene al costo di acquisto comprensivo degli oneri accessori. Per quanto riguarda la misurazione successiva all'iscrizione, l'OIC 24 non esplicita un limite temporale di ammortamento, pur evidenziando in ogni caso che “*non è consentito l'allungamento del periodo di ammortamento oltre il limite legale o contrattuale*”. Nel caso delle cripto-valute non è definito un limite legale, per cui occorre valutare il bene immateriale sulla base delle disposizioni offerte dal principio OIC 9 — Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali. La rilevazione di perdite durevoli di valore è effettuata tramite l'esercizio dell'*impairment test* con le medesime disposizioni riferite al modello del costo di beni a vita utile indefinita delineate dai principi contabili internazionali.

Quindi, l'*impairment test* deve essere effettuato annualmente o a seguito di *trigger event* ed è permesso il ripristino del valore di carico nei limiti del valore che l'attività avrebbe avuto ove la rettifica non fosse mai stata effettuata.

5. Opinioni degli *Standard Setter* e conclusioni.

Le peculiarità delle cripto-valute, e i relativi dubbi mossi da professionisti e aziende riguardo la loro contabilizzazione, hanno spinto i diversi *standard setter* ad esprimersi in merito alla necessità (o meno) di implementare un principio contabile *ad hoc* per le cripto-valute.

Il 1 febbraio 2023, il FASB ha pubblicato un *exposure draft* ⁽⁹⁾ relativo a un nuovo principio contabile specifico per le cripto-valute. Tale documento è il risultato di un processo iniziato l'11 maggio 2022, data in cui il FASB ha istituito una commissione tecnica focalizzata sullo studio di fattibilità di un nuovo principio contabile riferito ai cripto-*asset*. Il principio si applica alle attività immateriali fungibili che circolano o sono state create tramite *blockchain*. La misurazione di tali attività è a *fair value to profit & loss*, per cui le variazioni di valore dei cripto-*asset* sono contabilizzate a conto economico. Il 17 aprile 2023 si è concluso il *comment period* e, in data 14 settembre 2023, il *board* del FASB ha deliberato confermando la contabilizzazione proposta nell'*exposure draft* ⁽¹⁰⁾. Il 13 dicembre 2023 il FASB ha integrato l'*accounting standard* relativo alle immobilizzazioni immateriali (ASC 350) con le disposizioni per le cripto-valute (e in generale per i cripto *asset*).

L'*Accounting Standards Board of Japan* (ASBJ) ha sviluppato e implementato, a partire già dal 2018, un principio contabile specifico alle cripto-valute. Il principio contabile prevede una categoria di stato patrimoniale specifica (c.d. "*virtual currencies*") in cui devono essere classificate le cripto-valute. La misurazione iniziale prevede due possibilità: (i) se esiste un mercato attivo, la valuta digitale deve essere iscritta al valore di mercato, (ii) nel caso contrario, l'iscrizione avviene al costo d'acquisto al netto dei costi di transazione e contestualmente l'entità deve verificare la tenuta di tale valore rispetto al valore di liquidazione ("*disposal value*"). Nello scenario in cui il *disposal value* ecceda il costo d'acquisto, il primo deve essere utilizzato come valore di iscrizione e la differenza rispetto al secondo deve essere imputata a conto economico senza possibilità di ripresa di valore. Nei periodi successivi, per le cripto-valute iscritte al valore di mercato è prevista la contabilizzazione a *fair value to profit and loss*, mentre per quelle rilevate al costo è contabilizzata a conto economico l'eventuale plusvalenza/minusvalenza realizzata al momento del disinvestimento ⁽¹¹⁾.

Di diverso tenore le conclusioni esplicitate dall'*IFRS Interpretation Committee*, il quale nell'*Agenda Decision* datata giugno 2019 ha chiarito che le cripto-valute rispettano la definizione di *asset* intangibile secondo quanto stabilito dal principio IAS 38 in quanto: (i) sono separabili dall'entità che li possiede, sono vendibili o trasferibili individualmente e (ii) non garantiscono

⁽⁹⁾ FASB Board, "*Tentative board decision*", 1 Febbraio 2023.

⁽¹⁰⁾ FASB Board, "*Board deliberation*", 14 Settembre 2023.

⁽¹¹⁾ ASBJ, "*About the practical solution on the accounting for the virtual currencies under the payment services act*", 15 Marzo 2018.

un diritto a ricevere una quantità fissa e determinabile di liquidità. Nel documento si chiarisce anche che le cripto-valute non possono essere considerate come disponibilità liquide in quanto esse non rappresentano il mezzo di scambio con il quale tutte le transazioni sono misurate e rilevate a bilancio. Inoltre, le cripto-valute non possono essere considerate come strumenti finanziari in quanto non danno origine a un'attività finanziaria per l'entità che la detiene e a una passività finanziaria o a uno strumento rappresentativo di capitale per un'altra.

Alla luce di tali considerazioni, il *Committee* stabilisce che se le cripto-valute sono possedute nell'ambito dello svolgimento dell'attività caratteristica si deve applicare il principio IAS 2 (Rimanenze), in caso contrario l'entità deve applicare il principio IAS 38 (Attività intangibili) ⁽¹²⁾.

Non tutti gli *standard setter* nazionali membri dello IASB aderiscono a queste conclusioni. Uno tra questi è l'*Australian Standard Accounting Board* (ASAF), il quale, già a far tempo dal 2016, ritiene necessaria la creazione di un principio contabile specifico per le cripto-valute in quanto la contabilizzazione secondo i principi IAS 38 e IAS 2 non forniscono un'adeguata informativa ai destinatari del bilancio per gli stessi motivi illustrati in precedenza ⁽¹³⁾.

Sul tema si è espresso anche l'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), il quale nel 2018 ha istituito un gruppo di ricerca al fine di delineare i problemi applicativi della contabilizzazione dei cripto-asset. Ad aprile 2022, il gruppo di ricerca ha pubblicato un *discussion paper*, inclusivo delle osservazioni di alcuni *stakeholders*, riportante alcune raccomandazioni rivolte allo IASB ⁽¹⁴⁾. Nel breve periodo il gruppo di ricerca propone di modificare il principio IAS 38 per permettere la misurazione dei cripto-asset a *fair value to profit and loss*, mentre la redazione di un principio contabile specifico è consigliata nel medio/lungo periodo a seconda di come evolverà la tecnologia e della sua adozione da parte degli utilizzatori.

La contabilizzazione delle valute digitali è sicuramente un tema rispetto al quale i diversi *standard setter* stanno svolgendo attività di ricerca su impulso degli utilizzatori e dei redattori del bilancio. Dall'analisi delle diverse opinioni sul tema emerge la generale propensione verso la valutazione delle cripto-valute a *fair value to profit and loss*, maggiormente in grado di rappresentare la dimensione economico-patrimoniale degli investimenti in cripto-valute.

Tuttavia, al momento, non esiste una disciplina contabile specifica e dedicata alla contabilizzazione delle cripto-valute detenute dalle imprese. In tale situazione, il presente articolo propone delle modalità di contabilizza-

⁽¹²⁾ IFRS, "Holdings of Cryptocurrencies", Giugno 2019.

⁽¹³⁾ AASB, "Digital currency - A case for standard setting activity", Dicembre 2016. Il paper dell'AASB riporta ulteriori critiche relative alla contabilizzazione delle cripto-valute, per approfondimenti si rimanda al documento citato.

⁽¹⁴⁾ EFRAG, "EFRAG Discussion Paper on Accounting for Crypto-Assets (Liabilities)", Aprile 2022.

zione alla luce dei principi contabili statunitensi (US GAAP), internazionali (IFRS) e nazionali (OIC). In tutti i casi, l'approccio prevalente dovrebbe essere quello di contabilizzare gli investimenti in cripto-valute tra le immobilizzazioni immateriali. È peraltro auspicabile una chiara presa di posizione degli *standard setter* in merito a un tema che per magnitudine e diffusione non pare possa rimanere non regolamentato.

PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

LA VALUTAZIONE DELLE NANOIMPRESSE

di FRANCESCA BERNINI, MARCO GIULIANI e FABIO LA ROSA

1. Introduzione.

Nonostante la diffusione della c.d. “nanoimpresa” nel tessuto economico-sociale italiano, la normativa nazionale non ne esplicita una chiara definizione. Analogamente, la dottrina economico-aziendale non suggerisce una modalità di identificazione della nanoimpresa o non individua un criterio capace di differenziare tale fenomeno dalle PMI e dalle microimprese. Il concetto di nanoimpresa è esplicitato invece da una serie di novelle normative che riguardano prevalentemente la revisione legale. Pertanto tale tipologia di azienda è definita solo in via indiretta, a partire dalle determinanti quantitative e qualitative definite dalle norme e dai principi dedicati alla revisione legale. In particolare, l’espressione “nanoimpresa” è stata introdotta nel documento curato dal gruppo di lavoro del CNDCEC (2020) relativo alle riflessioni e alla disamina degli strumenti operativi riguardanti le novelle legislative introdotte in tema di revisione legale, che includono anche imprese che hanno limiti dimensionali più stringenti e che, proprio in questo documento, sono state delineate come nanoimprese. Infatti, la legge 55/2019 di conversione con modificazioni del D.L. 18 aprile 32/2019, ha introdotto una nuova modifica dei limiti dimensionali definiti dall’art. 2477 c.c., ai fini della sussistenza dell’obbligo di revisione legale. L’inclusione da parte del nuovo dettato normativo di società di dimensioni minori, nel perimetro dell’obbligo di revisione ha, di fatto, introdotto la denominazione di “nanoimpresa”.

Dal punto di vista *quantitativo*, sono nanoimprese quelle entità che per due esercizi consecutivi hanno superato almeno una delle seguenti soglie:

- 1) totale dell’attivo dello stato patrimoniale: 4 milioni di euro;
- 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 4 milioni di euro;
- 3) dipendenti occupati in media durante l’esercizio: 20 unità;

ma che, al contempo, non superano i limiti previsti per l’obbligo di redazione del bilancio in forma ordinaria.

L’art. 2435-*bis* c.c. prevede l’obbligo di redigere il bilancio in forma

ordinaria quando la società per due esercizi consecutivi supera due dei seguenti limiti (art. 2435-*bis* c.c.):

- 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro;
- 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro;
- 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità.

Ecco quindi che la nanoimpresa si colloca al di sopra delle soglie quantitative fissate dall'art. 2477 c.c. ma al di sotto di quelle indicate dall'art. 2435-*bis* c.c. Conseguentemente, le nanoimprese tendono a redigere il bilancio di esercizio nella forma abbreviata o delle micro-imprese.

Da punto di vista *qualitativo*, per quanto non pienamente coincidenti, le realtà delle microimprese e delle nanoimprese possono trovare tratti di analogia sotto il profilo delle loro caratteristiche strutturali, dinamiche e di relazione con l'ambiente esterno.

Di seguito si propone una tassonomia di sintesi utile a interpretare le considerazioni che verranno fatte nei capitoli a seguire in materia di valutazione d'azienda (tabella 1).

TABELLA 1 - Tassonomia di sintesi

Caratteri quantitativi	Fatturato, totale attivo e addetti in misura superiore alle soglie quantitative fissate dall'art. 2477 c.c. ma inferiori a quelle indicate dall'art. 2435-bis c.c.
Modello di governo	Assetti proprietari concentrati; numero limitato di soggetti dedicati alla direzione aziendale; tendenziale coincidenza tra amministratore esecutivo e socio di controllo.
Assetto organizzativo	Ridotto numero di dipendenti; scarso utilizzo della delega; sistema di controllo interno informale o non strutturato.
Profilo strategico	Scarsa propensione alla crescita; spiccata valorizzazione degli obiettivi non economici; vantaggio competitivo basato su economie di costo e sulla replica di operazioni pre-esistenti.
Profilo operativo	Limitata capacità di gestione e sviluppo di aree di business chiave; operazioni semplici e limitate con ridotta variabilità e innovazione.
Sistema informativo	Semplificato, parzialmente esternalizzato e con una limitata attività di documentazione dell'esistenza e del funzionamento aziendale.

Il presente articolo riprende e sintetizza i contenuti della prima sezione di un volume che prosegue la serie di studi monografici sulla valutazione d'azienda curati da SIDREA (Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale) ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Il riferimento è a F. BERNINI, M. GIULIANI, F. LA ROSA (a cura di) (2023), *La valutazione delle nanoimprese, degli studi professionali e dei consorzi*. Il volume pubblicato appartiene alla collana SIDREA "Studi di Valutazione d'Azienda", coordinata da G. Liberatore, edizioni Giuffrè Francis Lefebvre, Milano. Si ringraziano gli Autori che hanno curato i capitoli contenuti nella Parte I "La valutazione delle nanoimprese" del predetto volume: F. Bernini, G. Bronzetti, S. Cincimino, F. Facchini, M. Giuliani, G. Guazzaroni, F. La Rosa, A. Mechelli, S. Paternostro, S. Vitali.

Nel presente contributo saranno richiamati i *driver* del valore e l'impatto valutativo (paragrafo 2), la base informativa per la valutazione degli studi professionali (paragrafo 3), i modelli valutativi (paragrafo 4) e la valutazione di alcune categorie di nanoimprese (paragrafo 5).

2. I *driver* del valore e l'impatto valutativo.

Nei diversi contesti valutativi, le fonti da cui promana il valore aziendale — o *value driver* — rispecchiano le logiche valutative seguite e stanno alla base della definizione dei parametri da impiegare nella stima (Bernini, 2011). Nel caso specifico delle nanoimprese, la generazione del valore può essere originata da fonti ulteriori e specifiche, quali:

- dipendenza dall'imprenditore proprietario. Nel caso delle nanoimprese, vi è un ruolo centrale della figura della proprietà imprenditoriale che incorpora le funzioni sia manageriali, sia operative (Gherhes et al., 2016; Lussier e Sonfield, 2015). Pertanto, il controllo personale dell'imprenditore sull'attività aziendale è talmente forte da favorire una identificazione/sovrapposizione tra imprenditore e impresa e, talora, una relazione di dipendenza tra i percorsi di creazione di valore dell'azienda e le ambizioni, i valori, le capacità manageriali e operative dell'imprenditore/proprietario (Gherhes et al., 2021). A ciò consegue che i valori etici e la cultura aziendali siano assimilati a quelli dell'imprenditore, che ne influenzano anche le decisioni strategiche, tattiche e operative (Dawson et al., 2002; Kelliher e Reinl, 2009), e che spesso tali realtà siano focalizzate su obiettivi di natura extra-economica (Lieberman-Yaconi et al., 2010; Hasle et al., 2012; Gherhes et al., 2021; De Mitri et al., 2013). Tali circostanze fanno sì che uno dei *driver* principali sia la figura imprenditoriale;

- dipendenza dai rapporti con gli *stakeholder* (Freeman, 1984), che spesso sono basate su relazioni personali. Questo, se da un lato, genera un effetto positivo legato alla solidità delle relazioni di fiducia, dall'altro, aumenta il rischio dovuto alle fragilità e all'unicità di queste tipologie di rapporti;

- rilevanza dell'ambiente socio-economico di riferimento. Per le nanoimprese è particolarmente rilevante il rapporto con la comunità di riferimento, soprattutto laddove esse operano su un mercato locale. La ricognizione dei potenziali *driver* del valore di una nanoimpresa, deve necessariamente soffermarsi sulle caratteristiche del contesto di riferimento e delle relazioni intraprese dalla nanoimpresa con tale contesto;

- assetto strategico-organizzativo (dimensione, ridotta formalizzazione e di centralizzazione dei processi decisionali, struttura organizzativa);

- generali condizioni economico-finanziarie (De Mitri et al., 2013; Pace, 2013; Bonaccorsi di Patti e Finaldi Russo, 2017). In questa prospettiva, si pone la necessità tenere in considerazione una caratteristica che la lettera-

tura attribuisce alle nanoimprese: un più consistente divario tra redditività operativa e redditività netta dovuta agli effetti dell'elevato indebitamento (De Mitri et al., 2013). L'indebitamento si rivela particolarmente oneroso in quanto è prevalentemente di breve termine a causa della carenza di adeguate garanzie patrimoniali. A ciò, si aggiunge l'effetto derivante dalla mancanza di una adeguata *disclosure* (Pace, 2013; Daskalakis et al., 2013). Al rischio finanziario che si associa al fenomeno delle nanoimprese, si aggiunge quello operativo, che emerge dall'elevata variabilità dei risultati conseguiti da questa categoria di aziende.

3. La base informativa.

La base informativa disponibile per la valutazione risente pesantemente dei processi semplificatori che le norme civilistiche e tributarie consentono alle nanoimprese, con riferimento agli aspetti legati alla contabilità e al bilancio.

Riguardo alle norme civilistiche, si tratta, in particolare, della scarsa portata informativa del bilancio che, nel caso delle nanoimprese (se società) viene redatto in forma abbreviata o semplificata (cd. bilancio delle microimprese). Tale limite diventa ancora più effettivo nel caso in cui il soggetto valutatore sia esterno all'azienda.

Guardando alle norme fiscali, con particolare riferimento al regime fiscale forfettario, si osserva come i regimi fiscali agevolati che si legano alle semplificazioni esistenti sul piano contabile possano ulteriormente contribuire all'inadeguatezza della base informativa di flussi informativi economici e finanziari.

Al di là dell'effettiva semplificazione sul piano contabile e fiscale, l'approccio riduttivo descritto inibisce inoltre lo sviluppo di sistemi informativi più avanzati e adeguati a generare una base informativa idonea per l'analisi fondamentale strumentale alla valutazione d'azienda e attendibile (Organismo Italiano di Valutazione, 2015, par. 1.5.4).

Nonostante ciò, la normativa in tema di crisi di impresa e di insolvenza e in tema di "adeguati assetti" organizzativi, amministrativi e contabili, chiama anche le nanoimprese a divulgare flussi informativi adeguati a verificare nel breve termine la possibilità che si manifestino eventi in grado di inficiare la capacità reddituale e la solvibilità dell'azienda ai fini del mantenimento del *going concern*. Diversamente da quanto osservato in precedenza, la normativa richiamata funge da stimolo per la predisposizione di un "sistema informativo integrale" (Bruni, 1988, p. 15).

4. I modelli valutativi.

Il presente paragrafo intende offrire una panoramica sui principali ap-

procci valutativi, guardando alla loro applicabilità in relazione alle peculiarità del fenomeno qui analizzato.

Approcci basati su grandezze flusso

Gli approcci valutativi basati sui flussi, a cui si fa cenno in questa sede, sono ravvisabili nel modello reddituale e in quello finanziario, che stimano il valore economico del capitale attualizzando, rispettivamente, i flussi di reddito e di cassa prospettici, mediante l'uso di un tasso di sconto capace di dare rappresentazione delle condizioni di rischio operativo e finanziario specifiche. Tali approcci hanno la potenzialità di fondare il valore economico sulle capacità delle aziende di generare flussi. Ciò appare particolarmente utile, dal momento che nel caso delle nanoimprese l'aspetto patrimoniale presenta una dimensione molto contenuta e, per questo, non sempre può essere ritenuto idoneo per la corretta valutazione del capitale economico. Nel caso delle nanoimprese, infatti, l'attività aziendale è non di rado connessa alle capacità del soggetto economico, piuttosto che agli elementi patrimoniali.

Tra i limiti presentati dai metodi in questione, si ravvisano problematiche connesse alla previsione dei flussi da attualizzare e alla stima del tasso di attualizzazione.

Con riferimento alle prime, si rileva che generalmente le nanoimprese non sono dotate di un sistema informativo capace di fornire le previsioni dei flussi attesi. Inoltre, nel caso di valutazioni effettuate in occasione dei trasferimenti di proprietà, tipicamente riconducibili al capitale economico, il cambiamento in seno alla figura imprenditoriale rende ancora più complesso il processo di formulazione delle *assumption* e di previsione dei flussi. Infatti, come detto, la figura del proprietario/imprenditore e la nanoimpresa si dimostrano legate da relazioni di dipendenza.

Guardando alla stima dei tassi di attualizzazione, occorre considerare che questi ultimi sono sovente determinati mediante l'applicazione del CAPM (Brealey et al., 2020; Ross, et al., 2020). Dal momento che tale metodologia risulta maggiormente adattabile alle valutazioni che hanno ad oggetto realtà di dimensioni certamente maggiori, non di rado occorre procedere con una correzione del tasso mediante l'applicazione di un "premio per ridotte dimensioni" (Benninga e Sarig 1997; Bartley J. Madden 1999; West e Jones 1999; Goeldner II 2000; Kania 2000; Reilly e Schweih 2000; Vance 2001). Tuttavia, la determinazione del premio suddetto è in molti casi eccessivamente soggettiva.

Approcci patrimoniali

Gli approcci patrimoniali pervengono al valore economico mediante una riespressione a valori correnti di sostituzione degli elementi dell'attivo e a valori correnti di estinzione di quelli del passivo. Dalla differenza tra l'attivo e il passivo sottoposti a rivalutazione, si ottiene il capitale netto rettificato, che indica il valore economico dell'azienda.

Dal momento che i metodi patrimoniali semplici escludono dalla valutazione i beni immateriali non contabilizzati (Guatri e Bini, 2009), essi presentano limiti in ordine alla loro applicabilità in contesti valutativi differenziati. I metodi patrimoniali complessi invece considerano anche la redditività dell'azienda, per il tramite della valorizzazione degli *invisible asset*. Tale approccio, specialmente nel caso delle nanoimprese, sconta le criticità dovute all'inclusione, seppure indiretta, della componente reddituale, nonché quelle riferite alla difficoltà nell'individuazione delle risorse invisibili e della loro valutazione. Pertanto, i metodi patrimoniali complessi dimostrano la loro utilità prevalentemente nei casi in cui è possibile definire con razionalità il valore degli *invisible asset*.

Approcci misti

Tra i metodi misti proposti dalla dottrina, si richiama la tipologia che stima il capitale economico mediante una somma algebrica tra il patrimonio netto rettificato e il valore dell'avviamento. L'avviamento è ottenuto attualizzando i redditi differenziali attesi mediante l'impiego di idonei tassi. L'approccio indicato, specialmente nel caso delle nanoimprese, presenta il vantaggio di includere la componente patrimoniale e quella reddituale al contempo. Questo aspetto rappresenta un vantaggio per le stime in analisi in quanto permette di compensare le problematiche riferite all'incertezza legata alla previsione dei flussi di risultato e la limitata capacità rappresentativa del patrimonio della nanoimpresa quale driver del valore. Tra i limiti del metodo misto, si ravvisano le incertezze che si generano nella stima del reddito differenziale finalizzato alla determinazione dell'avviamento.

Approcci di mercato

Il metodo dei multipli stima il valore dell'azienda mediante l'impiego di moltiplicatori ottenuti come rapporto tra determinati valori — il prezzo di borsa del titolo, in caso di multipli di mercato, o il prezzo ottenuto in transazioni specifiche, in caso di multipli basati sulle transazioni comparabili — e una data grandezza contabile di un campione di aziende comparabili. Il suddetto rapporto viene moltiplicato per la corrispondente grandezza contabile della specifica azienda di riferimento per ottenere una approssimazione del valore economico della stessa (Guatri e Bini, 2002).

Tra i vantaggi legati all'impiego dei multipli, si ravvisano la rapidità del processo di valutazione e la possibilità di pervenire a valore approssimativo della nanoimpresa in casi di difficoltà incontrate nella stima basata su metodologie diverse. Tra i limiti, si individua l'inopportuna possibile approssimazione del valore con la grandezza prezzo che, invece, si dimostra riferita a un concetto diverso e il rischio di trascurare le specificità delle singole realtà aziendali. Inoltre, con particolare riferimento alle nanoimprese, l'utilizzo dei prezzi di Borsa, pur considerando gli opportuni correttivi suggeriti dalla

dottrina, appare meno indicato rispetto ad altri casi, in quanto per le aziende qui analizzate si presentano fattispecie talora notevolmente distinte da quelle i cui prezzi sono osservabili in Borsa. Infine, il ricorso alle metodologie riferite alle transazioni comparabili può originare processi eccessivamente complessi (Corbella et al. (a cura di), 2020) con riferimento alla realtà delle nanoimprese e può scontare il forte limite consistente nella difficoltà di reperire i dati inerenti alle transazioni comparabili.

In conclusione, si sottolinea che la razionalità degli *income approach*, derivante alla capacità di mettere in rilievo l'azienda come sistema funzionante istituito e retto per la creazione di valore, è ancora più spiccato per le nanoimprese. In tali fattispecie, infatti, l'azienda è costituita e gestita per generare flussi di risultati che rappresentano la principale fonte di sostentamento per i proprietari. L'importanza dell'approccio basato sui flussi risalta ancora di più se messo in confronto con il metodo patrimoniale che di per sé non si dimostra efficace per cogliere la dimensione del valore di queste aziende.

Come detto, la valutazione delle nanoimprese sconta il forte limite dovuto alla mancanza di una idonea base informativa, che si accentua nel caso in cui chi valuta l'azienda assume una posizione esterna. Ecco che il ruolo della dimensione patrimoniale del valore assume un rilievo proprio alla luce di tale limite. In caso di sussistenza di un patrimonio che abbia almeno una consistenza minima, può essere opportuno impiegare approcci valutativi che includano appunto tale dimensione patrimoniale quali ad esempio quelli misti.

Oltre a ciò, si rilevano i forti limiti legati all'impiego dell'approccio fondato sui multipli per le nanoimprese. Tali approcci, infatti, sono impiegabili soltanto a casi specifici in cui si ravvisa, ad esempio, l'inadeguatezza della base informativa ai fini della formulazione delle *assumption* per il futuro o, ancora, l'inconsistenza della componente patrimoniale e la disponibilità di valori riconosciuti dal mercato come validi moltiplicatori. Tuttavia, i metodi basati sui multipli, in genere, non sono dotati di un rationale economico e, per questo, possono essere impiegati al massimo per definire un intorno di prezzo ragionevole ma non un valore economico del capitale.

5. La valutazione delle nanoimprese.

Si accenna, in questa sezione, ad alcune fattispecie peculiari legate alla valutazione di nanoimprese. La scelta dei metodi di valutazione da utilizzare per la stima del capitale economico, in riferimento alle diverse fattispecie, dipende dal modello di *business* e dalla base di informazioni disponibili.

Le farmacie

A causa della scarsa dotazione patrimoniale, i metodi patrimoniali non sono capaci di dare rappresentazione della capacità di creare valore e quelli misti applicabili in via residuale, rispetto a quelli basati sui flussi di risultati.

L'avviamento delle farmacie annovera tra i componenti principali l'autorizzazione amministrativa conseguita, da cui deriva l'esclusiva territoriale per una determinata zona di competenza. Tra gli altri fattori fondanti dell'avviamento delle farmacie, si ravvisa: la localizzazione, la pianta organica e il contesto competitivo, la fidelizzazione della clientela, l'ampiezza dell'offerta di medicinali e servizi e la dimensioni degli spazi espositivi.

Vi è da considerare, inoltre, la mancanza di dati contabili e la difficoltà di formulare *assumption* circa gli andamenti futuri, che comunque impatta anche su processi valutativi fondati su approcci alternativi. Infatti, gran parte delle farmacie, attualmente, è costituita nella forma di ditta individuale o di società di persone (S.n.c. o S.a.s.) e, per questo, non è obbligata alla redazione dei bilanci d'esercizio. Non di rado, quindi, i documenti contabili alla base della valutazione sono rappresentati dalle situazioni contabili di esercizio, che si possono ottenere dai libri prescritti dalla normativa civilistica per gli imprenditori commerciali (libro giornale, libro inventari, registro dei beni ammortizzabili) e dalle dichiarazioni dei redditi. Pertanto, anche gli approcci fondati sui flussi di risultato non saranno facilmente applicabili, salvo il caso in cui l'amministrazione della farmacia disponga di adeguati piani pluriennali.

Le imprese contoterziste artigiane

La valutazione delle imprese artigiane sconta gli effetti della scarsità delle informazioni contabili e finanziarie, spesso non disponibili, dell'assenza di sistemi di controllo e della limitata propensione dell'artigiano a divulgare le informazioni relative all'attività svolta (Branciarri et al., 2003).

Gli approcci valutativi ritenuti più idonei per la determinazione del capitale economico delle imprese contoterziste artigiane sono quello patrimoniale complesso di secondo grado e quello misto con la stima autonoma dell'avviamento. Da ciò, emerge la necessità di definire le diverse dimensioni del valore. La dimensione patrimoniale, rispetto alla normale applicazione del metodo, sconta le seguenti peculiarità:

— necessità di applicare alcune semplificazioni al processo di determinazione del valore corrente di sostituzione di immobilizzazioni tecniche, partecipazioni, rimanenze di magazzino e crediti. Le immobilizzazioni sono valutabili al valore di mercato, le partecipazioni generalmente non sono presenti, per le rimanenze di magazzino non vengono generalmente inseriti nella stima il valore di presunto realizzo o il costo di ricostruzione, mentre per i crediti, non viene utilizzato il criterio del costo ammortizzato, in quanto si tratta generalmente di crediti commerciali di breve termine (Branciarri et al., 2003);

— espressione del valore dei beni immateriali non contabilizzati e non trasferibili singolarmente, in caso di applicazione dei metodi patrimoniali complessi. Tra le risorse di questa tipologia, spiccano il *know-how* aziendale e la localizzazione dell'attività artigiana. *L'invisible asset* più rilevante nelle imprese artigiane è generalmente l'insieme delle conoscenze e competenze del-

l'artigiano-imprenditore (Branciarì et al., 2003). Tra i metodi per la stima del *know-how*, che come noto non è esente da difficoltà, è suggerito quello definito come *Market-Income-Cost* (Giuliani e Marasca, 2018), al quale si rinvia.

La dimensione del valore riferita all'avviamento prevede l'identificazione dei fattori critici del successo delle realtà in analisi. Ancora una volta, occorre richiamare il *know-how* aziendale e la localizzazione dell'impresa. È noto, infatti, che nell'ambito dei metodi misti quando il valutatore opta per la considerazione una componente patrimoniale "semplice", il valore dei beni immateriali non contabilizzati è interamente incluso nell'avviamento; diversamente se si compie la stima di una componente patrimoniale "complessa", il valore dell'avviamento è più contenuto, perché il valore delle risorse immateriali non contabilizzate sarà incluso nella componente patrimoniale (Corbella et al. (a cura di), 2020). La valutazione dovrà considerare la trasferibilità di tali fattori critici del successo aziendale. A tale scopo, il reddito medio prospettico viene ridotto applicando un coefficiente di rettifica legato alla trasferibilità delle risorse invisibili legate alla figura imprenditoriale (c.d. *key-person discount*), per quantificare l'impatto della perdita di tale figura sulla capacità di produrre redditi prospettici (Branciarì et al., 2003; Guatri e Bini, 2021).

I negozi

La valutazione dei negozi è effettuata prevalentemente in caso di fallimento, cessione o affitti d'azienda.

Nel caso dei negozi, la valutazione sconta l'ulteriore particolarità di essere rivolta a realtà fortemente eterogenee. Si tratta, infatti, di fattispecie che variano dal negozio storico all'attività che opera con l'*e-commerce*. Inoltre, anche nell'ambito di fattispecie meno dissimili, si osservano differenze in termini di dimensione, tipologia di beni venduti, clientela, modalità di vendita e modernità della formula (Castaldo, 2021).

Anche in questo caso, i fattori critici di successo sono rappresentati dai beni immateriali, tra cui spiccano la licenza, le autorizzazioni amministrative e governative e l'insegna che assumono un valore in relazione al tipo di clientela, all'ubicazione dell'attività che impatta fortemente e direttamente sul valore e dipende dalla tipologia di attività (Visconti Moro et al., 2011), all'immagine del negozio, alla politica dei prezzi adottata e alla qualità della merce negoziata (Balducci, 2008). A ciò, si aggiunge anche la stima autonoma dell'insegna distintiva del negozio, quando genera una particolare forza attrattiva (Zanda et al., 2013), che si configura come un *asset* intangibile legato al *marketing* (IVS 210), capace di distinguere una realtà da un'altra.

Tra i vari approcci alla valutazione, sono suggeriti quelli di tipo patrimoniale complesso, misto con stima autonoma dell'avviamento, da impiegare prevalentemente in caso di presenza di redditi non normali (Balducci, 2006) ed empirico. La scelta dei primi due metodi sopra menzionati consente di incorporare i driver del valore legati agli *invisible asset* che nel caso dei negozi assumono un ruolo primario.

Nell'ambito della stima della componente patrimoniale, si indica quanto segue:

— la valutazione degli elementi patrimoniali può avvenire direttamente, sulla base degli orientamenti di mercato o indirettamente, mediante l'impiego di criteri valutativi scientifici e/o empirici (Balducci, 2006; Brusaterra, 2012);

— tra i beni materiali, è importante considerare gli arredi, le attrezzature e la merce del negozio. Mentre per arredi e attrezzature si prevede una incidenza minore, nel caso dei negozi rispetto a quello di bar o locali, per il calcolo del valore della merce occorre applicare il criterio valutativo del costo ai prodotti che possono essere venduti (Visconti Moro et al., 2011);

— per la valutazione della licenza commerciale, si può ricorrere ai metodi empirici basati sul fatturato dell'azienda (Paolucci, 2011). La prassi prevede l'applicazione di una percentuale che varia dal 10% al 130%, in relazione, tra le altre cose, al settore merceologico, alla localizzazione dei punti vendita e alla clientela (Paolucci, 2011). Balducci (2008) suggerisce, ad esempio, l'impiego di percentuali oscillanti tra il 30-35% per i negozi di articoli sportivi e per i negozi di calzature, tra il 15-25% per i punti vendita alimentari e così via;

— riguardo al valore dell'insegna, occorre specificare che anche se nella prassi esso viene incluso in quello della licenza, è più opportuno che esso sia determinato in via autonoma, in relazione alle *royalties* che i terzi sono disposti a pagare per ottenere la licenza dell'insegna (Zanda et al., 2013).

Il ricorso ai metodi misti è opportuno quando l'attività commerciale presenta redditi superiori o inferiori rispetto a quelli ritenuti normali facendo riferimento ai *competitor* diretti (Brusaterra, 2012). Si tratta, rispettivamente di sovra-redditi o di sotto-redditi (Balducci, 2006; Grandis e Palazzi, 2018). È opportuno specificare che nelle realtà in analisi, l'avviamento assume una più spiccata natura soggettiva, in quanto è legato alle capacità imprenditoriali del soggetto economico, che non sono trasferibili (Grandis e Palazzi, 2018; Balducci, 2006).

L'approccio empirico, o "Regola del pollice", nel caso dei negozi, potrebbe essere considerato quale punto di partenza per il processo valutativo (Corbella et al. (a cura di), 2020; Balducci, 2008).

Bibliografia

- BALDUCCI D. (2006 e 2008), *La valutazione dell'azienda*, Edizioni Fag - Milano.
- BENNINGA S.Z., SARIG O.H., (1997), *Corporate Finance. A Valuation Approach*, McGraw-Hill, New York.
- BIANCHI C., TOMASELLI S., (2008). *Sviluppo o nanismo? Verso una consapevole valutazione della crescita sostenibile nell'impresa familiare: un approccio di "system dynamics"*, in De Vecchi C. - Fraquelli G. (a cura di), *Dinamiche di sviluppo e internazionalizzazione del family business*, Bologna: Il Mulino, pp. 213-228.

- BONACCORSI DI PATTI E., FINALDI RUSSO P., (2017). *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito*, *Questioni di Economia e Finanza*, 371, Banca d'Italia.
- BRANCIARI S., MUCELLI, A., SPIGARELLI, F. (2003), *Ricambio imprenditoriale e cessione delle aziende artigiane: un modello di valutazione del capitale economico*. Economia Marche.
- BREALEY R.A., MYERS S.C., ALLEN F., SANDRI S.S., (2020), *Principi di finanza aziendale*, VII^a Edizione, McGraw-Hill (Italy), Milano.
- BROCCARDO L., 2014. *Management Accounting System in Italian SMEs: Some Evidences and Implications*, *Ads in Management and Applied Economics*, vol. 4(4), pages 1-16.
- BRUNI G. (1988), *Evoluzione e prospettive degli strumenti informativo-contabili per le decisioni aziendali*, in AA.VV., *Strumenti informativo-contabili per le decisioni aziendali*, CLUEB, Bologna.
- BRUSATERRA, M. (2012). *Perizie di stima*. Giuffrè, Milano.
- CAMUSSONE P.F. (2002), *Il sistema informativo aziendale*, Etas Libri, Milano.
- CARLSON N.A. (2022), *Differentiation in microenterprises*, *Strategic Management Journal*, 1-27.
- CASTALDO S. (2021), *Retail & channel management*, EGEA, Milano.
- CNDCEC (2020), *La revisione legale nelle "nano-imprese". Riflessioni e strumenti operativi*.
- CODA V., (1988). *L'orientamento strategico dell'impresa*, UTET, Torino.
- COMMISSIONE EUROPEA (2020), *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, Unione Europea.
- COMPAGNO C., NANUT V., VENIER F. (1999), *Nascita, sviluppo e continuità dell'impresa artigiana*, Vol. 138, FrancoAngeli, Milano.
- CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI (2020), *La revisione legale nelle "nano-imprese". Riflessioni e strumenti operativi*, Roma.
- CORBELLA S., LIBERATORE G., TISCINI R. (2020). *Manuale di valutazione d'azienda*. Milano, McGraw-Hill Education.
- D'IGNAZIO A., FINALDI RUSSO P., STACCHINI M. (2022). *Micro-entrepreneurs' financial and digital competences during the pandemic in Italy*. *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, Roma.
- DAMODARAN A., (2014), *Valutazione delle aziende*, Apogeo, Milano.
- DASKALAKIS N., JARVIS R., SCHIZAS E. (2013). *Financing practices and preferences for micro and small firms*, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 20 No. 1, pp. 80-101.
- DAWSON S., BREEN J., SATYEN L. (2002). *The Ethical Outlook of Micro Business Operators*, *Journal of Small Business Management*, Vol. 40, No. 4, pp. 302-313.
- DE MITRI S., DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., NIGRO V. (2013), *Le microimprese in Italia: una prima analisi delle condizioni economiche e finanziarie*, Occasional papers, Banca d'Italia, Roma, n. 162.
- DE SIMONI M. (2022), *The financial profile of firms infiltrated by organised crime in Italy*, *Quaderni dell'antiriciclaggio*, Banca d'Italia, Roma.
- DONATO D.F. (2020), *Gli enti del Terzo Settore ed il principio degli adeguati assetti organizzativi*, *Impresa Sociale*, n. 4.
- FARA G. M. (2020), *Creazione /Distruzione. Le imprese artigiane, la scomparsa dei piccoli negozi di quartiere*. Rapporto Italia.
- FIELDEN S., DAVIDSON M., MAKIN P. (2000), *Barriers encountered during micro and small business start-up in North-West England*, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 7, No. 4, pp. 295-304.

- FINALDI RUSSO P., NIGRO V., PASTORELLI S. (2022), *Bank lending to small firms: metamorphosis of a financing model*, Working papers, Banca d'Italia, Roma.
- FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI (2019), *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*, Roma.
- FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI (2021), *Linee guida per il rilascio del visto di conformità e del visto di congruità sull'informativa finanziaria aziendale da parte dei commercialisti*, Roma.
- FORDHAM D.R., HAMILTON C.W. (2019), *Accounting information technology in small businesses: An inquiry*, Journal of Information Systems, n. 2, pp. 63-75.
- FREEMAN R.E. (1984), *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman Publishing Inc.
- GHERHES C., WILLIAMS N., VORLEY T., VASCONCELOS A. (2016), *Distinguishing micro-businesses from SMEs: a systematic review of growth constraints*, Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 23, No. 4, 939-963.
- GHERHES C., VORLEY T., BROOKS C. (2021), *The "additional costs" of being peripheral: developing a contextual understanding of micro-business growth constraints*, Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 28, No. 1, pp. 59-84.
- GIULIANI M., MARASCA S. (2018), *La valutazione degli intangibles aziendali*, Giuffrè, Milano.
- GOELDNER II R.W. (2000), *Practical Application of the Fundamental Discount*, Business Valuation Review, Vol. 19, No. 3, pp. 142-152.
- GRANATA J., LASCH F., LE ROY F., DANA L. (2018). *How do micro-firms manage coopetition? A study of the wine sector in France*, International Small Business Journal, Vol. 36, No. 3, pp. 331-355.
- GRANDIS F. G., PALAZZI F. (2017), *La valutazione del capitale economico nelle piccole medie imprese*, Giappichelli, Torino.
- GUATRI L. (1994), *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Egea, Milano.
- GUATRI L., (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
- GUATRI L., BINI M., (2002), *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano.
- GUATRI L., BINI M., (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
- GUATRI L., BINI M. (2021), *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
- HASLE P., LIMBORG H., KALLEHAVE T. (2012), *The working environment in small firms: Responses from owner-managers*, International Small Business Journal, Vol. 30, No. 6, pp. 622-639.
- JOHNSON P., CONWAY C., KATTUMAN P., (1999), *Small business growth in the short run*, Small Business Economics, Vol. 12, No. 2, pp. 103-112.
- KAMARIOTOU M., KITSIOS F. (2022), *Information systems strategy: A multiple criteria decision analysis perspective for business performance in SMEs*, in PAPAGIANNIDIS S., ALAMANOS E., *The Role of Digital Technologies in Shaping the Post-Pandemic World: 21st IFIP WG 6.11 Conference on e-Business, e-Services and e-Society, I3E 2022, Newcastle upon Tyne, UK, September 13-14, 2022, Proceedings*, Springer-Verlag, Berlin-Heidelberg, pp. 267-176.
- KANIA J.J. (2000), *The current Status of Adding a Small Firm Risk Premium to the Valuation Discount Rate*, Business Valuation Review, Settembre 2000.
- KELLIHER F., REINL L., (2009). *A resource-based view of micro-firm management practice*, Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 16, No. 3, pp. 521-532.

- KOLLER T., GOEDHART M., WESSELS D. (2005), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th Edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, Hoboken.
- LA TORRACA S., (2022), *Micro-imprese - Novità della L. 238/2021 e del DL 73/2022 convertito*, Scheda di aggiornamento n. 1176.02, EUTEKNE, pp. 1749-1778.
- LEE N. (2014), *What holds back high-growth firms? Evidence from UK SMEs*, Small Business Economics, Vol. 43, No. 1, pp. 183-195.
- LIBERMAN-YACONI L., HOOPER T., HUTCHINGS K. (2010), *Toward a Model of Understanding Strategic Decision-Making in Micro-Firms: Exploring the Australian Information Technology Sector*, Journal of Small Business Management, Vol. 48, No. 1, pp. 70-95.
- LUSSIER R., SONFIELD M., (2015), *“Micro” versus “small” family businesses: a multinational analysis*, Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 2, No. 3, pp. 380-396.
- MADDEN B.J., (1999), *CFROI Valuation. Total system approach to valuing the firm*, Oxford, Butterworth-Heinemann.
- MASSARI M., VILLANI M., ZANETTI L., (2022), *Valutazione*, Milano, McGraw-Hill.
- MORRISON A., BREEN J., ALI S. (2003), *Small business growth: intention, ability and opportunity*, Journal of Small Business Management, Vol. 41, No. 4, pp. 417-425.
- ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE (2015), *Principi Italiani di valutazione*, Roma.
- PACE R. (2013). *Piccole e micro imprese italiane tra crisi e vincoli finanziari: un'indagine empirica*, Piccola Impresa/Small Business, 1, pp. 57-83.
- PAOLUCCI G. (2011), *La valutazione d'azienda. Fondamenti concettuali e prassi applicativa*, FrancoAngeli, Milano.
- PRINCIPIO DI REVISIONE INTERNAZIONALE (ISA ITALIA) 200, *Obiettivi generali del revisore indipendente e svolgimento della revisione contabile in conformità ai Principi di Revisione Internazionali* (Isa Italia).
- REILLY R.F., SCHWEIHS R.P. (2000), *The Handbook of Advanced Business Valuation*, New York, McGraw-Hill.
- RICCIARDI A. (2013), *I distretti industriali italiani: recenti tendenze evolutive*, Sinergie, Italian Journal of Management, 21-58.
- ROSS S.A., WESTERFIELD R.W., JAFFE J.F. (2020), *Principi di Finanza Aziendale*, New York, McGraw-Hill.
- VANCE C. (2001), *Capitalisation Rates*, in *Business Valuation Review*, Marzo.
- VISCONTI MORO G., VISCONTI MORO R., DOSSENA V. D. (2011), *La valutazione degli immobili. Metodi e principi. Disposizioni normative*, Valori immobiliari 2011 (Vol. 3). Maggioli Editore.
- WELTER F. (2011), *Contextualizing entrepreneurship - conceptual challenges and ways forward*, Entrepreneurship: Theory and Practice, Vol. 35 No. 1, pp. 165-184.
- WEST T.L., JONES J.D. (1999), *Handbook of Business Valuation*, 2nd Edition, New York, John Wiley e Sons.
- ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T. (2013), *La valutazione delle aziende*, V Edizione, Torino, Giappichelli, sesta edizione.

CORPORATE GOVERNANCE

IL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO SULL'INFORMATIVA DI SOSTENIBILITÀ

di LUCA CENCIONI, ALDO CINQUEGRANA,
PAOLO MANTOVANO e LAURA MERCURI (*)

1. Premessa.

Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, inteso come l'insieme delle procedure, degli assetti organizzativi e della cultura aziendale, rappresenta uno dei pilastri della governance di ogni impresa. Esso concorre, infatti, a promuovere una gestione sostenibile, coerentemente con le linee guida strategiche e gli obiettivi aziendali, anche attraverso un processo di identificazione, valutazione e mitigazione dei rischi che minacciano o influenzano il conseguimento di tali obiettivi.

La ormai ampia letteratura in tema di controllo interno e le prassi consolidate provenienti dal mondo delle imprese attribuiscono al sistema di controllo interno un ruolo chiave per il raggiungimento dei seguenti obiettivi: (i) salvaguardia del patrimonio aziendale; (ii) efficienza ed efficacia dei processi aziendali (performance); (iii) rispetto di leggi e regolamenti; (iv) affidabilità dell'informativa fornita al mercato e agli organi sociali.

Gli ultimi 20 anni sono stati caratterizzati da importanti investimenti in tema di controllo interno, indirizzati soprattutto a mitigare i rischi di errori nell'informativa finanziaria in seguito all'intervento dei *Regulators*.

Il provvedimento normativo che sicuramente ha rappresentato una svolta dal punto di vista dell'evoluzione dei sistemi di controllo interno è la legge Sarbanes-Oxley Act ⁽¹⁾ del 2002, nota anche come "SOX". Promulgata dal Congresso americano, tale disposizione aveva l'obiettivo di recuperare la fiducia degli investitori e dei mercati internazionali nei confronti dell'informativa societaria, la cui credibilità era stata fortemente compromessa da una

(*) Si ringraziano Antonio Iazzetta e Bianca Mancini per il prezioso contributo alla redazione dell'articolo.

(1) <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1883/pdf/COMPS-1883.pdf>.

serie di scandali (su tutti, i casi Enron e Worldcom) che avevano messo in luce la vulnerabilità dei sistemi di controllo, o meglio, la loro inadeguatezza nel prevenire o intercettare errori nell’informativa finanziaria.

Tra le varie *Section* che compongono la legge, particolarmente rilevante è la 404, nota anche come “SOX 404”, con la quale il legislatore USA ha introdotto, per tutte le società emittenti, domestiche o internazionali, registrate presso la *Securities Exchange Commission* (SEC), l’obbligo di istituire, mantenere e monitorare adeguati sistemi di controllo interno con riferimento ai processi di *financial reporting* e di attestarne l’efficacia nel disegno e nell’operatività. Obblighi analoghi sono stati attribuiti anche al Revisore esterno, il quale si assume la responsabilità di attestare l’adeguatezza dei sistemi di controllo interno attraverso lo svolgimento di un audit integrato del bilancio e del sistema di controllo sottostante.

La *Section 404* della Legge Sarbanes-Oxley funge da ispirazione per ulteriori provvedimenti normativi in altri Stati, vedi Legge 262/05 in Italia ⁽²⁾, tutti orientati a inasprire gli obblighi e le responsabilità in tema di controllo interno sull’informativa finanziaria.

Gli sforzi messi in campo dalle società emittenti per adeguarsi a questi requisiti hanno contribuito significativamente a rafforzare e a consolidare i processi e i sistemi di controllo, nonché a promuovere una maggiore consapevolezza in merito all’importanza e al contributo del sistema di controllo nel mitigare i rischi di errori.

A diversi anni dall’applicazione della SOX 404 e della Legge 262 possiamo ritenere i processi di reporting finanziari ragionevolmente maturi, dotati dunque di sistemi, processi e controlli più solidi ed efficaci del passato. Discorso diverso va fatto con riferimento all’informativa non finanziaria o di sostenibilità, che, pur essendo sempre più rilevante e strategica agli occhi degli investitori, degli stakeholder e del mercato in generale, è caratterizzata da processi, sistemi e controlli poco maturi.

Alla crescente attenzione nei confronti dell’informativa di sostenibilità fa seguito una domanda di “*assurance*” in merito alla sua affidabilità, soprattutto perché si tratta di dati e informazioni alimentati, come detto sopra, da processi e sistemi poco maturi. Da qui nasce l’esigenza, nonché l’aspettativa, che le aziende adeguino i propri sistemi di controllo, alla stregua di quanto fatto negli ultimi 20 anni in merito al reporting finanziario.

Siamo, quindi, di fronte ad una nuova e importante evoluzione dei sistemi di controllo, non necessariamente trainata da scandali o patologie aziendali, bensì da molteplici fattori o driver, tra cui:

- la rilevanza dell’informativa per il mercato e gli stakeholder;
- la non elevata maturità dei sistemi e dei processi aziendali dove si originano le informazioni e i dati di sostenibilità;

⁽²⁾ Legge 28 dicembre 2005, n. 262 “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”.

— l’ampiezza e la complessità del reporting di sostenibilità, in termini di perimetro esteso alla *value chain*, numerosità di indicatori, modalità di calcolo, eterogeneità dei dati;

— il rischio di *greenwashing*;

— la domanda di “*assurance*” da parte degli organi di controllo e del mercato;

— l’introduzione di nuovi obblighi e responsabilità in seguito al recepimento della *Direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive)* ⁽³⁾ che impongono un ripensamento della governance e del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi per soddisfare la crescente aspettativa di “*assurance*” sulla qualità ed affidabilità degli indicatori e sull’efficacia dei controlli. La nuova Direttiva rappresenta, di fatto, un importante driver per lo sviluppo di sistemi di controllo sull’informativa di sostenibilità perché, se, da un lato, ha esteso l’applicazione degli obblighi di reporting ad un numero molto elevato di imprese, dall’altro ha ampliato significativamente il numero delle tematiche e degli indicatori oggetto di reporting, estendendo il perimetro a tutta la *value chain*.

I riferimenti più significativi relativamente al sistema di controllo interno sul reporting di sostenibilità sono rappresentati dagli standard di rendicontazione *ESRS (European Sustainability Reporting Standard)* ⁽⁴⁾ ed in particolare, lo standard *ESRS 1* e lo standard *ESRS 2/GOV-5* ⁽⁵⁾. Essi riportano precise indicazioni in merito alla necessità che ogni azienda, soggetta agli obblighi di reporting, implementi adeguati sistemi di controllo e rendiconti sulle principali caratteristiche del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Nell’attuale contesto — caratterizzato da un quadro normativo in continua evoluzione e da carenza di standard o linee guida di riferimento su come disegnare tali sistemi di controllo — un utile riferimento è sicuramente rappresentato dalla nuova linea guida applicativa del *COSO Framework “Achieving Effective Internal Control over Sustainability Reporting”* ⁽⁶⁾.

2. Quadro normativo di riferimento.

A livello internazionale, l’importanza dell’istituzione di un sistema di

⁽³⁾ Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità. Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN>.

⁽⁴⁾ Il 31 luglio 2023 la Commissione europea ha adottato i principi europei di rendicontazione della sostenibilità (ESRS) che dovranno essere utilizzati da tutte le società soggette alla direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità delle imprese (CSRD).

⁽⁵⁾ https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/csrd-delegated-act-2023-5303-annex-1_en.pdf.

⁽⁶⁾ https://www.coso.org/_files/ugd/719ba0_0b33989b84454d1682399ab5c71e49cb.pdf.

controllo interno sull'informativa di sostenibilità è stata sottolineata dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'Organo federale statunitense che si occupa di vigilare sui mercati dei titoli finanziari. In particolare, con la pubblicazione, a giugno del 2022, del documento "*The enhancement and standardization of climate-related disclosure for investors*" (7), la SEC evidenzia come un adeguato modello di informativa di sostenibilità, seppur limitata agli aspetti ambientali, richieda la definizione di un processo di identificazione, valutazione e gestione dei rischi ESG, integrato nel più ampio sistema di controllo interno e gestione dei rischi aziendale, e che siano previste delle procedure aziendali finalizzate a disciplinare, in modo adeguato, i processi di formazione e comunicazione dei dati e delle informazioni di sostenibilità.

Anche la *European Securities and Market Authority* (ESMA), l'Organismo europeo che ha il compito di tutelare gli investitori e promuovere la stabilità dei mercati finanziari, nella strategia 2023-2028 (8) nelle raccomandazioni annuali ha sottolineato l'importanza di mantenere alta la fiducia degli investitori negli investimenti a carattere ESG e ridurre, di conseguenza, il rischio di *greenwashing*. È presumibile, dunque, che l'Autorità promuova nei prossimi anni interventi sul framework regolatorio finalizzati ad una maggiore chiarezza, coerenza, completezza e accuratezza dei dati e delle informazioni di sostenibilità divulgati dalle aziende.

Più di recente, un'importante novità in materia di sistema di controllo interno sull'informativa di sostenibilità è stata introdotta dalla Direttiva 2022/2464 (*Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD* che ha modificato la Direttiva 2013/34/UE (9) concernente l'obbligo di rendicontazione delle informazioni di sostenibilità da parte delle imprese), alla quale le imprese ad oggi soggette all'obbligo di redazione della Dichiarazione non Finanziaria (DNF) dovranno adeguarsi a partire dalla redazione delle Dichiarazioni di sostenibilità riferite all'esercizio 2024.

La succitata Direttiva introduce nuovi standard di rendicontazione (*ESRS - European Sustainability Reporting Standards*) e prevede nuove responsabilità in capo agli Organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa in tema di rendicontazione e di pubblicazione della Dichiarazione di sostenibilità nella Relazione sulla gestione. In tal senso, la relazione finanziaria annuale dovrà includere un'attestazione (da parte di un Dirigente preposto) che la Dichiarazione di Sostenibilità è stata predisposta in conformità agli *ESRS* e ai requisiti del Regolamento sulla Tassonomia UE (10). La

(7) <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/33-11042.pdf>.

(8) https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_strategy_2023-2028.pdf.

(9) Direttiva (UE) 2013/34 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della Direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio. Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0034>.

(10) Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno

Direttiva, inoltre, prevede che la Dichiarazione di sostenibilità sia assoggettata alla “*limited assurance*”, nella prospettiva di raggiungere nei prossimi anni la “*reasonable assurance*”. Questo aspetto rappresenta un ulteriore importante driver per lo sviluppo di sistemi di controllo sull’informativa di sostenibilità per le aziende.

In particolare, lo standard *ESRS 2 / GOV-5* introduce l’obbligo di fornire un’informativa sui processi di controllo interno e di gestione del rischio in relazione alla rendicontazione di sostenibilità, con particolare riferimento ai seguenti aspetti:

- a) perimetro e caratteristiche del sistema di controllo interno;
- b) approccio seguito nella valutazione del rischio, compresa la metodologia di prioritizzazione dei rischi;
- c) principali rischi individuati e rispettive strategie di mitigazione, compresi i relativi controlli;
- d) descrizione del modo in cui l’impresa integra le risultanze della valutazione del rischio e dei controlli interni per quanto riguarda il processo di rendicontazione di sostenibilità nelle funzioni e nei processi interni pertinenti;
- e) descrizione della rendicontazione periodica delle risultanze di cui alla lettera d) agli organi di amministrazione, direzione e controllo.

Inoltre, lo standard *ESRS 1*, che disciplina i principi generali di redazione della Dichiarazione di sostenibilità, prescrive, tra le altre, che i dati e le informazioni incluse nella Dichiarazione di sostenibilità debbano avere le seguenti caratteristiche:

— **Rappresentazione fedele:** le informazioni devono non solo rappresentare un fenomeno pertinente, ma devono anche rappresentare fedelmente la sostanza del fenomeno che intendono rappresentare. Per una rappresentazione fedele le informazioni devono essere *i)* complete, *ii)* neutrali e *iii)* accurate. L’accuratezza richiede che le informazioni siano:

- scevri da errori rilevanti;
- le descrizioni siano precise;
- le stime, le approssimazioni e le previsioni siano chiaramente identificate come tali;
- non siano stati commessi errori rilevanti nel selezionare e applicare un processo appropriato per elaborare una stima, approssimazione o previsione, e che i dati alla base di tale processo siano ragionevoli e dimostrabili;
- le affermazioni siano ragionevoli e basate su informazioni sufficienti in termini di qualità e quantità;
- le informazioni riguardanti valutazioni sul futuro riportino fedelmente sia tali valutazioni sia le informazioni su cui sono basate.

— **Verificabilità:** un’informazione sulla sostenibilità è verificabile se

2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088. Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>.

l'informazione stessa o i dati dai quali è stata ricavata possono essere corroborati.

3. L'evoluzione delle leading practice sul sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità.

Il *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO)* — fondato nel 1985 ad opera di cinque organizzazioni internazionali di contabilità e audit (*American Accounting Association, Association of International Certified Public Accountants, Financial Executives International, Institute of Management Accountants e The Institute of Internal Auditors*) in risposta alle preoccupazioni dei mercati finanziari sulla qualità del reporting finanziario — nel 1992 pubblica il suo primo framework, dal titolo "*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) Internal Control - Integrated Framework (ICIF)*" che, oltre a fornire per la prima volta una definizione di controllo interno, delinea un modello che le organizzazioni di qualsiasi dimensione possono utilizzare per il loro sviluppo e per valutarne l'efficacia.

Negli Stati Uniti con la legge *Sarbanes-Oxley* del 2002 (SOX), è stato richiesto alle aziende di effettuare una valutazione periodica del proprio sistema di controllo sull'informativa finanziaria (ICFR) attraverso l'utilizzo di un framework di riferimento adeguato, identificato nella prassi nel COSO ICIF del 1992.

Sotto tale spinta, tra il 2011 e il 2013, il COSO effettua un importante aggiornamento dell'edizione del *framework* del 1992, culminata con la pubblicazione dell'"*Internal Control-Integrated Framework 2013*" (ICIF-2013)⁽¹¹⁾ che rappresenta ancora oggi, a livello internazionale, il *framework* di riferimento per il sistema di controllo interno.

La versione del 2013 incorpora, a differenza delle versioni precedenti, un approccio *risk-based* per la progettazione e la valutazione del sistema di controllo interno e amplia l'ambito di applicazione del framework a tutte le forme di rendicontazione, definite come interna, esterna, finanziaria e non finanziaria.

Tale modifica avvalorava il riconoscimento dell'ulteriore reporting aziendale già in atto sotto forma di responsabilità sociale d'impresa e ora, più recentemente, meglio noto come reporting ambientale, sociale e di governance (ESG) o di sostenibilità.

Nel 2017, il COSO pubblica uno studio intitolato "*Leveraging the COSO Internal Control-Integrated Framework to Improve Confidence in Sustainability Performance Data*", ma solo il 30 marzo 2023 viene emanata la guida

⁽¹¹⁾ <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/2750-New-COSO-2013-Framework-WHITEPAPER-V4.pdf>.

supplementare intitolata “*Achieving Effective Internal Control of Sustainability Reporting (ICSR)*”.

Tale documento illustra come l’applicazione delle 5 componenti (Ambiente di controllo, Valutazione del rischio, Attività di Controllo, Informazione e comunicazione, Attività di Monitoraggio) e dei 17 principi del COSO ICIF-2013, può supportare la definizione di un sistema di controllo sull’informativa di sostenibilità efficace e integrato.

Le interlocuzioni avute con le aziende da parte del gruppo di lavoro del COSO per la redazione della guida ICSR hanno evidenziato un cambio di atteggiamento di queste ultime rispetto a quanto era stato osservato per la redazione dello studio del 2017.

La sostenibilità e il reporting ESG sono diventate un’area d’interesse prioritario per gli Organi di amministrazione e controllo, il management, gli investitori, le autorità di regolamentazione, i clienti e gli altri stakeholder. Molte più aziende hanno istituito, con un diverso grado di maturità, processi di governance e controlli sulla raccolta dei dati e la redazione dell’informativa di sostenibilità, tenuto conto che tale tipologia di informativa — nata per soddisfare le esigenze di molteplici stakeholder nella comprensione delle fonti di creazione del valore dell’impresa — è ormai parte integrante del reporting aziendale. Come nel caso del reporting finanziario, gran parte dell’informativa di sostenibilità viene infatti fornita ai mercati dei capitali. Tuttavia, oltre a questi ultimi, sempre più spesso i clienti sono alla ricerca di informazioni aziendali legate ai suoi obiettivi e politiche di sostenibilità. Di conseguenza, i grandi *buyers* commerciali cercano a loro volta informazioni interne dai loro fornitori in modo da poter fornire ai propri clienti rassicurazioni in merito alla sostenibilità dell’intera filiera di produzione dei loro beni o servizi. Inoltre, anche il mercato del lavoro sembra sempre più interessato alle politiche e alle pratiche delle aziende in merito alle principali questioni ambientali e sociali, che diventano dunque un fattore di attrattività e *retention* dei talenti.

Da ultimo, anche il management e il Consiglio di Amministrazione sono importanti utilizzatori di informazioni di sostenibilità a fini decisionali interni. Infatti, l’accesso a informazioni di qualità per uso interno risulta fondamentale per il processo decisionale e per la gestione della performance.

Per realizzare i benefici interni ed esterni di un’accurata e tempestiva informativa di sostenibilità, è fondamentale dunque istituire e mantenere nel tempo un efficace sistema di controllo.

Oggi i dati relativi al reporting finanziario sono, in linea generale, strutturati, ospitati in sistemi di contabilità generale e gestiti attraverso processi e sistemi maturi (ERP). Molte informazioni di sostenibilità, invece, sono gestite al di fuori dei sistemi contabili e contengono una parte rilevante di disclosure di natura qualitativa, con fonti di dati sia interne che esterne all’azienda e, in alcuni casi, richiedono molte assunzioni e stime.

In conclusione, ciò che auspica la guida ICSR è l’istituzione di un processo interno in grado di integrare le informazioni finanziarie, i dati operativi e le

informazioni di sostenibilità al fine di garantire l'affidabilità del reporting interno ed esterno di sostenibilità, supportando adeguatamente i processi decisionali di tutte le categorie di stakeholder.

4. Aspetti chiave della guida COSO internal control over sustainability reporting (ICSR) e considerazioni applicative.

La guida ICSR del *COSO* indica diversi temi chiave che le organizzazioni — sia che esse intraprendono o continuano il loro percorso verso l'istituzione e il mantenimento di un efficace sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità — devono correttamente indirizzare.

In linea generale, la guida ICSR indica cinque principali punti d'azione:

1) **Dichiarare il proprio impegno verso un modello di business sostenibile:** uno degli elementi chiave è la formale definizione del proprio impegno ad agire in maniera sostenibile.

2) **Definire gli obiettivi:** l'organizzazione stabilisce, documenta e comunica gli obiettivi interni ed esterni in materia di sostenibilità, stabilendo i principi di misurazione e rendicontazione delle performance con un dettaglio sufficiente a consentire la loro corretta applicazione e supportare l'identificazione e gestione dei rischi relativi al processo di redazione dell'informativa di sostenibilità.

3) **Identificare e valutare i rischi e le opportunità:** per identificare i rischi significativi, l'organizzazione valuta i fattori di rischio qualitativi e quantitativi che potrebbero compromettere il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità, definendo le relative modalità di gestione ed evidenziando le azioni intraprese per trasformare i rischi in opportunità strategiche.

4) **Definire le attività di controllo:** attraverso la comprensione dei rischi per il raggiungimento degli obiettivi aziendali di sostenibilità e dei processi alla base della rilevazione, elaborazione e rendicontazione dei dati e delle informazioni di sostenibilità, l'organizzazione identifica attività di controllo specifiche per gestire i rischi identificati, riducendoli ad un livello ritenuto accettabile.

5) **Valutare l'efficacia:** dopo l'istituzione di un sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità, l'organizzazione deve valutare periodicamente l'adeguatezza della sua struttura e l'effettivo funzionamento e che le componenti e i principi del COSO ICIF-2013, così come declinati per la sostenibilità, siano presenti e funzionanti.

Più nel dettaglio, nella guida ICSR ciascuno dei 17 principi inclusi nelle componenti del framework ICIF-2013 viene spiegato e declinato per l'applicazione alla sostenibilità.

4.1. Ambiente di controllo.

L'ambiente di controllo di un'organizzazione è l'elemento primario per

istituire un sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità realmente efficace e funzionante nel tempo.

L'organizzazione deve definire standard di condotta che favoriscano il raggiungimento della propria *mission* e dei propri obiettivi di sostenibilità. Le azioni che enfatizzano un reale impegno verso il raggiungimento di tali obiettivi, nonché gli investimenti nello sviluppo, nella *retention* e nella motivazione delle risorse umane, sono un fattore abilitante per mantenere il sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità efficace nel tempo.

Descrizione dei principi COSO ICIF-2013	Declinazione del principio alla Sostenibilità
1. L'organizzazione dimostra il proprio impegno rispetto ai valori etici e all'integrità.	L'organizzazione persegue i propri obiettivi dimostrando ai propri stakeholder la sua affidabilità e il suo agire nell'interesse collettivo. L'organizzazione dimostra il proprio impegno ad agire in modo sostenibile.
2. Il Consiglio di Amministrazione è indipendente rispetto al management ed esercita la propria supervisione sullo sviluppo e sull'implementazione del Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.	La supervisione esercitata da parte di un Consiglio di Amministrazione indipendente è funzionale a verificare che il management agisca in conformità agli obiettivi aziendali di sostenibilità.
3. Il management definisce, sotto la supervisione del Consiglio di Amministrazione, la struttura organizzativa, le linee di riporto, i livelli autorizzativi e le responsabilità funzionali al fine di perseguire gli obiettivi aziendali.	Al fine di raggiungere gli obiettivi aziendali di sostenibilità, il management, con la supervisione del Consiglio di Amministrazione, istituisce strutture interne che definiscono poteri e responsabilità.
4. L'organizzazione dimostra il proprio impegno ad attrarre, sviluppare e trattener risorse competenti, in linea con il conseguimento degli obiettivi aziendali.	Per il raggiungimento degli obiettivi aziendali di sostenibilità, l'organizzazione fa affidamento sulle proprie risorse umane.
5. L'organizzazione, nel raggiungimento degli obiettivi aziendali, ritiene i singoli individui responsabili per la parte del Sistema di controllo interno di propria competenza.	Per raggiungere gli obiettivi aziendali di sostenibilità, l'organizzazione deve definire e implementare adeguate modalità per supportare le proprie risorse umane e, allo stesso tempo, monitorarne le prestazioni.

4.2. Valutazione del rischio.

Le organizzazioni più strutturate hanno già familiarità con le attività di *risk management*. L'integrazione dei rischi legati ai fattori ESG in un quadro esistente di gestione del rischio aziendale (ERM) sta diventando sempre più diffuso. Un solido processo di valutazione dei rischi in relazione all'informativa di sostenibilità include, ma non si limita, alla definizione di obiettivi aziendali di sostenibilità, a considerazioni sulla materialità, alla valutazione delle interdipendenze tra varie funzioni aziendali e degli incentivi e pressioni in relazione a possibili frodi.

Descrizione dei principi COSO ICIF-2013	Declinazione del principio alla Sostenibilità
6. L'organizzazione esplicita con sufficiente chiarezza i propri obiettivi, consentendo l'identificazione e la valutazione dei rischi ad essi legati.	L'organizzazione esprime con chiarezza i propri obiettivi di sostenibilità. Tali obiettivi sono un mezzo per collegare il suo "purpose", la sua mission, i valori e gli obiettivi di sostenibilità alla strategia. Gli obiettivi aziendali di sostenibilità derivano dall'impegno verso l'integrità e i valori etici e sono integralmente collegati agli obiettivi operativi, di rendicontazione finanziaria esterna, di rendicontazione non finanziaria esterna, di rendicontazione interna e a quelli di conformità. L'esplicitazione di questi obiettivi è un presupposto per considerare i rischi che possono comprometterne il raggiungimento.
7. L'organizzazione identifica i rischi connessi al conseguimento degli obiettivi aziendali e ne determina le modalità di gestione.	Per raggiungere gli obiettivi aziendali di sostenibilità, l'organizzazione deve definire e implementare adeguate modalità per supportare le proprie risorse umane e, allo stesso tempo, monitorarne le prestazioni.
8. L'organizzazione prende in considerazione potenziali frodi nel valutare i rischi di conseguimento dei propri obiettivi aziendali.	Nell'identificare e valutare i rischi per il raggiungimento degli obiettivi aziendali di sostenibilità e nello sviluppare efficaci misure di risposta, l'organizzazione considera il rischio che gli attori coinvolti possano compiere attività fraudolente come dichiarazioni intenzionalmente inesatte o l'appropriazione indebita di risorse di valore.
9. L'organizzazione identifica e valuta i cambiamenti che potrebbero avere impatti significativi sul Sistema di controllo interno.	Nell'ambito dell'identificazione e della valutazione dei rischi per il raggiungimento degli obiettivi aziendali di sostenibilità, l'organizzazione considera le tendenze emergenti. I rischi legati alla sostenibilità sono valutati in modo continuo o periodico per tenere conto delle tendenze normative e dei fattori economici.

4.3. Attività di controllo.

Una volta identificati, valutati e compresi i rischi, è di fondamentale importanza definire le azioni di mitigazione più appropriate per ridurre gli stessi a un livello accettabile. La definizione di policy e procedure e lo sviluppo di controlli IT possono aiutare le organizzazioni a sviluppare livelli di supervisione efficaci nel supportare il raggiungimento degli obiettivi aziendali di sostenibilità.

Più specificatamente, per quanto riguarda l'informativa di sostenibilità, è di fondamentale importanza identificare gli *owner* di processo e stabilire in modo chiaro ruoli e responsabilità attraverso policy e procedure ben strutturate e regolarmente aggiornate. Inoltre, un'adeguata infrastruttura tecnologica a supporto del processo di elaborazione dell'informativa di sostenibilità favorisce la completezza, l'accuratezza e l'integrità dei dati.

Descrizione dei principi COSO ICIF-2013	Declinazione del principio alla Sostenibilità
10. L'organizzazione definisce e implementa Attività di Controllo che contribuiscono a ridurre i rischi	Una volta identificati e valutati i rischi per il raggiungimento degli obiettivi aziendali di sostenibilità, l'organizzazione progetta, sviluppa e implementa azioni per con-

Descrizione dei principi COSO ICIF-2013	Declinazione del principio alla Sostenibilità
entro livelli accettabili.	trastare tali rischi, parzialmente o completamente. Ciò contribuisce a garantire che le attività di supervisione siano in grado di rispondere agli obiettivi aziendali di sostenibilità, compresi quelli del reporting e i rischi ad esso collegati.
11. L'organizzazione definisce e implementa Attività di Controllo sulla tecnologia, per supportare il raggiungimento degli obiettivi aziendali.	L'organizzazione progetta le proprie attività di controllo per rispondere ai rischi collegati al raggiungimento degli obiettivi aziendali di sostenibilità. A tal fine, valuta in che misura potrà far affidamento sulla tecnologia. Ciò include l'utilizzo di sistemi IT esistenti per la raccolta, l'elaborazione, il reporting e la sicurezza delle informazioni aziendali di sostenibilità, come le emissioni di gas serra, il consumo di energia, il consumo di acqua, la gestione dei rifiuti, la gestione della catena di fornitura e la biodiversità.
12. L'organizzazione declina le Attività di Controllo in politiche che definiscono i comportamenti attesi e in procedure che ne determinano le modalità operative di applicazione.	L'organizzazione utilizza vari strumenti di supervisione per indirizzare i propri obiettivi di sostenibilità. Il principale tra questi è la definizione di policy e procedure aziendali che contribuiscono a fare chiarezza su come l'organizzazione intende raggiungere gli obiettivi aziendali di sostenibilità.

Di seguito si riporta un esempio di possibili controlli chiave aziendali in relazione ad alcuni indicatori previsti dagli *ESRS* in relazione alla tematica Salute e Sicurezza sul lavoro, in particolare:

- infortuni sul lavoro;
- decessi sul lavoro;
- tasso di infortunio;
- numero di giornate perse a causa di lesioni e decessi sul lavoro dovuti a infortuni sul lavoro.

Rischio	Controllo	Frequenza
<p>Errata/in-completa rilevazione dei dati alla base dell'indicatore</p>	<p>Mensilmente un addetto della Funzione centrale di Salute e Sicurezza sul Lavoro:</p> <ul style="list-style-type: none"> • estrae dal gestionale i dati relativi agli infortuni / decessi sul lavoro relativi ai propri lavoratori dipendenti, inseriti dal RSPP dell'unità operativa di appartenenza; • riceve a mezzo posta elettronica dagli RSPP di riferimento i dati relativi agli infortuni / decessi relativi a lavoratori dipendenti dei fornitori. <p>Successivamente l'addetto della Funzione centrale di Salute e Sicurezza sul Lavoro, con il supporto operativo degli RSPP di riferimento, svolge le seguenti verifiche su base campionaria, acquisendo la relativa documentazione di supporto:</p> <ul style="list-style-type: none"> • per i lavoratori dipendenti della Società: verifica della completezza e correttezza dei dati/informazioni relative agli infortuni presenti sul sistema gestionale rispetto a quanto riportato all'interno del registro degli infortuni tenuto ai fini di legge; • per i lavoratori dipendenti dei fornitori: la completezza e correttezza dei dati relativi agli infortuni ricevuti a mezzo posta elettronica, rispetto alle risultanze del portale fornitori alimentato direttamente dalla società fornitrice. <p>Laddove dalle attività di verifica emergano anomalie o incongruenze il RSPP di riferimento, su indicazione dell'addetto della Funzione centrale di Salute e Sicurezza sul Lavoro, si attiva per la relativa risoluzione.</p> <p>Laddove le attività di verifica restituiscano esito positivo, l'addetto della Funzione centrale di Salute e Sicurezza sul Lavoro condivide la base dati per approvazione del proprio Responsabile, che avviene attraverso firma sul report contenente i dati ovvero a mezzo posta elettronica.</p> <p>A seguito dell'approvazione, l'addetto della Funzione centrale di Salute e Sicurezza sul Lavoro provvede a caricare la base dati in una cartella di rete con accesso limitato e con opzione di modifiche disabilitate.</p>	<p>Mensile</p>
<p>Errato calcolo dell'indicatore</p>	<p>L'addetto della Funzione centrale di Salute e Sicurezza sul Lavoro carica sul sistema a supporto della predisposizione del report di sostenibilità le seguenti basi dati:</p> <ul style="list-style-type: none"> • infortuni e decessi relativi a propri lavoratori dipendenti; • infortuni e decessi relativi a lavoratori dipendenti di fornitori; • numero di giornate di lavoro perse a causa di infortuni o decessi dei lavoratori, stimato moltiplicando il coefficiente standard previsto dalle procedure di riferimento per il numero di dipendenti della Società, fornito dalla Funzione Risorse Umane. <p>Le basi dati così caricate vengono trasmesse, tramite <i>workflow</i> informatico impostato nel Sistema a supporto della predisposizione del report di sostenibilità, al Relativo Responsabile che verifica:</p> <ul style="list-style-type: none"> • la completezza delle basi dati caricate; • la coerenza delle basi dati caricate rispetto alle metodologie di rendicontazione definite. <p>Laddove dalle verifiche emergano anomalie, il Responsabile provvede alla relativa risoluzione con il supporto dell'addetto della Funzione, correggendo i dati a sistema, ovvero richiedendo all'addetto un nuovo caricamento.</p> <p>Al termine delle verifiche, il Responsabile approva i dati attraverso il sistema a supporto della predisposizione del report di sostenibilità, per il successivo calcolo automatico dell'indicatore e successivo utilizzo ai fini del report di sostenibilità.</p>	<p>Annuale</p>

4.4. Informazione e comunicazione.

L'obiettivo principale della componente **Informazione e Comunicazione** è quello di rilevare, elaborare e riportare dati e informazioni accurati, tempestivi e utili al corretto funzionamento del sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità.

Descrizione dei principi COSO ICIF-2013	Declinazione del principio alla Sostenibilità
13. L'organizzazione ottiene o genera e utilizza informazioni rilevanti e di qualità a supporto del funzionamento del Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.	L'organizzazione necessita di dati di alta qualità che siano in grado di indicare se i processi stanno favorendo il raggiungimento degli obiettivi aziendali di sostenibilità.
14. L'organizzazione comunica internamente le informazioni, compresi gli obiettivi e le responsabilità di controllo interno, necessarie a supportare il funzionamento del Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi nel suo complesso.	Una volta definite strutture di supervisione, policy e procedure, l'organizzazione le comunica a tutti i livelli aziendali. Ciò favorisce la comprensione da parte di tutti gli attori coinvolti delle loro responsabilità nel raggiungimento degli obiettivi aziendali di sostenibilità.
15. L'organizzazione comunica con parti terze relativamente a questioni che interessano il funzionamento del Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.	Una volta definite strutture di supervisione, policy e procedure, l'organizzazione le comunica alle terze parti, quali finanziatori e azionisti o altri stakeholders, per rassicurarli sulla qualità ed affidabilità dell'informativa di sostenibilità.

4.5. Attività di monitoraggio.

Le attività di monitoraggio sono alla base di un sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità efficace nel tempo. La sua periodica valutazione è funzionale a individuare e correggere eventuali carenze nei controlli. La tempestiva comunicazione dei risultati della valutazione ai livelli organizzativi adeguati, consente l'implementazione delle azioni correttive più appropriate.

Descrizione dei principi COSO ICIF-2013	Declinazione del principio alla Sostenibilità
16. L'organizzazione definisce, sviluppa ed esegue valutazioni continue (ongoing) e obiettive (separate) pr accertare che le componenti del controllo interno siano presenti e funzionanti.	A seguito dell'implementazione, l'organizzazione rivede le proprie strutture e i processi di monitoraggio per garantire che siano efficaci nel favorire il raggiungimento degli obiettivi aziendali di sostenibilità. Queste rivalutazioni possono essere programmate e continue, ovvero possono essere eseguite quando sorgono esigenze specifiche.
17. L'organizzazione valuta e comunica tempestivamente le carenze del sistema di controllo interno ai soggetti responsabili di intraprendere le necessarie azioni correttive, incluso il senior management e il Consiglio di Amministrazione per quanto necessario e di competenza.	Quando un'organizzazione rivaluta le sue strutture, policy e procedure relative alle sue iniziative di sostenibilità, comunica i relativi risultati in modo che gli attori coinvolti possano allineare le attività svolte rispetto agli obiettivi aziendali di sostenibilità.

La guida ICSR, traendo spunto da quelle organizzazioni configurabili come “pioniere” nel percorso verso la creazione e il mantenimento di un efficace sistema di controllo sull’informativa di sostenibilità, identifica alcuni fattori critici di successo da tenere in considerazione nell’ambito del più ampio percorso di disegno e istituzione del sistema di controllo interno sul reporting di sostenibilità, tra cui:

— **Coltivare la cultura della responsabilità:** affinché il sistema controllo interno sull’informativa di sostenibilità funzioni in modo efficace, è essenziale che tutti coloro che sono coinvolti nella produzione, raccolta, elaborazione, convalida e comunicazione dei dati e delle informazioni alla base di tale informativa, comprendano l’importanza strategica della performance organizzativa sulle questioni di sostenibilità e la necessità di controlli efficaci volti a garantire informazioni affidabili e tempestive a supporto dei processi decisionali.

— **Rivedere l’interrelazione tra *purpose* aziendale e obiettivi:** uno degli strumenti principali per valorizzare le proprie pratiche in materia di sostenibilità è valutare in che modo la *mission* aziendale guida la definizione degli obiettivi. Come dimostra l’ICIF-2013, è importante che gli obiettivi di un’organizzazione — siano essi finanziari, non finanziari, di compliance, operativi — siano bilanciati, armonici e compresi da tutta l’organizzazione. La definizione di controlli efficaci deve considerare questo equilibrio. In tal senso la costituzione di *team* multidisciplinari (accounting, sostenibilità, salute sicurezza e ambiente, *risk management*, internal audit, *investor relations*, *strategy*, *operations*, IT, *compliance*, risorse umane, legale, ecc.) può essere un elemento chiave nella valutazione delle tematiche ESG, metriche e controlli legati alla sostenibilità.

— **Valorizzare l’esperienza esistente:** la guida ICSR evidenzia come il sistema di controllo sull’informativa di sostenibilità rappresenti una diversa applicazione di concetti collaudati applicati al controllo sul reporting finanziario, rispetto alle quali in molte organizzazioni, l’area CFO ha già sviluppato una notevole esperienza nella loro applicazione. I professionisti di tale area hanno esperienza e comprensione non solo in materia di controllo interno, ma anche di aspetti relativi alla misurazione, gestione, reporting e analisi dei dati.

— **Fare leva sui controlli esistenti:** lo sviluppo di un sistema di controllo sull’informativa di sostenibilità può richiedere la creazione di nuovi processi e nuovi controlli. Tuttavia, in alcuni casi, i processi che già esistono al fine del reporting finanziario possono essere modificati e applicati all’informativa di sostenibilità. Ad esempio, i controlli automatici integrati nei sistemi informatici, le politiche di governance dei dati o le tecniche di monitoraggio, possono essere sfruttate nella progettazione e nello sviluppo del sistema di controllo sull’informativa di sostenibilità.

— **Valorizzare le tecnologie e le piattaforme abilitanti:** i sistemi informatici utilizzati per la gestione dei dati e delle informazioni alla base del

reporting di sostenibilità sono spesso poco maturi. In alcuni casi i dati sono gestiti mediante fogli di calcolo con la previsione di pochi controlli di tipo formale. Attraverso l'utilizzo di piattaforme informatiche mature e con controlli consolidati, l'organizzazione può migliorare significativamente l'affidabilità di tali dati.

— **Concentrarsi sulla rilevanza dell'informativa:** le organizzazioni possono essere riluttanti a stabilire un sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità a causa di molteplici fattori, non ultimo l'enorme volume di dati che potrebbero essere trattati, come, ad esempio, i numerosi KPI che sono di solito inclusi nel *sustainability statement*. Tipicamente, l'importanza delle informazioni è catturata dal concetto di "materialità": un'organizzazione può concentrarsi sulla copertura di un sottoinsieme di KPI che sono valutati come "centrali" per la crescita sostenibile e la creazione di valore.

5. La costruzione di un Framework per l'istituzione e il mantenimento di un sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità.

Tenuto conto delle indicazioni fornite dalla Guida ICSR, un efficace processo di istituzione e mantenimento del sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità dovrebbe prevedere le seguenti fasi:



Ciascuna delle fasi sopra descritte include la definizione di diversi aspetti chiave, sia di tipo operativo che metodologico, tra cui:

Fase	Aspetti chiave	Riferimenti alla Guida ICSR
Scoping	<p>Criteria di valutazione <i>risk based</i> per identificare gli indicatori da includere nel perimetro del sistema di controllo sull'informativa di sostenibilità</p>	<p><i>“Organizations may be reluctant to establish internal control over sustainable business information due to many factors, not the least of which is the sheer volume of data that might be covered—for example, the dozens (or, in some cases, hundreds) of KPIs that are typically included in a sustainability report. [...] prioritizing information by its importance is captured by the concept of “materiality” [...] an organization can focus on covering a small subset of metrics that are most important to its success over time [...]”.</i></p>
	<p>Criteria di valutazione al fine di definire il perimetro societario rilevante</p>	
Work Flow Analysis / Risk & Control Assessment	<p>Definizione delle tipologie di controllo da prevedere (controlli di processo, controlli IT, ecc.)</p>	<p><i>“Balancing centralized vs. decentralized data flow: [...]. In designing control and oversight activities, looking at the balance, of centralized vs. decentralized information streams, provides necessary observations toward building an effective, integrated oversight plan that reduces risks in meeting organizational goals. Considers entity-specific factors. There are no one-size-fits-all means to develop and implement oversight activities. Depending on a range of factors such as complexity and risk of underlying processes, ITGC will vary among organizations [...]”.</i></p>
	<p>Identificazione delle possibili sinergie con i controlli già esistenti ai fini dell'informativa finanziaria</p>	
	<p>Definizione degli strumenti di mappatura e del livello di profondità di analisi dei processi di generazione dei dati che formano gli indicatori</p>	
	<p>Definizione degli obiettivi di controllo e dei criteri per valutarne l'adeguatezza</p>	
Monitoraggio	<p>Definizione delle tipologie/livelli di monitoraggio, delle relative modalità e tempistiche di esecuzione e degli attori (interni ed esterni) coinvolti</p>	<p><i>“An important responsibility of the internal audit function is to assess and monitor the performance of an organization's controls. This monitoring function applies to ICSR as well as ICFR.”</i></p>
	<p>Valutazione delle possibili sinergie con le attività di monitoraggio svolte per i controlli relativi all'informativa finanziaria</p>	
Valutazione e reporting	<p>Definizione delle metriche di valutazione e classificazione delle carenze emerse dal monitoraggio</p>	<p><i>“In the context of financial reporting, auditors issue a report on the effectiveness of internal control systems [...]. Although the application of auditor responsibilities with respect to ESG reporting in accordance with attestation standards is unsettled, the concepts and processes around identifying control deficiencies could be applied by management to improve its oversight systems around sustainable business information. [...] To promote the effectiveness of an organization's system of oversight of its sustainable business activities, the results of its periodic or ad hoc evaluations are communicated by management to appropriate actors to facilitate improvement and progress”.</i></p>
	<p>Definizione della frequenza e del contenuto dei flussi di reporting in coordinamento con quelli previsti in relazione al sistema di controllo sull'informativa finanziaria.</p>	

6. Considerazioni finali.

Il disegno e l'implementazione di un sistema di controllo interno sull'informativa non finanziaria presenta connotazioni e complessità generalmente superiori a quelle riscontrabili nella definizione di un sistema di controllo interno sull'informativa finanziaria. Contribuisce a questa complessità la minore strutturazione dell'informativa di sostenibilità rispetto a quella *financial* (quest'ultima spesso regolata da norme civilistiche che ne contribuiscono a definire l'articolazione e le caratteristiche), la maggiore pervasività delle tematiche di sostenibilità che coinvolgono l'intero complesso delle funzioni aziendali, ma anche terzi che intervengono sulla "value chain" a monte e a valle (ad esempio tematiche di sicurezza afferenti ai contrattisti). A questi aspetti si aggiunge la necessità, ora sancita anche dai nuovi principi di rendicontazione europea, di considerare rilevante una informativa di sostenibilità che tiene conto sia della dimensione di effetti finanziari ad essa associata sia della dimensione di impatto rappresentata dalla possibilità che il tema di sostenibilità, oggetto di valutazione, sia in grado di produrre effetti significativi o potenziali su persone e sull'ambiente.

Per affrontare questa complessità occorre adottare un approccio pragmatico che punti su tre direttrici essenziali: concretezza, differenziazione della profondità dei controlli e valorizzazione dell'esistente.

Partiamo dal primo. Per trovare il "bandolo della matassa" occorre per prima cosa avviare concrete attività di analisi volte ad individuare e selezionare quelle informazioni, e relativi processi, che risultano essere di maggiore impatto e rilevanza per la società e per la sua "esposizione" verso l'esterno. L'individuazione e la selezione devono avvenire sulla base di un processo di *risk assessment* con approccio *risk based* che consenta di individuare quali informazioni/processi considerare in ambito e sui quali definire e implementare controlli in via prioritaria.

Un approccio *risk based* implica una valutazione complessiva dei rischi associati al contenuto informativo dei vari temi di sostenibilità attraverso una valutazione *market oriented* (sollecitazioni e aspettative esterne) e una valutazione *entity oriented* (connotazioni e caratteristiche interne). Questa necessità di bilanciare la doppia vista potrebbe comportare che società similari giungano a considerazioni differenti sulle aree da mettere "sotto controllo".

È fondamentale che il processo di individuazione delle informazioni e dei processi oggetto di prioritizzazione sia tracciato e tenga conto delle considerazioni espresse da soggetti terzi (analisi di sostenibilità, associazioni, ONG, università, rappresentanti dei sistemi finanziari, ecc.) che — sollecitati anche tramite questionari/contatti diretti — possano fornire indicazioni in merito a quali ambiti ritengano maggiormente rilevanti per l'*industry* di appartenenza e per la società nello specifico. In questa prospettiva, non meno rilevante, risulta l'analisi dei parametri considerati negli indici di sostenibilità e dalle agenzie di rating di sostenibilità al fine di individuare quali sono gli item maggiormente pesati e considerati dai terzi per l'espressione dei propri

giudizi. Integrano queste indicazioni esterne, le valutazioni “*entity specific*” volte ad identificare gli item di sostenibilità considerati rilevanti internamente quali ad esempio eventuali target di sostenibilità inseriti sistematicamente e strutturalmente nella strategia aziendale, obiettivi di sostenibilità inseriti all’interno di *sustainability linked bond* o strumenti finanziari simili nonché gli obiettivi di sostenibilità delle schede MBO del top management. A queste fattispecie si aggiungono considerazioni operative e di processo che, indipendentemente dalla rilevanza specifica dell’informativa, sono indicatori di rischi connessi alla elaborazione dell’informativa e pertanto rilevanti per la selezione dei processi oggetto di prioritizzazione; rientrano in questa casistica la complessità dell’elaborazione dell’informativa associata all’assenza di strutturati flussi informativi e strumenti informatici di supporto, la presenza di pregresse esperienze di rilevanti *reworking* dell’informativa o di loro *restatement*, ecc. Infine, e non da ultimo, assumono rilievo le eventuali segnalazioni prodotte dal revisore esterno nell’ambito dei processi di audit (*limited or reasonable*) sui dati di sostenibilità nonché le indicazioni derivanti da eventuali audit interni che hanno evidenziato la necessità di apportare miglioramenti ai processi di raccolta ed elaborazioni dell’informativa non finanziaria.

Senza avere la velleità di aver fornito una lista esaustiva, la valutazione degli input provenienti dall’esterno, dall’interno e dai referenti delle attività di audit dovrebbe fornire elementi sufficienti per poter selezionare un set di informazioni e processi ragionevole e in grado di rappresentare effettivamente gli ambiti dell’informativa di sostenibilità maggiormente rilevanti e i cui processi di elaborazione, raccolta e consolidamento meritino di essere supportati da adeguati controlli.

Il processo di *risk assessment* non è statico ma necessariamente dinamico e deve sistematicamente seguire l’evoluzione del contesto esterno ed interno al fine di assicurare che i presidi di controllo siano posizionati sugli effettivi ambiti a rischio.

Operata la selezione delle informazioni e dei processi da analizzare, il secondo passo è la ricognizione del processo di elaborazione, raccolta, consolidamento e reporting dei dati, attivando al riguardo il necessario interscambio informativo con le funzioni interessate al fine di definire il “chi fa cosa come e quando”. La mappatura del processo è essenziale per individuare i punti critici e definire i controlli da implementare negli snodi essenziali del processo. A tali fini l’approccio adottabile è articolato in cinque fasi:

i) la mappatura dei flussi di generazione dei dati sottostanti i processi, che sulla base del *risk assesment* sopra descritto, sono considerati « prioritari »;

ii) individuare gli obiettivi di controllo che si intende presidiare e le relative asserzioni (es. completezza e accuratezza del dato, corretta autorizzazione dell’informazione, ecc.);

iii) la valutazione dei rischi associati al processo di raccolta, consolidamento e reporting dei dati che implica il diretto coinvolgimento dei responsabili dei processi e altri attori rilevanti per individuare gli snodi critici delle attività;

iv) definire i controlli che riportano per le singole attività individuate i rischi, gli obiettivi di controllo e le asserzioni associati, la descrizione del controllo, l'identificazione dei soggetti coinvolti nel controllo e nel relativo monitoraggio, la tempistica e la relativa modalità/documentazione di supporto per la formalizzazione;

v) formalizzare e “pubblicare” i controlli secondo le regole di governance previste dai sistemi normativi interni al fine di assicurare che il sistema di controllo sia strutturato, formalizzato e verificabile.

Nell'ottica di garantire la sostenibilità operativa dei controlli è fondamentale sottolineare che non tutti i processi, per quanto rilevanti, richiedono il medesimo grado di profondità e complessità dei controlli.

Al contempo anche le stesse caratteristiche del controllo individuato possono assumere connotazioni differenti; per le fattispecie maggiormente a rischio o caratterizzate da un grado di significativa complessità, assicurare la correttezza del dato può richiedere di attivare controlli specifici volti a verificare la puntuale raccolta dei dati e la relativa documentazione, il *reperforming* autonomo e separato delle elaborazioni o la verifica del data input manuale nei sistemi; per altre fattispecie, analisi degli scostamenti dei dati rispetto ai periodi precedenti o rispetto alle attese possono essere forme di controllo sufficienti ed adeguate per individuare anomalie da approfondire.

In questo contesto, si inserisce il terzo driver da considerare nelle fasi di elaborazione del sistema di controllo sull'informativa non finanziaria rappresentato dalla necessità di valorizzare quanto già sviluppato in termini di sistema di controllo interno sull'informativa finanziaria.

In particolare, questi ultimi prevedono presidi di controllo trasversali all'intera società (*entity level control*) che complessivamente definiscono il generale “ambiente di controllo” in cui operano i processi e le persone; analoghe indicazioni valgono con riferimenti ai presidi posti in essere sui sistemi informativi (*general computer control*) volti ad assicurare la corretta governance dei sistemi gestiti.

In questa prospettiva, l'analisi dei controlli già in essere ai fini dell'informativa finanziaria risulta esercizio utile e necessario per individuare attività di controllo già svolte ed efficaci che possono essere funzionali anche al presidio dell'informativa di sostenibilità. Si consiglia infatti di valorizzare gli *entity level controls* e i *general computer controls* già esistenti e individuare quei controlli di processo già implementati che, opportunamente integrati, possano essere utili a presidiare i rischi dell'informativa non finanziaria (si pensi, ad esempio, ad un controllo sui costi connessi con gli obblighi di acquisto di certificati carbonici che risulta rilevante ai fini della redazione dell'informativa di bilancio ma anche per presidiare la correttezza del dato delle emissioni).

Al contempo merita segnalarsi che le caratteristiche delle tematiche di sostenibilità potrebbero richiedere di sviluppare approcci flessibili ed in grado di adattarsi alla complessità del processo di generazione ed elaborazione del dato, con conseguente necessità di sviluppare anche controlli “ibridi” che

combinò le caratteristiche tipiche dei controlli di processo con quelle di natura più trasversali degli *entity level control* o di governance dei sistemi IT.

Fermo restando che non vi sono soluzioni univoche e che gli schemi dei sistemi di controllo devono necessariamente corrispondere alle esigenze e strutture delle singole società, soprattutto nei casi in cui sia già presente un sistema di controllo interno sull'informativa finanziaria strutturato e "maturo", la previsione di un sistema di controllo interno unico e integrato, oltre ad essere la soluzione più naturale, appare quella che consente di ottimizzare e rendere più efficiente l'articolazione dei controlli.

In questa prospettiva non da ultimo merita segnalarsi come la Direttiva *CSRD*, modificando la Direttiva *Transparency*, affida la responsabilità dell'adeguatezza e controllo dell'informativa di sostenibilità ai medesimi soggetti a cui è stata affidata la responsabilità dell'adeguatezza e controllo dell'informativa finanziaria. In particolare, per la componente finanziaria, la normativa nazionale ha attribuito queste responsabilità al CEO e al Dirigente Preposto e che pertanto, in sede di recepimento della Direttiva *CSRD*, potranno essere ragionevolmente investiti anche delle responsabilità connesse all'attestazione sulla aderenza del *sustainability statement* con le previsioni della Direttiva europea e con gli standard di rendicontazione definiti dall'EFRAG. La previsione dell'attribuzione ai medesimi soggetti delle responsabilità sulla reportistica sia finanziaria che di sostenibilità e sui relativi presidi di controllo rafforza la sopra richiamata opportunità di integrare e creare un unico sistema che consenta di gestire entrambe le viste.

L'unicità del sistema comporta allo stesso tempo che anche le attività di monitoraggio (finalizzate all'individuazione di carenze di disegno e operatività) siano omogenee e che, come già avviene per la parte di componente finanziaria, interessino sia i responsabili dei processi che le funzioni deputate ai controlli di secondo e terzo livello (a titolo esemplificativo e non esaustivo la funzione Internal audit, le funzioni di compliance o di ispezione, ecc.). Al riguardo è importante sottolineare il ruolo del revisore esterno che, per il sistema di controllo interno sull'informativa finanziaria, è ben regolato dalle normative con specifici obblighi di analisi del sistema di controllo interno, mentre, allo stato attuale, per il sistema di controllo per i temi di sostenibilità, il ruolo del revisore non è stato ancora definito, fatto salvo il generale richiamo della *CSRD* di sottoporre, a tendere, la reportistica di sostenibilità a "*reasonable assurance*" che richiede generalmente la presenza di sistemi di controlli operativi e efficaci.

Integra, da ultimo, il quadro della complessità sopra rappresentata la necessità di sviluppare metodologie e metriche per la valutazione delle eventuali carenze riscontrate per verificare l'adeguatezza del sistema di controllo in essere posto in essere sull'informativa di sostenibilità. Anche in questo caso sarà necessario valorizzare quanto più possibile le esperienze e le tecniche di valutazione già sviluppate sulla componente *financial* valorizzando una lettura delle carenze che combini adeguatamente gli aspetti di una valutazione meramente quantitativa con l'approvazione valutazione anche degli aspetti qualitativi.

ATTUALITÀ

ASSIREVI: pubblicata monografia “l’evoluzione della governance dei rischi di information technology”

La ricerca svolta dal gruppo di Assirevi si colloca fra gli approfondimenti delle tematiche di *corporate governance* e del ruolo del consiglio d’amministrazione con riferimento all’indirizzo strategico e al *oversight* dei rischi e delle opportunità.

In particolare la monografia si pone l’obiettivo di analizzare i flussi informativi e i processi aziendali in tema di rischi IT strutturati sulla base di *framework* internazionali e di *leading practice*.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.assirevi.com/monografie/>

* * *

OCSE: pubblicata una nuova versione dei principi sul governo societario

L’Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico ha pubblicato una nuova versione delle “*Recommendation of the Council on Principles of Corporate Governance*”, emanate nel 2015. I principi di *corporate governance*, mirano a fornire delle linee guida finalizzate ad aiutare i *policy makers* a valutare e a migliorare il quadro normativo e istituzionale in materia di governo societario, con la prospettiva di sostenere l’integrità del mercato, l’efficienza economica, la *crescita sostenibile* e la *stabilità finanziaria*.

I. principi di governo societario enunciati nelle Raccomandazioni si articolano in 6 capitoli:

- I. Garantire le basi per un efficace quadro di governo societario;
- II. I diritti e il trattamento equo degli azionisti e le principali funzioni proprietarie;
- III. Investitori istituzionali, mercati azionari e altri intermediari;
- IV. Divulgazione e trasparenza;
- V. Le responsabilità del consiglio;
- V. Le responsabilità del consiglio
- VI. Sostenibilità e resilienza.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://legalinstruments.oecd.org/public/doc/322/322.en.pdf>

* * *

CONSOB: messo in consultazione il Regolamento su emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari

Il decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25, convertito, con modificazioni, dalla legge 10 maggio 2023, n. 52 (“Decreto FinTech”) ha introdotto un nuovo regime di forma e circolazione per taluni strumenti finanziari, che va ad affiancarsi alle tradizionali forme cartolare e dematerializzata, come disciplinata dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”).

CONSOB con il proprio “Regolamento sull’emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari”, provvede a disciplinare l’iscrizione e la cancellazione dall’elenco dei responsabili del registro per la circolazione digitale dei suddetti strumenti.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.consob.it/o/PubblicazioniPortlet/DownloadFile?filename=/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_fintech_20230710.pdf

* * *

ANAC: pubblicate le Linee Guida Whistleblowing e il Regolamento sulla gestione delle segnalazioni e sull’esercizio del potere sanzionatorio

Sono stati pubblicati in Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 164 del 15 luglio 2023:

I. il testo delle Linee Guida dell’Autorità Nazionale Anticorruzione (ANAC) in materia di “*protezione delle persone che segnalano violazioni del diritto dell’Unione e protezione delle persone che segnalano violazioni delle disposizioni normative nazionali*” (delibera ANAC n. 311 del 12 luglio 2023), adottate in attuazione del Decreto Legislativo 10 marzo 2023, n. 24 (meglio noto come Decreto *Whistleblowing*) e che sostituiscono le Linee Guida precedentemente adottate dall’Autorità nel 2021 sulla base della previgente disciplina;

II. il testo del “*Regolamento per la gestione delle segnalazioni esterne e per l’esercizio del potere sanzionatorio Anac in attuazione del decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 24*” (delibera ANAC n. 301 del 12 luglio 2023), il quale prevede ulteriori indicazioni in merito alla gestione da parte dell’Autorità delle segnalazioni esterne e al procedimento per l’esercizio del potere sanzionatorio attribuito a quest’ultima dal Decreto.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.anticorruzione.it/documents/91439/146849359/Delibera+n.+311+del+12+luglio+2023+LLGG+WB+versione+unitaria_.pdf/c87e8c07-86d0-baf9-685d-274e2eb6c93e?t=1690552947182

* * *

Comitato per la Corporate Governance: Comunicato su “Ragionevolezza e proporzionalità nell’evoluzione della disciplina della sostenibilità”

Il Comitato Italiano per la Corporate Governance ha rilevato come l’evoluzione del quadro normativo europeo e italiano in materia di sostenibilità avrà un effetto significativo anche sulla *corporate governance* delle società che applicano il Codice di Corporate Governance.

Il Comitato ha convenuto sulla opportunità di sollecitare i legislatori europeo e nazionale a procedere con ragionevolezza e proporzionalità nella evoluzione degli obblighi informativi e di comportamento nell’ambito della sostenibilità ambientale e sociale, affinché si tenga adeguatamente conto delle esigenze di competitività e di flessibilità delle imprese europee e italiane nel contesto geopolitico ed economico in continua trasformazione.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/news/20230719.pdf>

* * *

FINANCIAL REPORTING COUNCIL: messo in consultazione nuovo UK Corporate Governance Code

È stato messo in consultazione una nuova versione del UK Corporate Governance Code particolarmente incentrato sul Controllo interno, sull’*assurance* e sulla resilienza.

La nuova versione è stata sviluppata con un forte coinvolgimento degli *stakeholders*

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.frc.org.uk/getattachment/a92c8f2d-d119-4c4b-b45f-660696af7a6c/Corporate-Governance-Code-consultation-document.pdf>

* * *

CONSOB: pubblicate nuove “Linee guida per la semplificazione dei prospetti”

Le nuove “*Linee guida per la semplificazione dei prospetti*” sono state realizzate dal Comitato degli operatori di mercato e degli investitori (COMI), istituito da CONSOB.

Le linee guida sono redatte per la rappresentazione in forma semplice e chiara delle informazioni contenute nei prospetti di offerte al pubblico e di quotazione di azioni sui Mercati Regolamentati *practices* che, sulla base della

normativa europea, devono essere incluse nei prospetti, al fine di standardizzarne il contenuto — uniformandolo alle prassi di altri Stati membri dell'Unione europea — e agevolarne la comprensione, anche in fase di scrutinio da parte dell'Autorità medesima.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.consob.it/documents/1912911/1963829/COMI_Linee_guida_sempl_prospetti_20220713.pdf/62a319eb-3357-b78e-115b-58eb449c2e06

* * *

BANCA D'ITALIA: nuovo quaderno giuridico intitolato “Regole di settore, compliance e responsabilità da reato: l'applicazione del d.lgs. 231/2001 alle società bancarie”

Il Quaderno illustra i risultati delle analisi empiriche e degli approfondimenti teorici condotti in merito all'applicazione nel settore bancario delle norme sulla responsabilità da reato degli enti.

In particolare, il contributo si sofferma sui modelli di organizzazione e gestione adottati in concreto dagli intermediari — che testimoniano lo sforzo di “incorporare” le specifiche regole di prevenzione previste dal D.Lgs. 231/2001 nel già articolato tessuto normativo in materia di controlli interni delle banche — analizzando altresì il ruolo e la configurazione dell'organismo di vigilanza nelle banche e dei flussi informativi nei confronti dello stesso.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2023-0097/index.html>

* * *

CONSOB: definiti i parametri annuali relativi alle dichiarazioni di carattere non finanziario (DNF) per l'individuazione dei soggetti da sottoporre a controllo

Con delibera n. 22802 del 6 settembre 2023 Consob ha determinato i parametri previsti dall'art. 6 del regolamento adottato con delibera n. 20267 del 18 gennaio 2018 per il controllo, su base selettiva, delle dichiarazioni non finanziarie pubblicate nell'anno 2023.

La Commissione effettua il controllo sulle dichiarazioni non finanziarie su base campionaria. Per perseguire tale finalità, il comma 2 dell'art. 6 del Regolamento sopracitato, che disciplina le modalità di pubblicazione, verifica e vigilanza relative alle dichiarazioni di carattere non finanziario, prevede che CONSOB debba determinare annualmente, mediante apposita delibera, i

parametri sulla base dei quali individuare l'insieme dei soggetti le cui DNF verranno sottoposte a controllo.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2023/d22802.htm>

* * *

Borsa Italiana: apporta alcune modifiche al Regolamento dei Mercati

Borsa Italiana ha pubblicato l'Avviso n. 35594 del 22 settembre 2023, recante “*Modifiche al Regolamento dei Mercati*”. Le modifiche si propongono di rendere il mercato dei capitali italiano maggiormente competitivo. In particolare sono volte al fine di:

i) modificare — nell'ambito del regime di esclusione su richiesta dalle negoziazioni di obbligazioni, azioni (sia italiane che estere) ed ETF — la disciplina del computo del termine di permanenza delle negoziazioni sui mercati italiani, in senso più tutelante per gli investitori;

ii) razionalizzare il regime di esclusione su richiesta dalle negoziazioni di azioni per gli emittenti di diritto estero, rendendolo maggiormente in linea con la regolamentazione degli altri mercati del Gruppo Euronext, anche al fine di evitare potenziali arbitraggi regolamentari.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/avvisi/avviso35594-2023_pdf.htm

* * *

ESMA: richiamo di attenzione sulle informazioni relative alla sostenibilità da includere nei prospetti

Pubblicato un nuovo Public Statement che richiama l'attenzione degli emittenti e dei loro consulenti sulle informazioni in materia di sostenibilità che devono essere incluse nei prospetti informativi.

ESMA chiarisce le sue aspettative circa le modalità di adempimento degli obblighi informativi in materia di sostenibilità previsti dal Regolamento Prospetto ai fini della predisposizione, da parte di emittenti e consulenti dei prospetti informativi azionari e non azionari.

Per contribuire a:

i) garantire che le autorità nazionali competenti (NCA) adottino un approccio coordinato al controllo dell'informativa relativa alla sostenibilità nei prospetti;

ii) fornire agli emittenti e ai loro consulenti informazioni sull'informativa che le ANC si aspettano che includano nei loro prospetti;

iii) supportare la capacità degli investitori di prendere una decisione di investimento informata considerando l'importanza dell'informativa relativa alle questioni relative alla sostenibilità.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/document/statement-sustainability-disclosure-prospectuses>

* * *

ESMA: pubblicato un rapporto sull'utilizzo della terminologia ESG da parte dei fondi di investimento

Il rapporto Report ha effettuato un'analisi dell'utilizzo della terminologia relativa ai fattori ESG (*Environmental, Social and Governance*) nelle denominazioni e nella documentazione dei fondi di investimento europei, con la finalità di arginare il fenomeno del *greenwashing*.

Il rapporto chiarisce inoltre l'orientamento dell'Autorità in relazione alle modalità con le quali i fondi di investimento si dichiarano sostenibili.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-524821-2931_ESG_names_and_claims_in_the_EU_fund_industry.pdf

* * *

CONSOB: pubblicato il rapporto sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane 2022

Per il quinto anno consecutivo, il Rapporto esamina l'evoluzione delle modalità attraverso cui le società italiane hanno dato attuazione alla normativa in materia di rendicontazione non finanziaria, introdotta dalla Direttiva 2014/95/UE (Non-Financial Reporting Directive - NFRD) e recepita in Italia con il d.lgs. 254/2016.

Vengono analizzati i comportamenti delle società con azioni ordinarie quotate sul principale mercato regolamentato italiano (Euronext Milan) che possono segnalare progressi nel processo di trasformazione culturale, innescata anche dagli obblighi legislativi e dalle evoluzioni dell'autodisciplina, verso l'integrazione dei fattori ESG (*Environmental, Social and Governance*) nella definizione dei modelli di business, delle strategie aziendali e dei modelli di *corporate governance*.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.consob.it/documents/11973/2358180/rnf2022.pdf/d5a19e2b-1508-dc96-d818-cbbf9a7a8928?t=1696863994874>

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

MASSIME (*)

Società di capitali — Clausola “roulette russa” — Inserita nei patti parasociali — Applicabilità del principio di equa valorizzazione delle azioni — Esclusione — Fondamento.

Alla clausola cd. “*russian roulette*”, contenuta in un patto parasociale, non è applicabile analogicamente il principio di equa valorizzazione delle azioni, previsto, in caso di recesso del socio, dall’art. 2437-ter c.c., e in caso di riscatto delle azioni, dall’art. 2437-sexies c.c., in quanto detta clausola non costituisce in stato di soggezione il socio oblatore rispetto a quello che la attiva, ma lascia al primo la facoltà di acquistare, allo stesso prezzo, la partecipazione del socio proponente.

* * *

Società di capitali — Patti parasociali — Clausola “roulette russa” — Validità — Interesse di entrambi i soci — Sussistenza.

La clausola cd. “*russian roulette*”, contenuta in un patto parasociale, è valida, in quanto soddisfa l’interesse dei soci paciscenti ad evitare la possibile paralisi del funzionamento dell’assemblea derivante dalla contrapposizione del loro paritetico peso nell’esercizio del diritto di voto, sicché deve negarsi che la determinazione del suo contenuto sia rimessa all’unilaterale arbitrio di un socio a danno dell’altro.

Cass. civ., Sez. I, Sent. 25 luglio 2023, n. 22375 - Pres C. De Chiara - Rel. P. Fraulini.

* * *

(*) Massime a cura di Isabella Maffezzoni.

Patto parasociale — Natura — Società partecipata da ente pubblico — Sottoscrizione da parte del Sindaco — Nullità — Esclusione — Fondamento — Convalida — Ratifica mediante delibera successiva del Consiglio — Configurabilità.

In tema di società partecipate da enti pubblici, i patti parasociali, avendo natura di convenzioni negoziali di diritto comune, ove sottoscritti dal Sindaco in mancanza di deliberazione del Consiglio comunale, non sono nulli, ma annullabili, e possono essere convalidati, ai sensi dell'art. 1444 c.c., qualora l'amministrazione, cui spetta in via esclusiva l'azione di annullamento, vi abbia dato volontaria esecuzione, pur conoscendo o dovendo conoscere la causa di invalidità, ovvero ratificati mediante l'adozione di una delibera autorizzativa successiva del Consiglio.

Cass. civ., Sez. I, Ord. 1° giugno 2023, n. 15521 - Pres. A. Amendola - Rel. F. Terrusi.

* * *

Società — Atto di scissione societaria — Azione revocatoria ex art. 2901 c.c. o ex art. 66 L. fall. — Competenza dalla Sezione specializzata in materia di impresa — Questione di massima di particolare importanza.

Venendo in rilievo una questione di interpretazione di una regola processuale per la quale si profila l'esigenza di necessità di un orientamento uniforme, si ritiene opportuno rimettere la causa alla Prima Presidente per l'eventuale assegnazione alle Sezioni Unite, involgendo essa la seguente questione: se l'azione revocatoria, esperita ai sensi dell'art. 2901 cod. civ. o 66 legge fall., nei confronti di un atto di scissione societaria sia da ricomprendere nelle cause e procedimenti « relativi a rapporti societari ivi compresi quelli concernenti l'accertamento, la costituzione, la modificazione o l'estinzione di un rapporto societario », di cui alla lett. a) del secondo comma dell'art. 3, d.lgs. n. 168 del 2003, per i quali è stabilita la competenza delle Sezioni specializzate in materia di impresa, o se dette domande, non rientrando nell'ambito di applicazione della norma citata, siano soggette alla disciplina ordinaria sul riparto di competenze.

Cass. civ., Sez. I, 9 agosto 2023, n. 24237 - Pres. M. Di Marzio - Rel. P. Catalozzi.

* * *

Società — Trasformazione — Effetti — Trasformazione da società di persone in società di capitali — Liberazione dei soci illimitatamente respon-

sabili — Consenso presunto dei creditori — Comunicazione formale ex art. 2500 quinquies c.c. — Necessità.

In tema di trasformazione di una società di persone in una società di capitali (c.d. “trasformazione omogenea progressiva”), l’art. 2500-*quinquies* c.c. richiede necessariamente, ai fini della liberazione dei soci illimitatamente responsabili per le obbligazioni sorte anteriormente ad essa, una comunicazione formale da parte della società debitrice nei confronti dei creditori sociali, in assenza della quale il consenso di questi ultimi non può in alcun modo presumersi.

Cass. civ, Sez. I, Ord. 19 giugno 2023, n. 17473 - Pres. M. Acierno - Rel. R. Amatore.

* * *

Società — Di capitali — Società cooperative (Nozione, caratteri, distinzioni, tipi: a responsabilità limitata e non limitata) — Organi sociali — Assemblea — Deliberazioni ex art. 2479 ter c.c. — Annullamento della delibera cui abbia partecipato il socio in conflitto di interessi — Possibilità di adottare una diversa delibera — Necessità — Esclusione — Interesse del socio — Sussistenza.

In tema di delibere assembleari societarie, l’interesse alla loro impugnazione sorge, in relazione a quanto previsto dall’art. 2479-*ter*, comma 2, c.c., per il mero fatto dell’adozione con la partecipazione determinante di un socio in conflitto di interessi e per la loro idoneità ad arrecare un danno alla società, dovendosi invece prescindere dalla possibilità o meno per l’assemblea di approvare una delibera di diverso contenuto, corrispondente alla volontà del socio impugnante, laddove per mancanza del “quorum” costitutivo il socio in conflitto si fosse astenuto.

Cass. civ, Sez. I, Ord. 19 giugno 2023, n. 17461 - Pres.M. Acierno - Rel. P. Catalozzi.

* * *

Società di capitali — Società per azioni (Nozione, caratteri, distinzioni) — Organi sociali — Assemblea dei soci — Deliberazioni — Invalide — Impugnazione — Impugnazione delibera approvazione bilancio — Mancata impugnazione dei bilanci successivi — Interesse ad agire — Sussistenza — Fondamento.

Le impugnazioni previste dagli art. 2377 e 2379 c.c. nei confronti delle delibere di approvazione del bilancio non richiedono, dopo l’impugnazione del

primo bilancio, anche quella dei bilanci “medio tempore” chiusi nel corso del giudizio, poiché, ai sensi dell’art. 2434-*bis*, comma 3, c.c., l’amministratore deve tener conto delle ragioni dell’intervenuta dichiarazione giudiziale di invalidità non solo nella predisposizione del bilancio dell’esercizio nel corso del quale questa viene dichiarata, ma anche correggere i bilanci seguenti a quello impugnato, con la conseguenza che la mancata impugnazione di questi ultimi non priva dell’interesse ad agire il socio impugnante.

Cass. civ., Sez. I, Ord. 24 maggio 2023, n. 14338 - Pres. M. Acierno - Rel. R. Amatore.

* * *

Società di capitali — Società per azioni (Nozione, caratteri, distinzioni) — Costituzione — Modi di formazione del capitale — Limite legale — Conferimenti — In genere — Versamento del socio in conto futuro aumento di capitale — Qualificazione — Criteri interpretativi.

Per qualificare la dazione come versamento in conto futuro aumento di capitale, l’interprete deve verificare che la volontà delle parti di subordinare il versamento all’aumento di capitale risulti in modo chiaro e inequivoco, utilizzando, all’uopo, indici di dettaglio (quali l’indicazione del termine finale entro cui verrà deliberato l’aumento, il comportamento delle parti, eventuali annotazioni contenute nelle scritture contabili o nella nota integrativa al bilancio, clausole statutarie) e, comunque, qualsiasi altra circostanza del caso concreto, capace di svelare la comune intenzione delle parti e gli interessi coinvolti, non essendo, all’uopo, sufficiente la sola denominazione adoperata nelle scritture contabili.

* * *

Versamento del socio in conto futuro aumento di capitale — Caratteristiche — Mancata effettuazione dell’aumento — Conseguenze.

Per versamento in conto futuro aumento di capitale devono intendersi quelle dazioni di danaro dei soci a favore della società che non siano, tuttavia, definitivamente acquisite al patrimonio sociale, avendo uno specifico vincolo di destinazione, con la conseguenza che, ove l’aumento non sia operato, il socio avrà diritto alla restituzione di quanto versato, per essere venuta meno la causa giustificativa dell’attribuzione patrimoniale da lui eseguita in favore della società, quale ripetizione dell’indebitato.

Cass. civ., Sez. I, Ord. 8 agosto 2023, n. 24093 - Pres. M. Acierno - Rel. Andrea Fidanzia.

* * *

Società di capitali — Società per azioni (Nozione, caratteri, distinzioni) — Organi sociali — Amministratori — Responsabilità — In genere.

La proposizione dell'azione di responsabilità nei confronti di una pluralità di amministratori di società dà luogo ad una fattispecie di litisconsorzio facoltativo e non già necessario, cui consegue comunque l'applicabilità dell'art. 1310 c.c., sicché l'atto interruttivo della prescrizione contro uno di essi ha effetto anche nei confronti degli altri.

Cass. civ., Sez. I, Ord. 1° settembre 2023, n. 25593 - Pres. A. Amendola - Rel. A. Fidanzia.

* * *

Società di capitali — Società per azioni (Nozione, caratteri, distinzioni) — Costituzione — Modi di formazione del capitale — Limite legale — Delle azioni — In genere — Attività di un consorzio — Esclusione di un consorziato dalla partecipazione ai relativi risultati economici sulla base di un lodo arbitrale — Divieto del patto leonino — Configurabilità — Esclusione — Fondamento.

Società — Società di persone fisiche (Nozione, caratteri, distinzioni) — Società semplice — Rapporti tra soci — Partecipazione ai guadagni e alle perdite — Patto leonino — In genere.

Il divieto del c.d. patto leonino, di cui all'art. 2265 c.c., è estensibile a tutti i tipi sociali e presuppone l'esistenza di una clausola statutaria, frutto della volontà dei soci, che escluda in modo totale e costante uno o alcuni di essi dalla partecipazione al rischio d'impresa e agli utili, sicché non può porsi in conflitto con esso un lodo arbitrale che, regolando gli effetti economici dell'annullamento di delibere consortili, abbia escluso un'impresa consorziata dai risultati della gestione del consorzio solo in relazione a un determinato periodo temporale.

Cass.civ., Sez. I, Ord. 1° settembre 2023, n. 25594 - Pres. A. Amendola - Rel. G. Mercolino.

* * *

Società di persone fisiche (Nozione, caratteri, distinzioni) — Società in nome collettivo — Norme applicabili — Rapporti fra i soci — Divieto di concorrenza — Società in accomandita semplice — Responsabilità dell'accomandatario per violazione del divieto di concorrenza — Danno conseguente — Quantificazione — Criteri.

In tema di società in accomandita semplice, la quantificazione del danno risarcibile per violazione del divieto di concorrenza previsto dall'art. 2301 c.c. (nella specie derivante dallo sviamento del pacchetto dei clienti assicurati in favore di una società neocostituita) va effettuata dal giudice del merito, anche a mezzo di c.t.u., secondo i metodi di valutazione del reddito aziendale prospettico, tenuto conto della differenza fra l'ammontare complessivo dei mancati ricavi e quello dei costi non sostenuti, che la società danneggiata avrebbe conseguito o sopportato, in mancanza della condotta di illecita concorrenza.

* * *

Divieto di concorrenza — Socio accomandatario — Recesso dalla società dell'accomandatario unico titolare di un rapporto di agenzia assicurativa — Immediata costituzione di una società personale concorrente — Violazione del divieto di concorrenza — Sussistenza — Legittimità del recesso — Rilevanza — Esclusione.

In tema di società in accomandita semplice, viola il divieto di concorrenza, previsto dall'art. 2301 c.c., l'accomandatario di una società di persone titolare di rapporto di agenzia di assicurazioni, che, dopo aver disdetto a nome della società il contratto di agenzia da essa intrattenuto, lo abbia poi assunto in proprio, procurando il trasferimento del portafoglio in capo ad una nuova società a lui riferibile, senza che il legittimo recesso dell'unico accomandatario, titolare del requisito della iscrizione all'albo degli agenti di assicurazione, possa in sé escludere l'esistenza di un danno, solo perché valido ed efficace.

Cass. civ., Sez. I, Ord. 28 luglio 2023, n. 23010 - Pres. L. Tricomi - Rel. L. Nazzicone

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSUALE

LA COMPOSIZIONE NEGOZIATA DELLA CRISI:

PROFILI DI DIRITTO DEL LAVORO

di MADDALENA ARLENGHI

La composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa è stata introdotta con il d.l 24 agosto 2021 n. 118 ed è ora disciplinata all'interno del codice della crisi di impresa e dell'insolvenza agli articoli da 12 a 25-*undecies*. Preliminarmente si riepilogano le caratteristiche principali di tale strumento.

Il percorso della composizione negoziata ha l'obiettivo di restituire al mercato un'impresa sana, è un procedimento stragiudiziale non è una procedura concorsuale e si avvia su iniziativa volontaria dell'imprenditore il quale nel corso delle trattative conserva la gestione ordinaria e straordinaria della impresa. Durante il percorso di negoziazione i creditori hanno un potere di recupero del loro credito affievolito e gli istituti di credito non possono revocare gli affidamenti per il solo avvio del procedimento. I contraenti creditori non possono rifiutare l'adempimento dei contratti pendenti o risolverli.

È previsto un intervento proporzionale e graduale del giudice come soggetto volto ad eliminare difficoltà o ad aiutare nel percorso; infatti, è prevista l'applicazione di misure protettive e cautelari solo su istanza del debitore. Ma per l'intera durata del procedimento non può essere pronunciata la sentenza dichiarativa di liquidazione giudiziale anche laddove l'istanza fosse stata presentata prima dell'avvio del percorso.

La procedura di composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa rappresenta, nell'intendimento originario del legislatore, uno strumento con il quale si intende agevolare il risanamento di quelle imprese che, pur trovandosi in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario tali da renderne probabile la crisi o l'insolvenza, hanno le potenzialità necessarie per restare sul mercato, anche mediante la cessione dell'azienda o di un ramo di essa.

Figura centrale del procedimento della composizione è l'esperto, terzo indipendente, che esamina, alla luce del piano di risanamento, l'adeguatezza delle strategie e delle iniziative industriali. Se ritiene concrete le prospettive

di risanamento dell'impresa, in qualsiasi sua forma, l'esperto individua con l'imprenditore le parti con le quali è opportuno che vengano intraprese le trattative.

L'esperto agevola le trattative tra l'imprenditore e i creditori, e gli altri soggetti interessati al fine di individuare una soluzione per il superamento dello squilibrio patrimoniale economico finanziario anche mediante il trasferimento dell'azienda o di rami di essa al fine di consentire all'impresa di rimanere sul mercato.

L'incarico dell'esperto si conclude:

- quando l'imprenditore non compare in sua presenza senza presentare giustificazioni;
- in qualunque momento in cui l'esperto ritenga che non sussista o sia venuta meno ogni concreta prospettiva di risanamento;
- dopo 180 giorni dall'accettazione della nomina (le trattative possono proseguire se tutte le parti in causa sono d'accordo e l'esperto ha acconsentito);
- quando si arriva a una delle soluzioni per il risanamento dell'impresa.

Al termine dell'incarico l'esperto redige una relazione finale che inserisce nella piattaforma telematica e comunica all'imprenditore e, in caso di misure protettive e cautelari, trasmette al tribunale.

La scelta compiuta dal legislatore è quella di affiancare all'imprenditore un esperto nel campo della ristrutturazione, terzo e indipendente e munito di specifiche competenze, al quale è affidato il compito di agevolare le trattative necessarie per il risanamento dell'impresa.

Con riguardo agli **specifici profili di tutela del lavoro** e di coinvolgimento delle rappresentanze sindacali nell'ambito della composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa, si rileva in primo luogo **l'esclusione dei diritti di credito dei lavoratori dalle misure protettive** del patrimonio che — ai sensi dell'art. 18, c. 1, CCI — l'imprenditore può chiedere con l'istanza di nomina dell'esperto o con successiva istanza: dal giorno della pubblicazione dell'istanza, i creditori non possono acquisire diritti di prelazione se non concordati con l'imprenditore, né possono iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul suo patrimonio o sui beni e sui diritti con i quali viene esercitata l'attività d'impresa.

Tuttavia — ai sensi dell'art. 18, c. 3 del CCI e come previsto dalla direttiva UE 2019/1023 — sono esclusi dalle misure protettive i diritti di credito dei lavoratori, che quindi potranno far valere i loro crediti senza limitazioni avvalendosi del privilegio generale di cui all'art. 2751-bis, c.c. ed attraverso azioni esecutive o cautelari.

In secondo luogo, l'art. 22, c. 1, lett. d), CCI stabilisce che il Tribunale, su richiesta dell'imprenditore e verificata la funzionalità degli atti rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori, possa autorizzare l'imprenditore a trasferire in qualunque forma l'azienda o uno o più suoi rami senza gli effetti di cui all'art. 2560, c. 2, c.c.; resta però esplicitamente fermo il disposto dell'art. 2112, c.c., in relazione al quale non si

contemplano margini di deroga in relazione al mantenimento dei diritti dei lavoratori previsti da tale disposizione del codice civile.

Ne risulta, in definitiva, la sostanziale salvaguardia dei diritti dei lavoratori nell'ambito della composizione negoziata per la soluzione della crisi.

Nei principi generali del CCI, ad ulteriore tutela dei lavoratori durante una fase comunque delicata della vita dell'impresa, **l'art. 4, c. 3, CCI** (introdotta con il D.L. 17 giugno 2022 n.83) **prevede una specifica ipotesi di informazione e consultazione sindacale**: si stabilisce, infatti, che — ove non siano previste, dalla legge o dai contratti collettivi di cui all'art. 2, c. 1, lett. g, del d.lgs. n. 25/2007 (ovvero i contratti stipulati tra le organizzazioni datoriali e sindacali comparativamente più rappresentative sul piano nazionale) diverse procedure di informazione e consultazione — se nel corso delle trattative della **composizione negoziata** e nella predisposizione del piano nell'ambito di uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza, sono assunte rilevanti determinazioni che incidono sui rapporti di lavoro di una pluralità di lavoratori, anche solo per quanto riguarda l'organizzazione del lavoro o le modalità di svolgimento delle prestazioni, il datore di lavoro che occupa complessivamente più di quindici dipendenti informa con comunicazione scritta i soggetti sindacali di cui all'art. 47, c. 1, della l. n. 428/1990 (vale a dire le rappresentanze sindacali unitarie, ovvero le rappresentanze sindacali aziendali costituite a norma dell'art. 19 della l. n. 300/1970, ovvero i sindacati di categoria che hanno stipulato il contratto collettivo applicato nelle imprese interessate alla procedura; in mancanza delle predette rappresentanze aziendali, i sindacati di categoria comparativamente più rappresentativi).

I soggetti sindacali, entro tre giorni dalla ricezione dell'informativa, possono chiedere all'imprenditore un incontro. La conseguente consultazione deve avere inizio entro cinque giorni dal ricevimento dell'istanza e, salvo diverso accordo tra i partecipanti, si intende esaurita decorsi dieci giorni dal suo inizio.

La consultazione si svolge **con vincolo di riservatezza** rispetto alle informazioni qualificate come tali dal datore di lavoro o dai suoi rappresentanti nel legittimo interesse dell'impresa.

Alla consultazione svolta nell'ambito della composizione negoziata partecipa anche **l'esperto** ed è redatto, ai soli fini della determinazione del compenso dell'esperto, un sintetico rapporto sottoscritto dall'imprenditore e dall'esperto.

È prevista quindi **una procedura di informazione e consultazione sindacale**, che si aggiunge a quelle già previste e disciplinate dall'ordinamento, da attivare ogni qual volta l'imprenditore intenda adottare determinazioni rilevanti che incidono sui rapporti di lavoro di una pluralità di lavoratori, anche solo per quanto riguarda l'organizzazione del lavoro o le modalità di svolgimento delle prestazioni.

Conclusivamente: in conformità a quanto previsto dalla legge delega n.

155/2017, la tutela dei lavoratori ha finalmente ricevuto nel CCI una significativa e, in alcuni casi, rilevante attenzione. Per quanto non si venga a configurare un organico ed autonomo statuto protettivo dei lavoratori nell'ambito delle diverse procedure, nel CCI emerge — in misura e modi inediti rispetto alla legge fallimentare, anche in ragione di alcune sollecitazioni provenienti dalla direttiva UE 2019/1023 — una specifica considerazione per la salvaguardia, ove possibile ed entro certi limiti, dei posti di lavoro (e non solo dei crediti dei lavoratori) e per il coinvolgimento degli stessi lavoratori o delle loro rappresentanze nelle diverse fasi della gestione della crisi e dell'insolvenza.

In definitiva, coordinando il procedimento della composizione negoziata della crisi e la relativa procedura di informazione e consultazione sindacale con gli altri strumenti già a disposizione dei lavoratori nell'ambito della crisi si potrebbe individuare una corretta modalità per tutelare ogni diritto, derivante dalle prestazioni di lavoro, in capo al lavoratore non solo per la tutela del diritto di credito ma dell'intero rapporto di lavoro.

MASSIME (*)

Concordato preventivo — Creditore ipotecario — Diritto di voto.

Nel procedimento di concordato preventivo il creditore ipotecario non è ammesso al voto solo nel caso in cui il suo credito venga soddisfatto per l'intero attraverso il pagamento in denaro (art. 177, comma 2, l.F.).

La sua esclusione diviene parziale nel caso in cui, ex artt. 160, comma 2 e 177, comma 3, l.f. il pagamento privilegiato corrisponde unicamente ad una parte del credito. Per la restante parte riceve un trattamento pari ai creditori chirografari del tuto diverso da quanto sopra ricostruito è l'ipotesi in cui il credito ipotecario è soddisfatto attraverso un bene diverso dal denaro.

Nella proposta di concordato nella quale sia prevista per il creditore ipotecario una soddisfazione non in denaro, ma con un bene diverso (quote societarie), non è ammissibile il divieto di voto sancito dall'art. 177, co. 2, L.F., né è applicabile la disciplina dell'art. 160, co. 2, L.F..

In presenza di una degradazione "qualitativa" del creditore ipotecario (cioè la sua soddisfazione con mezzi diversi dal denaro) gli spetta il diritto di voto per l'intero credito, essendogli altrimenti impedito il controllo circa la non svalutazione della propria garanzia reale in punto di trattamento riservato in sede concordataria (c.d. giudizio di cram down).

Tribunale di Pavia, decreto 13 ottobre 2023.

* * *

Concordato semplificato — Misure protettive ex art. 54 CCII — Applicabilità.

Nonostante l'art. 54 CCII — che prevede il potere del Tribunale di emettere misure cautelari e protettive nel corso del procedimento per l'apertura della liquidazione giudiziale o della procedura di concordato preventivo o di omologazione di accordi di ristrutturazione e del piano di ristrutturazione soggetto a omologazione — non sia richiamato dall'art. 25-sexies CCII relativo alla procedura di concordato semplificato per cessione di beni, alla luce della costante Giurisprudenza deve ritenersi che tali misure siano applicabili anche al Concordato Semplificato, trattandosi di misure connaturate e funzionali ai procedimenti per l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza.

Tribunale di Trieste, 8 settembre 2023.

(*) Massime a cura di Maddalena Arlenghi, Federica Cassese e Giorgia Vigna Taglianti.

* * *

Concordato minore — Ricorso del Presidente di Associazione Sportiva Dilettantistica — Solidarietà per i debiti del sodalizio — Ammissibilità.

Il Presidente di una Associazione Sportiva Dilettantistica può richiedere, unitamente all'Associazione, il concordato minore *ex art. 74 CCII* per i soli debiti del sodalizio che su di lui gravano per responsabilità solidale *ex art. 38 cc* in quanto, ai fini della suddetta procedura, egli non può ritenersi consumatore.

Tribunale di Udine, 29 settembre 2023.

* * *

Concordato minore — Imprenditore individuale — Cancellato dal Registro delle Imprese — Ammissibilità.

Poiché l'imprenditore individuale dopo un anno dalla sua cancellazione dal registro delle imprese, se sopra soglia o in ogni caso se impresa minore, non è più assoggettabile a liquidazione giudiziale, deve ritenersi che egli ben possa accedere al concordato minore liquidatorio ai sensi dell'art. 74 co. 1 CCII; l'inammissibilità di cui all'art. 33 ult.co. CCII, infatti, si riferisce solo all'"imprenditore collettivo" che, ai sensi dell'art. 2495 cc, con la suddetta cancellazione si estingue.

Tribunale di La Spezia, 30 agosto 2023.

* * *

Concordato minore — Giudizio di omologa — Fattibilità del Piano — Valutazione del Tribunale — Manifesta infattibilità — Rigetto omologa.

Nel giudizio di omologa di concordato minore in ordine alla fattibilità della proposta e, dunque, del piano la compete ai creditori, anche con riferimento alla concreta prospettiva di adempimento dell'impegno assunto dagli istanti e dai terzi; deve conseguentemente ritenersi che l'omologa possa essere negata dal Tribunale solo in presenza di una assoluta e manifesta non fattibilità del piano.

Tribunale di Nola, 4 ottobre 2023.

* * *

Sovraindebitamento — Piano di ristrutturazione del consumatore — Omologazione del piano ex art. 70 comma 9 CCII — Convenienza della proposta comparata all'alternativa liquidatoria.

Con riferimento al potere del giudice di omologare piano di ristrutturazione del consumatore in presenza di osservazioni dei creditori ex art. art. 70 comma 9 CCII, la disposizione in questione impone al giudice di compiere un bilanciamento puramente economico sulla preferenza del piano rispetto all'alternativa liquidatoria, con esclusivo riferimento al creditore che contesti la convenienza del piano e della proposta.

Tribunale di Torino, 20 settembre 2023.

* * *

Sovraindebitamento — Piano di ristrutturazione del consumatore — Cessione del quinto dello stipendio.

Il credito ceduto dal lavoratore al terzo creditore è un credito futuro, che sorge relativamente ai ratei di stipendio solo nel momento in cui egli matura il diritto a percepire lo stipendio mensile. Nel contratto di cessione del credito futuro, infatti, il trasferimento del credito si verifica solo nel momento in cui il credito viene ad esistenza mentre, anteriormente, pur essendo il contratto perfetto, esplica efficacia meramente obbligatoria. Questa impostazione appare coerente con i principi generali che orientano la disciplina del sovraindebitamento, quali la natura concorsuale del procedimento e la *par condicio creditorum*, che inducono a ritenere che il cessionario del quinto debba (e possa) essere assoggettato alla eventuale falcidia prevista per i chirografari.

Tribunale di Torino, 20 settembre 2023.

* * *

Sovraindebitamento — Piano di ristrutturazione del consumatore — Condizioni soggettive ostative di cui all'art. 69, comma primo, CCII — Meritevolezza.

Per configurare il requisito soggettivo, quantomeno della colpa grave, non si può prescindere dalla valutazione del comportamento dell'ente finanziatore, nella specie rappresentato da un soggetto professionale, altamente specializzato e qualificato nella valutazione del merito creditizio, con l'effetto che il concorso determinante del finanziatore nella causazione dello stato di

sovraindebitamento, riduce il grado di colpa eventualmente a carico del debitore.

Tribunale di Torino, 20 settembre 2023.

* * *

Sovraindebitamento — Piano di ristrutturazione del consumatore — Condizioni soggettive ostative di cui all'art. 69, comma primo, CCII — Merito creditizio.

Per configurare il requisito soggettivo, quantomeno della colpa grave, non si può prescindere dalla valutazione del comportamento dell'ente finanziatore, in particolar modo ove rappresentato da un soggetto professionale, altamente specializzato e qualificato nella valutazione del merito creditizio del debitore. Nell'ipotesi in cui l'istituto di credito non svolga una puntuale e doverosa valutazione, come richiesta dall'art. 124-bis TUB, il soggetto finanziatore concorre in modo determinante nella causazione dello stato di sovraindebitamento del debitore, producendo come effetto una riduzione del grado di colpa eventualmente a carico di quest'ultimo.

Tribunale di Torino, 31 maggio 2023

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

*Corte di cassazione, Sez. III Penale, 13 giugno 2023 (dep. 22 agosto 2023),
n. 35314, Pres. Andreazza, Rel. Andronio.*

RITENUTO IN FATTO

1. Con ordinanza del 24 gennaio 2023, il Tribunale di Latina, in sede di riesame, ha confermato il sequestro preventivo finalizzato alla confisca per equivalente disposto nei confronti di R.M., indagato — in qualità di componente del Consiglio di Amministrazione della società cooperativa integrata sociale (*Omissis*), esercente l'attività di accoglienza di cittadini provenienti da Paesi terzi richiedenti asilo e rifugiati politici — per i reati di cui agli artt. 2 e 8 del D.Lgs. n. 74 del 2000.

2. Avverso l'ordinanza l'indagato ha proposto, tramite il difensore, ricorso per cassazione, lamentando, con un unico motivo di doglianza, la violazione della legge processuale e il difetto assoluto di motivazione, con riferimento alla conferma della sussistenza del *fumus commissi delicti* per l'adozione del decreto di sequestro preventivo. Il Tribunale del riesame si sarebbe limitato ad argomentare su un piano meramente astratto, senza avere proceduto alla ricostruzione e alla valutazione della base fattuale e senza dare risposta alla specifica deduzione difensiva sul punto. Si contesta la possibilità di riconoscere indizi di responsabilità penale, in ragione della supposta natura colposa della responsabilità derivante dalla violazione dell'art. 2392, c.c., e si sostiene la mancata assunzione della veste di legale rappresentante dell'ente in capo al ricorrente, con conseguente impossibilità giuridica dello stesso di impedire l'evento. Nel provvedimento impugnato mancherebbero argomenti che diano conto dell'avvenuta percezione, da parte dell'amministratore, di fatti rilevatori di consistenti anomalie nella gestione, del compimento di operazioni ingiustificate o comunque di situazioni societarie non conformi alla legge o allo statuto. Il Tribunale avrebbe attribuito una responsabilità "da posizione", fondata sul solo ruolo rivestito dall'imputato in seno alla società nel periodo di riferimento. Gli argomenti adottati dai giudici

territoriali in ordine alla responsabilità dell'odierno ricorrente risulterebbero ascrivibili a un piano giuridico meramente astratto; mentre il provvedimento difetterebbe di qualsiasi descrizione concreta alla cui stregua, nel caso specifico, possano ritenersi sussistenti i gravi indizi di reità. Nella motivazione dell'ordinanza impugnata emergerebbe una carenza assoluta in ordine alla ricognizione dei presupposti di fatto relativi al collegamento tra la posizione di consigliere di amministrazione non delegato assunta dal ricorrente e la condotta omissiva allo stesso attribuita.

CONSIDERATO IN DIRITTO

1. Il ricorso è inammissibile.

1.1. Occorre premettere che, secondo il consolidato orientamento di questa Corte, l'art. 2392, c.c., norma che regola la posizione di garanzia degli amministratori all'interno delle s.p.a., dispone che questi sono solidalmente responsabili verso la società dei danni derivanti dall'inosservanza dei doveri loro imposti dalla legge o dallo statuto, a meno che non si tratti di attribuzioni proprie del comitato esecutivo o attribuite in concreto ad uno o più di essi, così come ribadisce specificamente per il consiglio di amministrazione l'art. 2381, comma 2, c.c. Dovendosi perciò distinguere l'ipotesi in cui il consiglio di amministrazione operi con o senza deleghe, deriva dal suddetto assetto normativo che, a meno che l'atto non rientri nelle attribuzioni delegate al comitato esecutivo o taluno dei consiglieri che ne sono parte, tutti i componenti del consiglio di amministrazione rispondano — salvo il meccanismo di esonero contemplato dal comma 3 dell'art. 2392, c.c., che prevede l'esternazione e l'annotazione dell'opinione in contrasto da parte del consigliere dissenziente nonché immune da colpa — degli illeciti deliberati dal consiglio, anche se in fatto non decisi o compiuti da tutti i suoi componenti. In tema di reati tributari, dunque, nel caso di delitto deliberato e direttamente realizzato da singoli componenti del consiglio di amministrazione, nel cui ambito non sia stata conferita alcuna specifica delega, ciascuno degli amministratori risponde a titolo di concorso per omesso impedimento dell'evento, ove sia ravvisabile una violazione dolosa dello specifico obbligo di vigilanza e di controllo sull'andamento della gestione societaria derivante dalla posizione di garanzia di cui all'art. 2392, c.c. (Sez. 3, n. 30689 del 04/05/2021, Rv. 282714). Il Tribunale ha fatto corretta applicazione del principio sopra enunciato, spiegando che non vi era alcuna delega riferibile ad alcuno dei componenti del consiglio di amministrazione della (*Omissis*); pertanto, ha ritenuto gravante su tutti i consiglieri la responsabilità solidale per gli illeciti posti in essere dal consiglio di amministrazione, che devono riferirsi solidalmente a ciascuno di essi, e in particolar modo all'odierno ricorrente che, all'epoca dei fatti contestati, era stato prima legale rappresentante della (*Omissis*) e, successivamente, era stato eletto presidente del consiglio di amministrazione della medesima società.

1.2. Relativamente alla sussistenza del *fumus commissi delicti*, appare utile premettere che, come più volte ribadito dalla giurisprudenza di legittimità, fatture per operazioni inesistenti sono anche quelle che si connettono al compimento di un negozio giuridico apparente diverso da quello realmente intercorso tra le parti. Si è affermato da tempo il principio secondo il quale l'oggetto della sanzione di cui all'art. 2 del D.Lgs. n. 74 del 2000 è ogni tipo di divergenza tra la realtà commerciale e la sua espressione documentale, tenuto conto dello speciale coefficiente di insidiosità che si connette all'utilizzazione della falsa fattura. In altri termini, la fattura, al pari di tutti gli elementi equipollenti, deve contenere una rappresentazione veritiera di tutti i dati significativi, sicché assume rilevanza anche l'inesistenza giuridica, la quale si verifica ogniqualvolta la divergenza tra la realtà e la rappresentazione riguardi la natura della prestazione documentata in fattura con ciò determinandosi una alterazione del contenuto del documento contabile (*ex plurimis*, Sez. 3, n. 45114 del 28/10/2022, Rv. 28377; Sez. 3, n. 11633 del 02/02/2022, Rv. 282985; Sez. 3, n. 1998 del 15/11/2019, dep. 2020, Rv. 278378).

La difesa richiede a questa Corte una inammissibile rivalutazione del merito del provvedimento impugnato, nella misura in cui tenta di sostenere la mancata individuazione da parte del giudice di elementi fattuali dai quali far discendere la presenza dei gravi indizi di reato sulla base dei principi appena enunciati.

Anche a prescindere da ciò, deve comunque rilevarsi che il Tribunale ha preso in esame ogni singola compagine sociale, individuando gli elementi dai quali emerge la sussistenza del *fumus commissi delicti*. In particolare, per quanto riguarda la (*Omissis*): stando ai dati trasmessi dalla stessa (*Omissis*), risulta che la (*Omissis*) ha svolto prestazioni reali a favore della prima per soli 8.000,00 Euro; la (*Omissis*) ha la propria sede legale allo stesso indirizzo della (*Omissis*) e utilizza lo stesso dominio web; dal libro giornale e dal mastrino fornitori, emerge che, per tutti gli importi — ad eccezione di quello di 8.000,00 Euro sopra citato — avviene prima il pagamento a cadenza mensile e solo a fine anno si procede alla registrazione in contabilità; tutte le fatture indicano in maniera assolutamente generica le prestazioni; la (*Omissis*) non risulta avere utenze intestate, né locali o beni in affitto o comodato, mentre effettua solo acquisti di modico importo; l'unica risorsa palese è il personale, di per sé del tutto insufficiente a garantire autonoma esecuzione delle prestazioni, in mancanza dei necessari beni strumentali; dal 2015 la (*Omissis*) è formalmente depositaria delle scritture contabili della (*Omissis*), ma manca qualsivoglia documentazione contabile della stessa; dalle sommarie informazioni testimoniali rese da B.L., M.D., F.A., risulta che queste hanno svolto la propria prestazione lavorativa per la (*Omissis*) e non sanno nulla della (*Omissis*); per il periodo di imposta 2019, dalla banca dati INPS risulta che la (*Omissis*) non ha avuto alcun dipendente; dall'Anagrafe Tributaria non risulta che la (*Omissis*) abbia presentato alcun modulo 770 per tale anno di

imposta; la (*Omissis*) nel 2019 risulta aver ricevuto dalla (*Omissis*) bonifici su un proprio conto corrente, utilizzati per disporre bonifici — anche verso l'estero — a diversi soggetti, tra i quali M.R. (figlio di M.) e G.V., all'epoca coniuge del (*Omissis*); il legale rappresentante della (*Omissis*) risulta da tempo irreperibile; la società non è più operativa dal 2017 ed è formalmente chiusa dal 28/02/2019.

Per quel che concerne il (*Omissis*), il Tribunale territoriale ha rilevato che le prestazioni devono ritenersi inesistenti, in quanto: non vi è traccia di documentazione a supporto di quanto indicato nelle fatture con la dicitura “servizio di supporto amministrativo e progettazione”, peraltro assolutamente generica; colui che le avrebbe rese (C.F., dipendente del (*Omissis*)) ha smentito di essersi occupato di elaborare progetti per conto della (*Omissis*), precisando che neppure l'ufficio di cui fa parte si è mai occupato di tali progetti e che, in ogni caso, la parcella per bandi dal valore di un milione di Euro può attestarsi tra i 500,00 ed i 2.500,00 Euro e, dunque, su importi di gran lunga inferiori a quelli registrati nella contabilità della (*Omissis*); sono emerse anomalie relative alla fattura n. 3 del 01/02/2018, in quanto sono state emesse due fatture, una dell'importo complessivo di 5.400,00 Euro, annotata nella contabilità della sola AID, l'altra, dell'importo di 11.800,00 Euro, annotata nella sola contabilità della (*Omissis*), entrambe aventi lo stesso oggetto; se ne deduce una sovrapposizione pari a 6.095,24 Euro, quale differenza tra gli importi. Il Tribunale ha adeguatamente spiegato che sussistono adeguati indizi della sovrapposizione posta in essere dal ricorrente, ribadendo che, secondo la consolidata giurisprudenza di questa Corte, il reato di cui all'art. 2 del D.Lgs. n. 74 del 2000 sussiste anche nelle ipotesi di inesistenza relativa (ovvero quando l'operazione vi è stata, ma per quantitativi inferiori a quelli indicati in fattura) e di sovrapposizione “qualitativa” (ovvero quando la fattura attesti la concessione di beni e/o servizi aventi prezzo maggiore di quelli forniti), in quanto oggetto della responsabilità penale è ogni tipo di divergenza tra la realtà commerciale e la sua espressione documentale (*ex multis*, Sez. 3, n. 28352 del 21/05/2013, Rv. 256675).

2. In considerazione di quanto precede, il ricorso deve essere dichiarato inammissibile. Tenuto conto della sentenza 13 giugno 2000, n. 186, della Corte costituzionale e rilevato che, nella fattispecie, non sussistono elementi per ritenere che “la parte abbia proposto il ricorso senza versare in colpa nella determinazione della causa di inammissibilità”, alla declaratoria dell'inammissibilità medesima consegue, a norma dell'art. 616 c.p.p., l'onere delle spese del procedimento nonché quello del versamento della somma, in favore della Cassa delle ammende, equitativamente fissata in Euro 3.000,00.

Il Consiglio di Amministrazione senza deleghe: responsabilità solida per i reati tributari e operazioni giuridicamente inesistenti (di ROSSANA LUGLI)

1. Il recente intervento della Corte di cassazione sulla responsabilità penale del Consiglio di Amministrazione privo di deleghe.

La Corte di cassazione, con sentenza n. 35314, depositata in data 23 agosto 2023, è tornata sul tema della responsabilità dei componenti del Consiglio di Amministrazione nel caso in cui al suo interno non sia stato nominato alcun organo delegato ⁽¹⁾.

La Cassazione è intervenuta a seguito del ricorso presentato da uno degli indagati avverso il provvedimento con il quale il Tribunale di Latina, in funzione di giudice del riesame, aveva confermato il sequestro preventivo per equivalente finalizzato alla confisca, disposto in relazione ad alcuni reati tributari, sui beni dell'indagato.

Nello specifico si contestava a quest'ultimo, membro di un Consiglio di Amministrazione al cui interno non erano state rilasciate deleghe ⁽²⁾, di aver concorso, unitamente agli altri consiglieri, nei reati di cui agli artt. 2 e 8 del D.Lgs. 74/2000, quindi di essersi avvalso, nelle dichiarazioni fiscali, di fatture per operazioni inesistenti, nonché di aver emesso e rilasciato fatture della medesima natura, al fine di evadere le imposte sul valore aggiunto ovvero sul reddito delle persone giuridiche.

Occorre precisare in questa sede che l'art. 12-*bis* D.Lgs. 74/2000 disciplina la confisca obbligatoria in materia di reati tributari stabilendo che nel caso di sentenza di condanna (o di patteggiamento) *“è sempre ordinata la confisca dei beni che ne costituiscono il profitto o il prezzo, salvo che appartengano a persona estranea al reato”*.

La norma prevede altresì, qualora non sia possibile la confisca diretta del prezzo o del profitto del reato, la c.d. confisca “per equivalente”, che si applica sui beni di cui il reo ha la disponibilità in misura corrispondente al prezzo o al profitto del reato ⁽³⁾.

Per scongiurare l'eventualità che l'indagato/imputato disperda prima della conclusione del procedimento penale i beni sui quali deve essere ordi-

⁽¹⁾ Sul tema, L. ROCCATAGLIATA, *I criteri di attribuzione della responsabilità penale in capo al consigliere senza deleghe. Quando repetita iuvant*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2018, 6.

⁽²⁾ In sentenza si legge che trattasi di cooperativa sociale integrata esercente l'attività di accoglienza di cittadini provenienti da Paesi Terzi richiedenti asilo e rifugiati politici, cfr. sentenza in commento, p. 1.

⁽³⁾ Il secondo comma dell'art. 12-*bis* D.Lgs. 74/2000 prevede un'ipotesi di esclusione della confisca nel caso in cui — e per la parte che — il contribuente si impegna a versare all'Erario anche in presenza di sequestro. Nel caso di mancato versamento di tali somme la confisca è però sempre disposta.

nata la confisca (diretta o per equivalente), su questi può essere disposto il sequestro preventivo ai sensi dell'art. 321, comma 2 c.p.p. (4).

Di norma ciò avviene già nel corso delle indagini preliminari su richiesta del Pubblico Ministero e con decisione del Giudice per le Indagini Preliminari (5).

La richiamata disposizione del codice di rito stabilisce, infatti, che il Giudice può disporre il sequestro preventivo “*delle cose di cui è consentita la confisca*”.

Per meglio comprendere questo istituto, si precisa che il sequestro preventivo è una misura cautelare reale, che comporta un vincolo di indisponibilità della cosa sottoposta a sequestro e che può essere applicata solo in presenza del *fumus commissi delicti*, cioè di “*elementi di fatto, quantomeno indiziari, che consentano, pur tenendo conto della fase processuale [...] di ricondurre l'evento punito dalla norma penale alla condotta dell'indagato*” (6).

Alla luce di quanto finora illustrato, in assenza di altre indicazioni in sentenza, si deve ritenere che nel caso di specie il sequestro preventivo per equivalente abbia riguardato i beni nella disponibilità del componente del Consiglio di Amministrazione (7), tendenzialmente per un importo pari all'imposta evasa con l'utilizzo di fatture per operazioni inesistenti (il profitto) e all'eventuale prezzo percepito per l'emissione delle fatture della medesima natura (8).

Il ricorrente ha contestato il provvedimento disposto nei suoi confronti censurando l'asserita sussistenza del *fumus commissi delicti*.

Nello specifico l'indagato ha lamentato come gli indizi di colpevolezza a suo carico fossero stati ricavati nel provvedimento originario, poi confermato dal Tribunale del riesame di Latina, soltanto sulla base di una sorta di “responsabilità da posizione”, in relazione al ruolo di amministratore da lui ricoperto in un Consiglio di Amministrazione in cui non erano state conferite deleghe.

La pronuncia in commento, con la quale è stato dichiarato inammissibile

(4) In caso di sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere il sequestro perde efficacia e le cose sequestrate sono restituite a chi ne ha diritto ex art. 323 del codice di rito.

(5) Invero, ai sensi dell'art. 321 c.p.p. il sequestro preventivo può essere applicato anche direttamente dal Pubblico Ministero o dalla Polizia Giudiziaria, ma deve essere convalidato dal Giudice procedente, entro 48 ore. La misura può comunque essere applicata anche in fasi successive sempre su richiesta del Pubblico Ministero e con provvedimento del Giudice procedente.

(6) Cass. pen., Sez. II, 7 dicembre 2021 (dep. 2 marzo 2022), n. 7525; Cass. pen., Sez. II, 28 gennaio 2014 (dep. 5 febbraio 2014), n. 5656 del 28.01.2014, per le quali il *fumus* corrisponde all'astratta sussumibilità del fatto nella previsione penale.

(7) Con il concetto di “*beni nella disponibilità del reo*” s'intendono, secondo giurisprudenza costante, anche quelli intestati ad altri soggetti ma riconducibili allo stesso (ad esempio la casa familiare, intestata alla moglie, ma acquistata con i proventi — leciti — del lavoro dell'indagato).

(8) Si precisa che la contestazione di cui all'art. 8 D.Lgs. 74/2000 non determina da parte del soggetto emittente le fatture l'evasione di un'imposta. Infatti, l'emissione di fatture false si propone il fine di consentire a terzi l'evasione delle imposte. Per cui rispetto all'art. 8 del Decreto, il sequestro dovrebbe aver riguardato solo l'eventuale prezzo.

il ricorso, ha offerto alla Corte di cassazione l'occasione di pronunciarsi su alcuni interessanti temi, che saranno oggetto della presente trattazione: (i) in primo luogo, sulla responsabilità dei membri del Consiglio di Amministrazione nel caso in cui non siano state conferite deleghe al suo interno e, (ii) in secondo luogo, in ordine alla categoria di elaborazione giurisprudenziale delle operazioni ritenute giuridicamente inesistenti, idonee ad integrare i delitti di cui agli artt. 2 e 8 del D.Lgs. 74/2000.

2. La responsabilità degli amministratori nel Codice civile.

Al fine di comprendere compiutamente il ragionamento svolto dai giudici di legittimità nella sentenza in commento, e quindi individuare i confini della responsabilità (civile e penale) degli amministratori, si rende necessaria l'analisi delle norme che regolano la materia, in primo luogo dell'art. 2392 del Codice civile.

Secondo tale disposizione *“gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze”*.

La loro responsabilità è solidale *“verso la società dei danni derivanti dall'inosservanza di tali doveri”*, ma solo qualora, precisa la norma, non *“si tratti di attribuzioni proprie del comitato esecutivo o di funzioni in concreto attribuite ad uno o più amministratori”*.

Perciò, in via generale, è prescritto che tutti gli amministratori, con e senza deleghe, rispondano solidalmente per fatto proprio dei danni cagionati alla società dall'inosservanza del generale dovere di diligenza.

Tuttavia, qualora all'interno del Consiglio di Amministrazione siano state conferite deleghe ad uno o più soggetti (ad esempio ad un comitato esecutivo o ad uno o più amministratori delegati), se l'atto negligente che ha cagionato il danno rientra nelle attribuzioni oggetto di specifica delega, viene meno la responsabilità solidale di tutti gli altri consiglieri privi di delega. In tal caso risponderanno soltanto i consiglieri muniti di delega comprensiva di quello specifico atto.

L'art. 2392 c.c. prosegue prevedendo anche un'ipotesi in cui rivive la responsabilità solidale di tutti i componenti del Consiglio di Amministrazione, anche nel caso di conferimento di deleghe al suo interno.

La disposizione stabilisce, infatti, che gli amministratori *“sono solidalmente responsabili [n.d.r. solo] se, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose”*.

Pertanto, in un Consiglio di Amministrazione che ha conferito al suo interno delle deleghe, gli amministratori non esecutivi — ma anche quelli esecutivi che non hanno compiuto l'atto “incriminato” — possono rispondere per i fatti pregiudizievoli (in sede civile e penale) commessi da un ammini-

stratore delegato, se erano a conoscenza della situazione e non hanno fatto quanto in loro potere per evitarne la commissione⁽⁹⁾.

Il nocciolo della questione, per comprendere appieno i confini e le esimenti della responsabilità degli amministratori, riguarda pertanto il significato da attribuire al concetto di “*diligenza*”, gravante su tutti gli amministratori, nonché al concetto di “*fatti pregiudizievoli*” la cui conoscenza fa scattare il dovere di agire degli stessi.

3. La diligenza richiesta all'amministratore.

Rispetto al significato del concetto di “*diligenza*”, occorre precisare che lo stesso sembra riempirsi di contenuti diversi a seconda che il Consiglio di Amministrazione abbia conferito o meno deleghe al suo interno e in relazione all'amministratore con o senza deleghe.

Non essendo prevista dalla normativa una specifica casistica, il problema di stabilire che cosa l'amministratore debba fare per adempiere al dovere di diligenza può essere risolto in realtà solo in concreto avuto riguardo alle circostanze del caso (dimensioni e settore di attività, struttura organizzativa, tempo a disposizione, rapporti con le Autorità, etc.).

In ogni caso, rispetto a questo tema, viene in soccorso l'art. 2381 del Codice civile.

Secondo tale norma, infatti, tutti gli amministratori, con o senza deleghe, “*sono tenuti ad agire in modo informato*”⁽¹⁰⁾.

Si tratta di un obbligo che deve essere adempiuto mediante la facoltà, prevista dalla stessa norma, di chiedere agli amministratori delegati di fornire precise informazioni e chiarimenti relativi alle scelte gestionali della società.

Non solo.

⁽⁹⁾ Vedi anche N. MENARDO, *La responsabilità penale omissiva degli amministratori privi di delega. Recenti approdi giurisprudenziali e spunti di riflessione*, in *Dir. pen. cont.*, 19 novembre 2015 e sia consentito di citare R. LUGLI, *La responsabilità penale del consigliere di amministrazione senza deleghe per gli illeciti deliberati dal Cda*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2022, 4.

⁽¹⁰⁾ Si tratta, com'è evidente, di obblighi di natura diversa, dai confini forse più sfocati, rispetto a quelli che gravavano sugli amministratori prima della riforma del diritto societario del 2003, che, come si ricorderà, ha rimosso l'obbligo di vigilanza e controllo, gravante su tutti gli amministratori, in ordine al generale andamento della gestione societaria, prima contemplato all'articolo 2392, comma 2 del Codice civile. La differenza è di tutta evidenza. In precedenza, la responsabilità degli amministratori, anche se privi di deleghe, era molto più ampia, in quanto si imponeva agli stessi — di fatto — di svolgere un sindacato sulle scelte poste in essere dai consiglieri delegati. Un compito di fatto assai complesso e neppure praticabile nelle logiche societarie: al fine di evitare un concorso nei fatti pregiudizievoli altrui, ciascun amministratore avrebbe infatti dovuto svolgere una sorta di controllo sull'operato degli altri, cui loro stessi avevano conferito il potere di agire rispetto a singole materie specifiche. La conseguenza poteva essere un conflitto permanente, se non il caos gestionale. La soluzione adottata dal Legislatore invece a partire dal 2003 ha modificato sostanzialmente tale sistema alleggerendo notevolmente la responsabilità degli amministratori senza deleghe che, come detto, devono attivarsi solo nel caso in cui siano a conoscenza di segnali di allarme (o di fatti pregiudizievoli).

Ciascun amministratore, sulla base delle informazioni ricevute dall'organo delegato, deve valutare l'andamento della gestione (art. 2381, terzo comma c.c.) ed è ragionevole ritenere che in caso di fondati dubbi non chiariti in Consiglio possa chiedere ulteriori informazioni e documenti anche ai dirigenti della società.

È proprio attraverso tali adempimenti che si ritiene possibile venire a conoscenza di “*fatti pregiudizievoli*” o comunque di escludere *ex post* una colpevole ignoranza degli stessi ⁽¹¹⁾.

Si tratta di poteri/facoltà che certamente sono riconosciuti anche in capo a ciascun membro del Consiglio di Amministrazione all'interno del quale non sono state rilasciate deleghe.

In questa ipotesi, tuttavia, la responsabilità di ciascun consigliere è molto più ampia e si confonde con quella degli altri membri.

Di conseguenza si ritiene che in questi casi la facoltà degli amministratori di chiedere informazioni, sia all'interno che all'esterno del Consiglio, diventi di fatto un obbligo (se si vuole escludere o attenuare la propria responsabilità per gli illeciti commessi dagli altri consiglieri).

Si aggiunga poi che il dovere di agire informati acquista naturalmente un contenuto molto più ampio e incisivo nei confronti dei consiglieri delegati rispetto all'esercizio dei poteri loro attribuiti con delega.

Questi, infatti, per non incorrere in responsabilità, devono assumere cautele ben più ampie prima di ogni decisione, anche al fine di evitare operazioni di pura sorte, ovvero la violazione di leggi, non solo di natura penale ⁽¹²⁾.

4. I segnali d'allarme: un possibile significato.

Una volta compresa l'importanza del dovere di diligenza, diventa fondamentale comprendere quali possano essere i “*segnali di allarme*” del rischio di

⁽¹¹⁾ Sul punto la giurisprudenza di legittimità ha affermato che “*Letta tale disposizione in combinato disposto con quella di cui al novellato art. 2392, comma 1, c.c., ne viene che anche gli amministratori privi di deleghe sono responsabili verso la società ma nei limiti delle attribuzioni loro proprie, quali stabilite dalla disciplina normativa: dunque, non sono più sottoposti ad un generale obbligo di vigilanza, tale da trasmodare di fatto in una responsabilità oggettiva, per le condotte dannose degli altri amministratori, ma rispondono solo quando non abbiano impedito fatti pregiudizievoli di quest'ultimi in virtù della conoscenza o della possibilità di conoscenza di elementi tali da sollecitare il loro intervento alla stregua della diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze, tanto in forza del loro dovere di agire informati ex art. 2381, comma 6, c.c., che implica la possibilità di chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società, ma non riconosce loro un'autonoma potestà di indagine* (Cass. civ., Sez. I, 31 agosto 2016, n. 17441, Rv. 641165).

⁽¹²⁾ Si tratta della diligenza richiesta in materia civile per escludere il sindacato del giudice nelle scelte imprenditoriali, c.d. *Business Judgement Rule*. Si presume che i *directors* e i *managers* delle società effettuino scelte gestionali con diligenza (*duty of care*) ed in assenza di conflitto di interessi (*duty of loyalty*). La giurisprudenza statunitense lo fa coincidere con l'obbligo di agire informati, la cui violazione si verificherebbe però unicamente in presenza di lacune “sistematiche” (e non occasionali) nel sistema informativo dell'impresa.

commissione di fatti pregiudizievoli da parte di altri consiglieri⁽¹³⁾, la cui conoscenza, secondo costante giurisprudenza, determina la responsabilità anche dei non delegati.

La normativa non detta invero alcuna specifica indicazione, né fornisce una chiara definizione dei segnali d'allarme.

Tuttavia, in primo luogo, può trarsi spunto dall'art. 2381, comma 5 c.c. secondo il quale gli organi delegati “*riferiscono al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni sei mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate*”.

Un segnale d'allarme deve pertanto ravvisarsi nell'omissione, nella vaghezza o nel ritardo dell'amministratore delegato nel riferire al Consiglio nei termini previsti dall'art. 2381, comma 5 del Codice civile.

In secondo luogo, si ritiene che possano ricomprendersi nel concetto di “*segnale di allarme*”, le irregolarità e anomalie significative riscontrate nella gestione della società e nei rapporti con il mercato e con i terzi.

A mero titolo esemplificativo ma non esaustivo, si segnalano:

- il compimento di operazioni estranee all'oggetto sociale o prive di giustificazione;
- la realizzazione di operazioni rilevanti senza il previo svolgimento di alcuna istruttoria o analisi;
- la gestione personalistica dell'impresa o l'interesse taciuto nell'operazione da parte degli amministratori o di loro parti correlate;
- incongruenze contabili nelle voci di bilancio;
- il ricorso costante o cospicuo a finanziamenti soci o la mancata ricapitalizzazione;
- rilievi mossi dal collegio sindacale, dalla società di revisione o dall'organismo di vigilanza 231;
- le richieste di accesso da parte dei soci alla documentazione societaria;
- rilevante e persistente crisi di liquidità;
- sanzioni amministrative ai sensi del D.Lgs. 231/2001;
- comportamenti anomali o elusivi da parte degli amministratori delegati o dei soggetti apicali.

In presenza di uno di tali indici, o in assenza di informazioni complete da parte dei delegati, l'amministratore non esecutivo ha l'obbligo di chiedere informazioni precise ed ulteriori agli amministratori delegati e agli altri componenti, soprattutto prima di esprimere il proprio voto in Consiglio.

(13) Così D. PULITANO, *Amministratori non operativi e omesso impedimento di delitti commessi da altri amministratori*, in *Le Società*, 2008, p. 889 ss. Secondo l'Autore non è chiaro cosa la giurisprudenza intenda per “*segnali di allarme*”: si tratta, infatti, di un concetto “*non definito, e sostanzialmente affidato a variegate (tutt'altro che indiscutibili) casistiche di casi concreti*”. L'evidente rischio è quello “*di dedurre il dolo dalla colpa*”, ricavando la prova della volontà del soggetto agente da situazioni di mera negligenza.

Qualora dalle informazioni acquisite emergesse, anche solo il sospetto, che altri membri del Consiglio di Amministrazione stanno compiendo o hanno compiuto fatti pregiudizievoli, l'amministratore privo di deleghe, al fine di escludere la propria responsabilità (civile e penale), deve attivarsi per impedire il compimento degli stessi o quantomeno dissociarsi dalle condotte altrui, ad esempio esprimendo e facendo annotare il proprio dissenso nei libri delle adunanze.

Sebbene la normativa richiamata si riferisca solo ai Consigli di Amministrazione con membri delegati al suo interno (laddove appunto, impone soltanto a questi di riferire periodicamente agli altri componenti), si ritiene che l'omissione, la vaghezza o il ritardo nel fornire le informazioni richieste nonché le varie ipotesi di segnali d'allarme elencate, siano fondamentali per tutti gli amministratori di società (quindi anche in presenza di un Consiglio di Amministrazione senza deleghe), in quanto permettono un (fondamentale) vaglio sulla correttezza della gestione societaria.

Peraltro, a conclusione del presente paragrafo appare utile introdurre un apprezzabile punto di arrivo della giurisprudenza di legittimità sulla definizione del concetto di *"segnali di allarme inequivocabili"*.

Con una recente sentenza, la Corte di cassazione, pronunciandosi al termine di un processo per alcuni fatti di bancarotta, ha chiarito che *"ai fini della configurabilità del concorso dell'amministratore privo di delega per omesso impedimento dell'evento, è necessario che, nel quadro di una specifica contestualizzazione delle condotte illecite poste in essere dai consiglieri operativi in rapporto alle concrete modalità di funzionamento del consiglio di amministrazione, emerga la prova, da un lato, dell'effettiva conoscenza di fatti pregiudizievoli per la società o, quanto meno, di 'segnali di allarme' inequivocabili dai quali desumere l'accettazione del rischio — secondo i criteri propri del dolo eventuale del verificarsi dell'evento illecito e, dall'altro, della volontà di non attivarsi per scongiurare detto evento"* ⁽¹⁴⁾.

Ciò in quanto la responsabilità dell'amministratore senza deleghe, a titolo di concorso nel reato degli altri componenti delegati del Consiglio di Amministrazione, *"non può fondarsi sulla sola posizione di garanzia e discendere, tout court, dal mancato esercizio dei relativi doveri di intervento"*.

La sua responsabilità è piuttosto configurabile ove, essendo a conoscenza di segnali di allarme o di fatti pregiudizievoli, o potendone essere a conoscenza con la dovuta diligenza, *"l'omesso intervento abbia avuto effettiva incidenza di contributo causale nella commissione del reato da parte dei consiglieri con delega. Ciò comporta che, compiuto il giudizio controfattuale necessario ai fini dell'affermazione della responsabilità omissiva impropria, il giudice di merito è tenuto a verificare se, qualora fossero state compiute dal*

⁽¹⁴⁾ Cass. pen., Sez. V, 13 giugno 2022 (dep. 13 settembre 2022), n. 33582 e, in termini assolutamente sovrapponibili, si veda anche Cass. pen., Sez. V, 19 giugno 2018 (dep. 27 settembre 2018), n. 42568, Rv. 273925 e Cass. pen., Sez. I, 9 marzo 2018 (dep. 3 aprile 2018), n. 14783, Rv. 272614.

consigliere senza delega le doverose attività di intervento, si sarebbero ugualmente realizzate le condotte integranti reato ascritte agli amministratori con delega” ⁽¹⁵⁾.

5. I principi espressi dalla giurisprudenza di legittimità nella sentenza in commento.

La Corte di cassazione con la sentenza in commento ha dichiarato inammissibile il ricorso presentato dall'imputato, amministratore di un Consiglio privo di organi delegati, ritenendo sussistente il *fumus*, e quindi “potenzialmente” integrati i reati tributari contestati.

Tale conclusione segue il percorso normativo indicato dal Codice civile e sopra illustrato.

La sentenza in commento, infatti, dopo aver richiamato il contenuto degli artt. 2392 e 2381 del Codice civile afferma che *“dovendosi distinguere l'ipotesi in cui il consiglio di amministrazione operi con o senza deleghe, deriva dal suddetto assetto normativo che, a meno che l'atto non rientri nelle attribuzioni delegate al comitato esecutivo o taluno dei consiglieri che ne sono parte, tutti i componenti del consiglio di amministrazione rispondano — salvo il meccanismo di esonero contemplato dal terzo comma dell'art. 2392, cod. civ., che prevede l'esternazione e l'annotazione dell'opinione in contrasto da parte del consigliere dissenziente nonché immune da colpa — degli illeciti deliberati dal consiglio, anche se in fatto non decisi o compiuti da tutti i suoi componenti”* ⁽¹⁶⁾.

In altre parole, la Corte afferma che, rispetto ai casi in cui non siano state conferite deleghe internamente al Consiglio, tutti gli amministratori rispondono solidalmente per gli illeciti commessi da uno di essi, se non provano di aver richiesto informazioni e manifestato la loro *dissenting opinion*, annotata sul verbale dell'adunanza del Consiglio di Amministrazione.

Dopo questo passaggio, la Corte conclude però ampliando i doveri imposti agli amministratori, statuendo che *“in tema di reati tributari, dunque, nel caso di delitto deliberato e direttamente realizzato da singoli componenti il consiglio di amministrazione, nel cui ambito non sia stata conferita alcuna specifica delega, ciascuno degli amministratori risponde a titolo di concorso per omesso impedimento dell'evento, ove sia ravvisabile una violazione dolosa dello specifico obbligo di vigilanza e di controllo sull'andamento della gestione societaria derivante dalla posizione di garanzia di cui all'art. 2392, cod. civ.”* ⁽¹⁷⁾.

Tale conclusione risulta invero molto più ampia di quanto sancito dalle norme del Codice civile sopra illustrate.

⁽¹⁵⁾ Cfr. Cass. pen., Sez. V, 13 giugno 2022 (dep. 13 settembre 2022), n. 33582.

⁽¹⁶⁾ Cfr. sentenza in commento.

⁽¹⁷⁾ Cfr. sentenza in commento.

Come noto, infatti, l'art. 2392 c.c. impone oggi — in generale — a tutti gli amministratori, solo un dovere di diligenza, mentre è scomparso, a seguito della riforma del 2003, il “*dovere di vigilanza*” in ordine all'operato degli amministratori e così pure un ampio dovere di controllo in ordine all'andamento della gestione societaria.

La riforma, infatti, ha modificato il precedente sistema di doveri, non tanto con la *ratio* di alleggerire la posizione degli amministratori non delegati, quanto piuttosto di individuare la responsabilità degli stessi in relazione ai poteri e doveri che effettivamente caratterizzano l'incarico assunto.

Si tratta di una considerazione che trova invero applicazione anche rispetto ai membri dei Consigli di Amministrazione al cui interno non siano state rilasciate deleghe gestorie. Nessuna norma prevede, infatti, a loro carico obblighi maggiori e più penetranti.

A ben vedere, però, anche alla luce della sentenza in commento, in tali ipotesi il consigliere deve necessariamente svolgere un controllo più pregnante sulle scelte e sull'operato degli altri.

La sua, infatti, è una responsabilità solidale che viene meno solo se la mancata vigilanza e controllo sono dovuti a colpa, ovvero conseguenti a negligenza, imprudenza o imperizia.

6. La responsabilità per i reati tributari dichiarativi dei componenti del Consiglio di Amministrazione senza deleghe.

La Corte di cassazione invero aveva già avuto modo di esprimersi sulla responsabilità degli amministratori per i reati tributari laddove non fossero state conferite deleghe a membri del Consiglio di Amministrazione.

Con sentenza n. 30689 del 4 maggio 2021, la Suprema Corte si era pronunciata proprio in un caso analogo, a seguito del rigetto del riesame di un provvedimento di applicazione di una misura cautelare reale ai membri di un Consiglio di Amministrazione privo di deleghe, in relazione al delitto di dichiarazione fraudolenta mediante l'utilizzo di fatture per operazioni inesistenti.

In tale occasione la Corte aveva precisato che “*in assenza di deleghe ad alcuno dei componenti del consiglio di amministrazione del Consorzio, deve (con giudizio rebus sic stantibus, proprio di questa fase cautelare) ritenersi gravante su tutti i consiglieri, come sopra rilevato, la responsabilità solidale per gli illeciti deliberati o posti essere dal consiglio di amministrazione, da riferirsi solidalmente a ciascuno di essi*”⁽¹⁸⁾.

In particolare, però, la Corte precisava che su ciascuno di essi “*grava una posizione di garanzia di cui all'art. 2392 cod. civ.*” e “*proprio perché investito, al pari di ogni altro componente del consiglio di amministrazione, dei compiti*

⁽¹⁸⁾ Cass. pen., Sez. III, 4 maggio 2021 (dep. 5 agosto 2021), n. 30689.

di amministrazione diretta, aveva uno specifico obbligo di vigilanza, quand'anche di fatto le determinazioni sul conferimento dei sub-appalti e sui conseguenti obblighi tributari non fossero state da costui direttamente assunte, sull'andamento della gestione societaria o a titolo di dolo generico per la consapevolezza che dalla condotta omissiva possano scaturire gli eventi tipici del reato, o, comunque, a titolo di dolo eventuale, per la semplice accettazione del rischio che questi si verifichino” ⁽¹⁹⁾.

Si tratta, com'è evidente, di una conclusione che sembra estendere ancor più i confini della responsabilità dei componenti del Consiglio di Amministrazione a cui non siano state conferite deleghe, individuando, oltre ad un generale dovere di vigilanza sull'andamento della gestione societaria, anche una responsabilità di tipo omissivo per la violazione dei doveri imposti agli amministratori (tra cui appunto il dovere di vigilanza e controllo sugli altri consiglieri).

Non solo, secondo tale precedente giurisprudenziale sembrerebbe sussistere di fatto anche una sorta di responsabilità da posizione (quella che era stata censurata dall'imputato nella recente sentenza oggetto del presente articolo) scaturente dal solo fatto di aver accettato di ricoprire la carica.

In altre parole, indipendentemente dal dovere di diligenza e di vigilanza, secondo questo precedente, il componente del Consiglio di Amministrazione privo di deleghe risponde nei confronti della società per le sanzioni conseguenti a reati tributari anche solo per aver accettato di ricoprire tale incarico.

Sul punto, siano consentite due considerazioni.

Se la conclusione, che recupera il generale dovere di vigilanza, anche se in assenza di un riferimento letterale normativo, risulta comunque coerente con il contenuto delle norme del Codice civile in materia (*i*); desta invece forte perplessità la conclusione per cui la responsabilità consegue soltanto all'accettazione dell'incarico (*ii*).

Rispetto alla prima considerazione, nel caso di Consiglio di Amministrazione privo di deleghe, il dovere di diligenza disciplinato dall'art. 2392 c.c. non può che tradursi di fatto in un generale controllo sull'operato di tutti gli altri consiglieri, soprattutto se si considera che rispetto ai reati tributari dichiarativi normalmente la dichiarazione fiscale viene sottoscritta da un membro soltanto.

Ne consegue che la mera richiesta di informazioni (o un dovere di diligenza generale non accompagnato dalla vigilanza sugli altri membri) non può garantire l'emersione di fatti pregiudizievoli o quantomeno di segnali d'allarme che, invece, potrebbero essere rilevati mediante controlli specifici (ad esempio l'analisi della dichiarazione fiscale e della documentazione contabile a supporto della stessa, ovvero un confronto con il soggetto preposto alla redazione delle dichiarazioni fiscali o ancora del soggetto che si occupa delle contabilità).

⁽¹⁹⁾ Cass. pen., Sez. III, 4 maggio 2021 (dep. 5 agosto 2021), n. 30689.

Rispetto invece al secondo punto, si ritiene che la responsabilità dei consiglieri legata soltanto alla carica ricoperta, che prescinde dalla vigilanza, dalla diligenza e, in generale, da quanto posto in essere dal consigliere al fine di conoscere effettivamente l'attività gestoria di altri, si traduca di fatto in un'ipotesi di responsabilità oggettiva in contrasto con il principio di colpevolezza, di cui all'art. 27 della Costituzione.

7. La responsabilità per i reati tributari dichiarativi dei componenti del Consiglio di Amministrazione con deleghe.

Per ragioni di completezza, si sottolinea che nel caso di conferimento di deleghe da parte del Consiglio, gli amministratori non esecutivi rispondono invece dei reati dichiarativi non per il ruolo assunto ma soltanto se erano effettivamente a conoscenza di fatti pregiudizievoli e non si sono attivati per impedirne il compimento o eliminarne le conseguenze.

Ciò è quanto stabilito anche da una recentissima sentenza la Corte di cassazione secondo cui *“sembra ragionevole ritenere che gli amministratori di una società i quali non abbiano sottoscritto una dichiarazione fiscale fraudolenta mediante l'utilizzo di fatture per operazioni inesistenti, perché vi avrebbe provveduto un altro di essi nell'esercizio di funzioni a lui attribuite anche “in concreto”, rispondono in concorso del reato di cui all'articolo 2 Decreto Legislativo n. 74 del 2000 solo se abbiano avuto conoscenza dell'inserimento di tali documenti mendaci in contabilità e, ciononostante, non si siano attivati per impedirne l'indicazione nella dichiarazione o per impedire la presentazione di questa”* ⁽²⁰⁾.

È quindi evidente come il conferimento di deleghe specifiche riduca notevolmente la responsabilità degli amministratori non esecutivi, riducendo conseguentemente doveri e obblighi ad essi imposti dalla legge.

8. Operazioni giuridicamente inesistenti.

Infine, per quanto concerne il secondo tema oggetto della sentenza in commento, la Suprema Corte afferma l'esistenza del *fumus commissi delicti* del reato di utilizzo ed emissione di fatture per operazioni giuridicamente inesistenti, sulla base della costante giurisprudenza in materia.

La difesa aveva chiesto — di fatto — la rivalutazione del merito del provvedimento impugnato in ordine alla sussistenza dei gravi indizi di colpevolezza a carico dell'indagato, non ritenendo sussumibile il fatto nella previsione di cui all'art. 2 D.Lgs. 74 del 2000.

I giudici di legittimità, nel rigettare la doglianza, hanno invece ricordato

⁽²⁰⁾ Cass. pen., Sez. III, 16 maggio 2023 (dep. 18 luglio 2023), n. 31017.

che le “*fatture per operazioni inesistenti sono anche quelle che si connettono al compimento di un negozio giuridico apparente diverso da quello realmente intercorso tra le parti*” (21).

Di conseguenza la fattura “*deve contenere una rappresentazione veritiera di tutti i dati significativi, sicché assume rilevanza anche l’inesistenza giuridica, la quale si verifica ogni qualvolta la divergenza tra la realtà e la rappresentazione riguardi la natura della prestazione documentata in fattura con ciò determinandosi una alterazione del contenuto contabile*” (22).

Invero, elemento necessario per la rilevanza penale di questa fattispecie, considerato certamente in modo implicito dalla Corte nella sentenza in commento, è che la divergenza tra il documento e la prestazione effettiva deve aver determinato l’evasione delle imposte sui redditi o sul valore aggiunto.

Diversamente, infatti, non avrebbe alcuna rilevanza penale la differenza tra l’oggetto della fattura e la prestazione effettivamente resa.

Ciò si ricava proprio dalla lettera della norma di cui all’art. 2 D.Lgs. 74 del 2000 che punisce chi, “*al fine di evadere le imposte sui redditi o sul valore aggiunto, avvalendosi di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti, indica in una delle dichiarazioni relative a dette imposte elementi passivi fittizi*”.

L’elaborazione della categoria delle operazioni giuridicamente inesistenti è ancorata invero alla definizione contenuta all’art. 1, comma 1, lett. a) del D.Lgs. 74 del 2000, secondo il quale per “*fatture o altri documenti per operazioni inesistenti si intendono quelli emessi a fronte di operazioni non realmente effettuate in tutto o in parte o che indicano i corrispettivi o l’imposta sul valore aggiunto in misura superiore a quella reale, ovvero che riferiscono l’operazione a soggetti diversi da quelli effettivi*”.

Da ultimo, preme evidenziare come la pronuncia in commento, individui gli elementi sui quali il Tribunale del riesame aveva fondato l’esistenza del *fumus*, e quindi quelli che a suo dire permetterebbero di sussumere il fatto nell’ipotesi di cui all’art. 2 D.Lgs. 74 del 2000.

In relazione alle società emittenti (formalmente) appaltatrici, era stata infatti riscontrata:

- l’irregolarità nelle fatture (indicazioni generiche delle prestazioni rese);
- l’identità delle sedi legali delle varie società coinvolte;
- l’immanenza di utenze, locali o beni in affitto o in comodato;
- l’erronea registrazione delle fatture in contabilità;
- l’assenza di dipendenti;
- l’omessa presentazione delle dichiarazioni fiscali.

(21) Cfr. sentenza in commento.

(22) La casistica in materia di operazioni giuridicamente inesistenti riguarda per lo più fatture emesse in relazione a contratti di appalto che invero mascheravano una somministrazione illecita di manodopera. È il caso delle cooperative utilizzate dalle società di logistica per la somministrazione di manodopera, che permetteva il risparmio di imposte relative alle assunzioni dei dipendenti nonché di compensare indebitamente l’IVA a credito (cfr. tra le tante, Cass. pen., Sez. III, 28 ottobre 2022 (dep. 28 novembre 2022), n. 45114).

9. Conclusioni.

È evidente come la sentenza in commento, e tutti i precedenti sul punto, stimolino una profonda riflessione in ordine alle responsabilità che l'assunzione del ruolo di membro del Consiglio di Amministrazione di una società porta inevitabilmente con sé.

Certamente, dall'analisi sopra svolta, emerge che nel caso di amministrazione effettuata collegialmente dal Consiglio perché non vi è stato alcun conferimento di delega al suo interno, ciascun amministratore, per non incorrere in responsabilità civili ma soprattutto penali, ha l'obbligo di svolgere una indagine e un controllo effettivo, attento e costante sull'operato degli altri consiglieri e ciò al fine di impedire eventuali fatti pregiudizievoli.

Infatti, se la mera accettazione dell'incarico è sufficiente per rispondere delle condotte altrui, l'unico modo per evitare la responsabilità è impedire la commissione di fatti illeciti o eliminarne le conseguenze dannose.

Ad esempio, nel caso oggetto della sentenza in commento, il consigliere qui indagato avrebbe dovuto vigilare sull'operato degli altri membri del Consiglio di Amministrazione e, esercitando i poteri di controllo, accorgersi della difformità tra contratto e prestazione ovvero di altri segnali d'allarme e, quindi, intervenire immediatamente per contrastare le attività in corso o quanto meno per correggere le dichiarazioni fiscali.

Solo così avrebbe potuto evitare il sequestro preventivo sui suoi beni (e la successiva eventuale confisca).

È evidente però come si tratti di un adempimento di complessa e difficile realizzazione pratica.

Ne consegue che la mera suddivisione di compiti tra i consiglieri, non accompagnata da una formale delega di funzioni con delibera consiliare *ad hoc*, non consente alcun esonero dalla responsabilità per i fatti commessi da altri, con tutte le conseguenze derivanti in sede penale e civile.

MASSIME (*)

Reati contro il patrimonio — Delitti — Ricettazione — In genere — Riciclaggio — Operazioni volte ad ostacolare l'identificazione della provenienza delittuosa del bene — Consumazione — Configurabilità — Fattispecie.

Il delitto di riciclaggio è una fattispecie a consumazione anticipata, che si perfeziona con il mero compimento delle operazioni volte ad ostacolare l'identificazione della provenienza delittuosa del denaro, dei beni o delle altre utilità, a nulla rilevando che il bene oggetto di riciclaggio sia stato messo in circolazione molto tempo dopo la data della sua acquisizione.

Cass. pen., Sez. I, 1° dicembre 2022 (dep. 26 ottobre 2023), n. 43503 - Pres. Tardio - Rel. Filocamo massima non ufficiale.

* * *

Misure di sicurezza — Patrimoniali — Confisca obbligatoria del prezzo o del profitto del reato — Denaro depositato su conto corrente bancario — Qualificazione — Confisca per equivalente — Esclusione — Confisca diretta — Applicabilità.

Qualora il prezzo o il profitto c.d. accrescitivo derivante dal reato sia costituito da denaro, la confisca delle somme depositate su conto corrente bancario, di cui il soggetto abbia la disponibilità, deve essere qualificata come confisca diretta e, in considerazione della natura del bene, non necessita della prova del nesso di derivazione diretta tra la somma materialmente oggetto della ablazione e il reato.

Cass. pen., Sez. I, 10 marzo 2023 (dep. 23 agosto 2023), n. 35458 - Pres. Rocchi, Rel. Cappuccio, massima non ufficiale.

* * *

Sequestro e confisca — Beni esistenti nel patrimonio del destinatario — Beni non esistenti nel patrimonio del destinatario — Differenze — Applicabilità.

In tema di misure reali, la confisca può riguardare solo i beni esistenti nel patrimonio del destinatario al momento della sua adozione, mentre il seque-

(*) Massime a cura di Melissa Tettamanti.

stro, in quanto misura cautelare prodromica alla confisca, proprio per tale ragione può riguardare anche beni che vengono ad esistenza successivamente al sequestro stesso e sino al momento di adozione della confisca.

Cass. pen., Sez. I, 10 marzo 2023 (dep. 23 agosto 2023), n. 35458 - Pres. Rocchi - Rel. Cappuccio, massima non ufficiale.

* * *

Finanze e tributi — Amministratore privo di deleghe — Omesso impedimento dell'evento — Responsabilità — Condizioni.

In tema di reati tributari, nel caso di delitto deliberato e direttamente realizzato da singoli componenti il Consiglio di Amministrazione, nel cui ambito non sia stata conferita alcuna specifica delega, ciascuno degli amministratori risponde a titolo di concorso per omesso impedimento dell'evento, ove sia ravvisabile una violazione dolosa dello specifico obbligo di vigilanza e di controllo sull'andamento della gestione societaria derivante dalla posizione di garanzia di cui all'art. 2392 del Codice civile.

Cass. pen., Sez. III Penale, 13 giugno 2023 (dep. 22 agosto 2023), n. 35314 - Pres. Andreatza - Rel. Andronio, massima non ufficiale.

* * *

Sequestro e confisca — Confisca per equivalente — Pluralità di soggetti concorrenti nel medesimo reato — Possibilità di disporre il vincolo nei confronti di un concorrente per l'intero — Condizioni — Applicabilità.

In tema di confisca per equivalente del profitto del reato, il vincolo può essere disposto nei confronti di uno dei concorrenti nel reato, per l'intero importo del prezzo o profitto dello stesso, nonostante le somme di illecita provenienza siano state incamerate, in tutto o in parte, da altri concorrenti, salvo l'eventuale riparto tra i medesimi, che costituisce fatto interno a costoro, privo di rilievo penale, stante il principio solidaristico che uniforma la disciplina del concorso di persone e che, di conseguenza, implica l'imputazione dell'intera azione delittuosa a ciascun agente, nonché la natura della confisca per equivalente, a cui va riconosciuto carattere eminentemente sanzionatorio. (In applicazione del suddetto principio la Corte ha rigettato il ricorso dell'imputato che lamentava un limitato ruolo partecipativo nell'associazione a delinquere contestata).

Cass. pen., Sez. III, 7 luglio 2023 (dep. 25 ottobre 2023), n. 43273 - Pres. Andreatza - Rel. Reynaud, massima non ufficiale.

* * *

Reati fallimentari — Bancarotta fraudolenta — In genere — Bene ricevuto in “leasing” — Risoluzione del contratto dopo la dichiarazione di fallimento — Bancarotta fraudolenta patrimoniale per distrazione — Configurabilità — Ragioni.

La sottrazione o dissipazione di un bene acquistato a mezzo di contratto di *leasing* configura il reato di bancarotta fraudolenta patrimoniale in quanto essa si sostanzia in un pregiudizio per la massa fallimentare che resta privata del valore del bene medesimo e, ad un tempo, è gravata di un ulteriore onere economico, scaturente dall'inadempimento dell'obbligo di restituzione alla società locatrice. (Fattispecie in cui la Corte ha ritenuto non integrata la fattispecie di bancarotta fraudolenta distrattiva poiché alla risoluzione del contratto di *leasing* è seguita la restituzione del bene al concedente, con l'effetto che la massa creditoria non ha subito alcun pregiudizio).

Cass. pen., Sez. V, 15 settembre 2023 (dep. 25 ottobre 2023), n. 43302 - Pres. Pezzullo - Rel. Romano, massima non ufficiale.

* * *

Reati contro il patrimonio — Delitti — Ricettazione — In genere — Riciclaggio — Operazioni volte ad ostacolare l'identificazione della provenienza delittuosa del bene — Consumazione — Configurabilità — Fattispecie.

Il delitto di riciclaggio è una fattispecie a consumazione anticipata, che si perfeziona con il mero compimento delle operazioni volte ad ostacolare l'identificazione della provenienza delittuosa del denaro, dei beni o delle altre utilità, a nulla rilevando che il bene oggetto di riciclaggio sia stato messo in circolazione molto tempo dopo la data della sua acquisizione

Cass. pen., Sez. I, 1° dicembre 2022 (dep. 26 ottobre 2023), n. 43503 - Pres. Tardio - Rel. Filocamo, massima non ufficiale.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

GIURISPRUDENZA COMMENTATA

Giurisprudenza di fiscalità internazionale ed europea

La sanzione massima di 10.000 dollari per la violazione non intenzionale dell'obbligo di presentazione del *Report of Foreign Bank and Financial Accounts (FBAR)* si applica su base annuale, in relazione al singolo rapporto, e non per singolo conto (in nota alla sentenza della Suprema Corte degli Stati Uniti, causa n. 21-1195, *Bittner v. United States*, del 28 febbraio 2023) (di VALERIA GIARRIZZI)

La *Supreme Court of the United States*, con la pronuncia n. 21-1195 del 28 febbraio 2023, ha stabilito che la sanzione massima di 10.000 dollari, prevista dal *Bank Secrecy Act (BSA)* per la violazione non intenzionale dell'obbligo di presentare un *Report of Foreign Bank and Financial Accounts (FBAR)* conforme alla legge, matura su base annuale, per ciascun rapporto non presentato (o non correttamente presentato), e non per singolo conto. Conseguentemente, un individuo che non presenta un *FBAR* tempestivo o accurato commette un'unica violazione soggetta alla sanzione massima di 10.000 dollari, a prescindere dal numero di conti non correttamente segnalati all'interno del singolo rapporto.

La decisione della *U.S. Supreme Court* trae origine dal mancato corretto adempimento dell'obbligo di presentazione del *FBAR* da parte di Alexandru Bittner, un cittadino avente doppia cittadinanza, rumena e statunitense. Il sig. Bittner, nato e cresciuto in Romania, era immigrato negli Stati Uniti in giovane età, nel 1982. Nel 1990, in seguito alla caduta del comunismo, aveva fatto rientro nel suo paese natio, dando avvio a una carriera imprenditoriale di successo. Bittner, come molti cittadini aventi doppia cittadinanza, non era a conoscenza dell'esistenza di una disposizione di legge statunitense che impone a tutti i cittadini di tenere informato il Governo sui conti finanziari detenuti all'estero, a prescindere dal luogo in cui vivono.

Nel 2011, dopo essere venuto a conoscenza dei suoi obblighi di segnalazione, aveva incaricato un commercialista di preparare, seppur tardivamente, i rapporti richiesti in relazione a cinque anni, dal 2007 al 2011.

Nonostante il compiuto tentativo di regolarizzare la propria posizione, il

Governo aveva riscontrato delle carenze nei rapporti presentati, poiché tali *reports*, sebbene fornissero dettagli sul conto più importante del sig. Bittner, trascuravano di esaminare molti conti sui quali egli aveva un potere di firma o un interesse finanziario.

Dopo essere stato informato dal Governo delle irregolarità presenti, Bittner aveva assunto un nuovo commercialista al fine di presentare *FBAR* corretti per ogni anno in questione.

In base alle normative vigenti, i dichiaranti con potere di firma o interessi finanziari su meno di 25 conti esteri, nel rapporto, devono fornire dettagli su ciascun conto; diversamente, i soggetti che hanno interessi finanziari su 25 o più conti esteri devono solamente barrare una casella e dichiarare il numero totale dei conti, unitamente ad altre informazioni di base, fermo restando l'obbligo di fornire informazioni dettagliate su ciascun conto in caso di espressa richiesta da parte del Segretario o di un suo delegato (31 *C.F.R.* § 1010.350(g)).

Bittner, tuttavia, pur avendo più di 25 conti, non si era avvalso di questo espediente e aveva documentato nel dettaglio ogni singolo conto: 61 conti nel 2007, 51 nel 2008, 53 nel 2009 e nel 2010, 54 nel 2011. Complessivamente, dunque, i rapporti da lui presentati facevano riferimento a 272 conti. Il Governo, ritenendo che le sanzioni per violazioni non intenzionali concernenti il *FBAR* si applichino per ogni conto non dichiarato in modo tempestivo e accurato e tenuto conto del fatto che i *report* tardivi per il periodo 2007-2011 riguardavano complessivamente 272 conti, aveva applicato una sanzione pari a 2,72 milioni di dollari (10.000 dollari per ogni conto non tempestivamente segnalato).

Il cospicuo ammontare della sanzione aveva indotto il sig. Bittner a contestare la stessa dinanzi alla *District Court*, sostenendo che, in base al *BSA*, la sanzione massima per le violazioni non intenzionali è di 10.000 dollari per rapporto, e non di 10.000 dollari per conto. La *District Court* aveva condiviso la lettura della legge proposta dal ricorrente; tuttavia, il *Fifth Circuit* era giunto alla conclusione opposta, confermando le valutazioni fatte dal Governo. Conseguentemente, il sig. Bittner aveva chiesto alla *Supreme Court of the United States* di pronunciarsi sulla questione.

Si imponeva, dunque, l'esigenza di far chiarezza in ordine alla corretta interpretazione delle norme che contemplano le violazioni non intenzionali e le relative sanzioni applicabili. In altri termini, bisognava rispondere a un quesito: chi non presenta un rapporto annuale tempestivo e accurato commette un'unica violazione, alla quale segue un'unica sanzione di 10.000 dollari, ovvero diviene autore di tante violazioni distinte, suscettibili di generare una sanzione di 10.000 dollari per ogni conto non correttamente segnalato all'interno del singolo rapporto?

Ad amplificare la necessità di un intervento chiarificatore della *U.S. Supreme Court* contribuiva la differente valutazione fatta dal *Ninth Circuit* rispetto a un caso simile, nel quale si era posta la stessa questione interpretativa: in quella circostanza, il *Ninth Circuit*, diversamente da quanto suc-

cessivamente sostenuto dal *Fifth Circuit*, aveva ritenuto che il *BSA* autorizzi “*only one non-willfull penalty when an untimely, but accurate, FBAR is filed, no matter the number of accounts*”.

Nell'affrontare la questione, la Corte ha preso le mosse dalle disposizioni più immediatamente rilevanti, ossia dal titolo 31 dell'*U.S.C.*, §5314, attraverso il quale sono individuati i doveri legali di un individuo ai sensi della *BSA*, e §5321, che, invece, delinea le sanzioni applicabili in caso di mancato adempimento di tali doveri.

I giudici hanno sottolineato che nessuna delle due sezioni sopra menzionate (§5314 e §5321) fa espresso riferimento ai conti o al loro numero. In relazione alla materia oggetto della controversia, il §5314 individua semplicemente l'obbligo in capo a determinati individui di presentare un *report* annuale, il cui mancato assolvimento dà luogo a una violazione. Tale obbligo legale, secondo la Corte, può qualificarsi come “*binary*”, nel senso che lascia all'individuo la possibilità di scegliere fra due sole strade che si pongono fra loro in posizione di netta alternatività: o si presenta un rapporto conforme alla legge, senza incorrere in alcuna violazione, o non lo si fa, esponendosi alla contestazione di una sola violazione. Il §5314, dunque, non fa alcuna distinzione fra errori multipli o singoli contenuti all'interno del rapporto, né fra violazioni intenzionali o non intenzionali.

L'intenzionalità o la non intenzionalità della violazione assume rilievo, però, ai fini della determinazione della sanzione, ai sensi del §5321. Per quel che concerne le violazioni non intenzionali, bisogna prendere in considerazione quanto statuito dal §5321(a)(5)(A) e (B)(i), che autorizza il Segretario del Tesoro a imporre una sanzione civile fino a 10.000 dollari per qualsiasi violazione del §5314 (*i.e.* qualsiasi violazione dell'obbligo di presentare un rapporto conforme alle disposizioni di legge). Anche rispetto a questa previsione, valevole per le violazioni non intenzionali, la Corte ha evidenziato l'assenza di qualsivoglia riferimento ai conti o al loro numero. Al contrario, la legge fissa la quantità di sanzioni alla quantità di violazioni, prescindendo da considerazioni circa i conti. E, tenuto conto del fatto che il §5314 stabilisce che si ha una violazione quando un individuo non presenta un *report* sui conti esteri conforme alle disposizioni dello statuto, i giudici sono giunti alla conclusione che più rapporti carenti possono produrre più sanzioni da 10.000 dollari, così come anche una semplice irregolarità in un singolo rapporto espone a una sanzione di 10.000 dollari, ma, in ogni caso, le sanzioni per violazioni non intenzionali maturano per rapporto, non per conto.

La Corte ha preso espressamente le distanze dalle argomentazioni utilizzate dal Governo per avallare l'opposta tesi. Il Governo, nell'argomentare a favore delle sanzioni irrogabili per ogni conto non correttamente segnalato, si è soffermato su una disposizione del §5321, dettata per le violazioni intenzionali del §5314, che vincola le sanzioni ai conti. Per le violazioni intenzionali, infatti, la legge, in via generale, prevede una sanzione massima di 100.000 dollari, ma aggiunge, poi, una disposizione specifica per una sottoclasse di

violazioni intenzionali, ossia quelle che comportano la mancata segnalazione dell'esistenza di un conto o di qualsiasi informazione identificativa richiesta in relazione a un conto; rispetto a questa sottocategoria, la legge autorizza il Segretario a imporre una sanzione massima di 100.000 dollari o del 50% del saldo del conto al momento della violazione, a seconda di quale, fra i due valori, sia il maggiore.

Il Governo ha cercato di sfruttare quest'ultima disposizione a proprio vantaggio, affermando che la previsione delle sanzioni per conto, applicabili a una particolare categoria di violazioni intenzionali, rendesse palese la volontà del Congresso di ancorare la sanzione al conto anche per analoghe violazioni non intenzionali.

Ebbene, la *U.S. Supreme Court* ha ritenuto l'impostazione seguita dal Governo completamente errata e sfidante la tradizionale regola di costruzione delle leggi, in base alla quale, "*when Congress includes particular language in one section of a statute but omits it from a neighbor, we normally understand that difference in language to convey a difference in meaning*" (*expressio unius est exclusio alterius*). Di conseguenza, sebbene il Congresso abbia disposto che le sanzioni per alcune violazioni intenzionali possono essere calcolate in relazione al singolo conto sul quale verte la violazione, non è possibile affermare che ciò possa avvenire anche rispetto alle violazioni non intenzionali.

D'altra parte, il Governo, nel corso degli anni, ha ripetutamente pubblicato documenti di orientamento che minano alla base la teoria sostenuta nel caso *Bittner*. Difatti, la *Supreme Court* ha sottolineato come il Governo, in tutte le sue avvertenze, schede informative e istruzioni, sembrasse dire al pubblico che la mancata o intempestiva presentazione di un *report* annuale rappresenta una singola violazione che espone il trasgressore non intenzionale a una sanzione di 10.000 dollari.

Bisogna considerare, inoltre, che la storia evolutiva della disposizione sulle sanzioni, unitamente allo scopo perseguito dal *BSA*, lasciano propendere per una più contenuta esposizione sanzionatoria per le violazioni non intenzionali. Il *Bank Secrecy Act* del 1970, inizialmente, ha previsto sanzioni solo per le violazioni intenzionali, stabilendone un tetto massimo. Nel 1986 il Congresso ha autorizzato il Governo a imporre sanzioni in relazione al conto per determinate violazioni intenzionali, e, solo dopo molti anni (nel 2004), ha approvato le sanzioni anche per le violazioni non intenzionali.

Come precisato dalla Corte, il Congresso, se avesse voluto utilizzare, per le violazioni non intenzionali, la stessa logica delle sanzioni per conto prevista per talune violazioni intenzionali, avrebbe potuto modellare il proprio lavoro sull'emendamento del 1986; tuttavia, ha preferito dettare *ex novo* la disciplina per le violazioni non intenzionali, utilizzando un linguaggio differente rispetto a quello adoperato nel 1986.

In merito, invece, allo scopo del *Bank Secrecy Act*, la Corte ha enfatizzato che lo stesso è rintracciabile nel §5311 del titolo 31 del *U.S.C.*, il quale stabilisce che la finalità perseguita dal Congresso, attraverso la richiesta di

determinati rapporti o registri, è quella di supportare il Governo in diversi ambiti, da quello penale e fiscale a quello delle indagini di *intelligence* e controspionaggio. Non si riscontra, fra gli obiettivi prefissati, alcuna indicazione circa la volontà del Congresso di massimizzare le sanzioni per ogni errore non intenzionale.

A conclusione del lungo *iter* argomentativo, la *U.S. Supreme Court* ha invocato un principio che dovrebbe fugare ogni dubbio rispetto alla necessità di non uniformarsi all'impostazione seguita dal Governo. Si tratta del principio di clemenza, in virtù del quale gli statuti che impongono sanzioni devono essere interpretati in modo rigoroso contro il Governo e a favore degli individui. La regola della clemenza impone di prediligere una teoria interpretativa che vincola le sanzioni al rapporto, consentendo un trattamento sanzionatorio più mite di quello che si avrebbe se si adottasse un approccio che leghi le sanzioni ai singoli conti.

Bibliografia

HAMMER V., *Flurry of financial-related developments in tax and accounting*, in *Finance and Capital Markets*, 2011, vol. 13, n. 2.

HAMMER V., *Still more financial-related developments in tax and accounting*, in *Finance and Capital Markets*, 2011, vol. 13, n. 4.

TELLO P.C., *FATCA: catalyst for global cooperation on exchange of tax information*, in *Bulletin for International Taxation*, 2014, vol. 68, n. 2.

MASSIME

Giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea

Rinvio pregiudiziale — Articolo 56 CE — Libera circolazione dei capitali — Imposta sul reddito delle persone fisiche — Tassazione dei redditi da interessi derivanti da obbligazioni e titoli di debito — Interessi dovuti e versati da soggetti non residenti nel territorio nazionale — Differenza di trattamento a seconda del luogo di stabilimento del soggetto emittente e del soggetto erogatore degli interessi in questione — Accordo tra la Comunità europea e la Confederazione svizzera che stabilisce misure equivalenti a quelle definite nella direttiva 2003/48/CE — Articolo 2, paragrafo 4 — Tassazione dei redditi da risparmio sotto forma di pagamenti di interessi da una fonte svizzera — Obbligo di applicare le stesse aliquote d'imposta applicate ai redditi nazionali simili.

1) L'articolo 56 CE deve essere interpretato nel senso che: esso osta ad una normativa di uno Stato membro che assoggetta i redditi da interessi percepiti dai contribuenti di tale Stato membro ad un'aliquota d'imposta progressiva che può arrivare fino al 40% qualora tali redditi da interessi derivino da obbligazioni e da titoli di debito emessi da un soggetto di un altro Stato membro o da uno Stato terzo quale la Confederazione svizzera e siano versati da un siffatto soggetto, mentre, qualora tali redditi da interessi derivino da obbligazioni e da titoli di debito emessi da un soggetto del loro Stato membro di residenza e siano versati da un siffatto soggetto, essi sono tassati ad un'aliquota sostitutiva forfettaria inferiore del 20%.

2) L'articolo 2, paragrafo 4, dell'accordo tra la Comunità europea e la Confederazione svizzera che stabilisce misure equivalenti a quelle definite nella direttiva 2003/48/CE del Consiglio in materia di tassazione dei redditi da risparmio sotto forma di pagamenti di interessi, in combinato disposto con l'articolo 1, paragrafo 2, del medesimo, deve essere interpretato nel senso che: esso osta a una normativa di uno Stato membro che assoggetta i redditi da interessi percepiti, a decorrere dal 1° luglio 2005, dai contribuenti di tale Stato membro che abbiano optato per la procedura di divulgazione volontaria o dichiarato in altro modo tali redditi da interessi alle autorità fiscali del loro Stato membro di residenza, purché non siano esclusi dalla ritenuta d'imposta in forza di tale articolo 1, paragrafo 2, ad un'aliquota d'imposta progressiva che può arrivare fino al 40% qualora detti redditi da interessi, derivanti da obbligazioni e da titoli di debito, siano versati da un agente pagatore svizzero, mentre, qualora gli stessi redditi da interessi siano versati da un agente pagatore residente, essi sono tassati ad un'aliquota sostitutiva forfettaria inferiore del 20%.

Sentenza della Corte (Sesta Sezione) del 12 ottobre 2023, Causa C-312/22, FL contro Autoridade Tributária e Aduaneira, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Sistema comune di imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Mantenimento degli effetti di una normativa nazionale incompatibile con il diritto dell'Unione.

Un organo giurisdizionale nazionale non può avvalersi di una disposizione nazionale che lo autorizza a mantenere determinati effetti di una disposizione di diritto nazionale che esso ha dichiarato incompatibile con la direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, basandosi su un'asserita impossibilità di restituire l'imposta sul valore aggiunto (IVA) indebitamente riscossa ai clienti delle prestazioni effettuate da un soggetto passivo, in particolare a causa del numero rilevante di persone interessate o qualora tali persone non dispongano di un sistema contabile che consenta loro di identificare tali prestazioni e il loro valore.

Sentenza della Corte (Sesta Sezione) del 5 ottobre 2023, Causa C-312/22, Osteopathie Van Hauwermeiren BV contro Belgische Staat, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Operazioni imponibili — Articolo 2, paragrafo 1, lettera a) — Cessione di beni a titolo oneroso — Cessione gratuita di un tablet o di uno smartphone in cambio della sottoscrizione di un nuovo abbonamento a una rivista — Nozione di “prestazione unica” — Criteri — Articolo 16, secondo comma — Prelievi ad uso dell'impresa al fine di conferire regali di scarso valore.

L'articolo 2, paragrafo 1, lettera a), e l'articolo 16, primo comma, della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, devono essere interpretati nel senso che: il conferimento di un omaggio ai nuovi abbonati come corrispettivo della sottoscrizione di un abbonamento a periodici costituisce una prestazione accessoria alla prestazione principale, consistente nella fornitura di periodici, che rientra nella nozione di « cessione di beni a titolo oneroso », ai sensi di tali disposizioni, e non deve essere considerato come una cessione di beni a titolo gratuito ai sensi di tale articolo 16, primo comma.

Sentenza della Corte (Settima Sezione) del 5 ottobre 2023, Causa C-505/22, Deco Proteste - Editores Lda contro Autoridade Tributária e Aduaneira, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 98, paragrafo 2 — Facoltà per gli Stati membri di applicare un'aliquota ridotta a determinate cessioni di beni e prestazioni di servizi — Allegato III, punti 1 e 12-bis — Alimenti simili preparati con il medesimo ingrediente principale — Bevande calde preparate a base di latte — Applicazione di aliquote IVA ridotte differenti — Beni aventi le medesime caratteristiche e le medesime proprietà oggettive — Beni accompagnati o meno da servizi di preparazione e di messa a disposizione da parte del fornitore.

L'articolo 98 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) 2018/1713 del Consiglio, del 6 novembre 2018, in combinato disposto con l'allegato III, punti 1 e 12-bis, della stessa, con l'articolo 6 del regolamento di esecuzione (UE) n. 282/2011 del Consiglio, del 15 marzo 2011, recante disposizioni di applicazione della direttiva 2006/112, nonché con il principio di neutralità fiscale, deve essere interpretato nel senso che: esso non osta a una normativa nazionale che prevede che prodotti alimentari composti dallo stesso ingrediente principale e rispondenti alla medesima esigenza per un consumatore medio siano assoggettati a due aliquote dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) ridotte diverse, a seconda che siano venduti al dettaglio in un negozio o che siano preparati e forniti caldi a un cliente su sua richiesta per il consumo immediato, a condizione che tali prodotti alimentari non presentino proprietà analoghe nonostante l'ingrediente principale che hanno in comune o che le differenze esistenti tra detti prodotti, anche per quanto riguarda i servizi di supporto che accompagnano le loro forniture, influiscano significativamente sulla decisione del consumatore medio di acquistare l'uno o l'altro di essi.

Sentenza della Corte (Ottava Sezione) del 5 ottobre 2023, Causa C-146/22, YD contro Dyrektor Krajowej Informacji Skarbowej, con l'intervento di: Rzecznik Matych i Średnich Przedsiębiorców, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Inadempimento di uno Stato — Sentenza della Corte di accertamento di un inadempimento — Mancata esecuzione — Direttiva 95/60/CE — Marcatura fiscale del gasolio — Accordo sul recesso del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord dall'Unione europea e dalla Comunità europea dell'energia atomica — Protocollo su Irlanda/Irlanda del Nord — Persistenza dell'infrazione dopo la fine del periodo di transizione per quanto riguarda l'Irlanda del Nord — Articolo 260, paragrafo 2, TFUE — Sanzioni pecuniarie — Somma forfettaria — Gravità dell'infrazione — Capacità finanziaria.

1) Il Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord, non avendo

adottato, alla data di scadenza del termine impartito nella lettera di diffida emessa dalla Commissione europea, ossia il 15 settembre 2020, tutte le misure che l'esecuzione della sentenza del 17 ottobre 2018, Commissione/Regno Unito (C 503/17, EU:C:2018:831) comporta, è venuto meno agli obblighi ad esso incombenti in forza dell'articolo 260, paragrafo 1, TFUE.

2) Il Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord è condannato a versare alla Commissione europea la somma forfettaria di EUR 32 000 000.

3) Il Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord è condannato alle spese.

Sentenza della Corte (Prima Sezione) del 28 settembre 2023, Causa C-692/20, Commissione europea contro Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Imposizioni interne — Articolo 110 TFUE — Restituzione di una tassa riscossa da uno Stato membro in violazione del diritto dell'Unione — Tassa sulla prima immatricolazione di un autoveicolo — Incorporazione della tassa nel valore di mercato dell'autoveicolo per il quale tale tassa è stata versata — Trasferimento del diritto al rimborso ad un acquirente successivo di detto veicolo.

1) L'articolo 110 TFUE dev'essere interpretato nel senso che l'importo di una tassa riscossa in violazione del diritto dell'Unione da uno Stato membro sugli autoveicoli, all'atto della prima immatricolazione, può considerarsi incorporato nel valore di tali veicoli, cosicché il credito vantato nei confronti dello Stato a causa della riscossione illegittima di detta tassa può ritenersi trasferito, all'atto della vendita di detti veicoli, ai successivi acquirenti di questi ultimi.

2) L'articolo 110 TFUE dev'essere interpretato nel senso che esso non osta a una normativa nazionale la quale prevede che una tassa riscossa da uno Stato membro, in violazione del diritto dell'Unione, sugli autoveicoli all'atto della loro prima immatricolazione possa essere restituita solo al soggetto passivo che ha versato tale tassa, e non a un acquirente successivo del veicolo di cui trattasi, a condizione che l'acquirente che abbia effettivamente sostenuto l'onere di detta tassa possa ottenerne il rimborso, secondo le modalità procedurali nazionali, da parte del soggetto passivo che l'ha versata o, eventualmente, delle autorità tributarie quando, in particolare, il rimborso da parte di tale soggetto passivo risulti impossibile o eccessivamente difficile.

Sentenza della Corte (Ottava Sezione) del 28 settembre 2023, Causa C-508/22, KL, PO contro Administrația Județeană a Finanțelor Publice Brașov, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Accise — Direttiva 2008/118/CE — Articolo 16 — Regime di deposito fiscale — Condizioni per il rilascio di un'autorizzazione all'apertura e all'esercizio di un deposito fiscale da parte di un depositario autorizzato — Inosservanza di tali condizioni — Revoca definitiva dell'autorizzazione applicata cumulativamente all'imposizione di una sanzione pecuniaria — Articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea — Principio del “ne bis in idem” — Proporzionalità.

L'articolo 16, paragrafo 1, 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, in combinato disposto con il principio di proporzionalità, deve essere interpretato nel senso che esso non osta a una normativa nazionale che prevede la revoca di una licenza di esercizio di un deposito fiscale, in caso di violazione del regime delle accise considerata grave dalla normativa nazionale, cumulativamente a una sanzione pecuniaria già inflitta per i medesimi fatti, purché tale revoca, tenuto conto in particolare del suo carattere definitivo, non costituisca una misura sproporzionata rispetto alla gravità della violazione.

Nel caso in cui tali due sanzioni abbiano natura penale, l'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea deve essere interpretato nel senso che non osta a una siffatta normativa nazionale a condizione che:

- la possibilità di cumulare tali due sanzioni sia prevista dalla legge;
- la normativa nazionale non consenta di perseguire e di sanzionare gli stessi fatti a titolo della stessa violazione o al fine di raggiungere lo stesso obiettivo, ma preveda unicamente la possibilità di un cumulo dei procedimenti e delle sanzioni a titolo di normative diverse;
- tali procedimenti e tali sanzioni tendano a finalità complementari e abbiano per oggetto, eventualmente, aspetti diversi del medesimo comportamento illecito in questione;
- e esistano norme chiare e precise che consentano di prevedere quali atti e quali omissioni possano costituire l'oggetto di un cumulo di procedimenti e di sanzioni nonché il coordinamento tra le diverse autorità, che i due procedimenti siano stati condotti in modo sufficientemente coordinato e ravvicinato nel tempo e che la sanzione eventualmente inflitta in occasione del primo procedimento sul piano cronologico sia stata presa in considerazione al momento della valutazione della seconda sanzione, di modo che gli oneri derivanti, a carico degli interessati, da un cumulo del genere siano limitati a quanto strettamente necessario e che il complesso delle sanzioni imposte corrisponda alla gravità delle violazioni commesse.

Sentenza della Corte (Quarta Sezione) del 14 settembre 2023, Causa C-820/21, « Vinal » AD contro Direktor na Agentsia « Mitnitsi », reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Principio di neutralità dell'IVA — Principio di effettività — Aliquota IVA troppo elevata indicata su una fattura di acquisto — Rimborso dell'eccedenza — Azione diretta contro l'amministrazione — Impatto del rischio di un doppio rimborso della stessa IVA.

La direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, come modificata dalla direttiva 2010/45/UE del Consiglio, del 13 luglio 2010, nonché il principio di neutralità dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) e il principio di effettività, devono essere interpretati nel senso che: essi esigono che il beneficiario di cessioni di beni disponga direttamente nei confronti dell'amministrazione finanziaria di un diritto al rimborso dell'IVA indebitamente fatturata che egli ha pagato ai suoi fornitori e che questi ultimi hanno versato all'erario, nonché dei relativi interessi, in circostanze in cui, da un lato, senza che possano essergli addebitati una frode, un abuso o una negligenza, egli non può più pretendere tale rimborso da detti fornitori a causa della prescrizione prevista dal diritto nazionale e in cui, dall'altro, vi è una possibilità formale che, successivamente, detti fornitori pretendano dall'amministrazione finanziaria il rimborso dell'eccedenza da essa riscossa, dopo aver rettificato le fatture inizialmente emesse al beneficiario di tali cessioni. In mancanza di rimborso, entro un termine ragionevole, dell'IVA indebitamente riscossa dall'amministrazione finanziaria, il danno subito a causa dell'indisponibilità dell'importo equivalente a tale IVA indebitamente riscossa deve essere compensato mediante il pagamento di interessi di mora.

Sentenza della Corte (Ottava Sezione) del 7 settembre 2023, Causa C-453/22, Michael Schütte contro Finanzamt Brlon, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Libera circolazione delle merci — Accise — Direttiva 92/12/CEE — Articolo 6, paragrafo 1, lettera a) — Esigibilità delle accise — Svincolo irregolare dal regime sospensivo — Atto illecito esclusivamente imputabile a un terzo — Falsificazione del documento amministrativo di accompagnamento — Articolo 14, paragrafo 1 — Abbuono d'imposta per le perdite verificatesi durante il regime sospensivo — Caso fortuito o caso di forza maggiore — Responsabilità del depositario autorizzato.

L'articolo 14, paragrafo 1, primo periodo, della direttiva 92/12/CEE del Consiglio, del 25 febbraio 1992, relativa al regime generale, alla detenzione, alla circolazione ed ai controlli dei prodotti soggetti ad accisa, dev'essere interpretato nel senso che: l'abbuono d'imposta ivi previsto non si applica al

depositario, responsabile del pagamento dell'imposta, in caso di svincolo dal regime sospensivo dovuto a un atto illecito, nemmeno qualora il depositario sia totalmente estraneo a tale atto illecito, imputabile esclusivamente a un terzo, e nutra un legittimo affidamento nella regolarità della circolazione del prodotto in regime di sospensione di imposta.

Sentenza della Corte (Decima Sezione) del 7 settembre 2023, Causa C-323/22, KRI SpA, quale incorporante della SI.LO.NE. - Sistema logistico nord-est Srl, contro Agenzia delle Dogane e dei Monopoli, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Direttiva 2006/112/CE — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Esenzioni — Operazioni di trasporto su strada direttamente connesse all'importazione di beni — Regime probatorio — Articoli 56 e 57 TFUE — Libera prestazione dei servizi — Recupero dell'IVA effettuato da un non residente — Tassazione del corrispettivo versato a titolo dell'imposta sui redditi delle persone non residenti — Ritenuta alla fonte sui residenti.

1) L'articolo 86, paragrafo 1, lettera *b*), e paragrafo 2, e l'articolo 144 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, devono essere interpretati nel senso che, al fine di beneficiare dell'esenzione dall'imposta sul valore aggiunto (IVA) prevista per i servizi di trasporto connessi all'importazione di beni, quando il trasporto di una merce importata nell'Unione europea viene effettuato da un soggetto passivo fra lo Stato membro nel cui territorio è situato il luogo di introduzione di tale bene nell'Unione e un luogo di destinazione situato in un altro Stato membro, la registrazione dell'operazione d'importazione non comporta, per tale stesso fatto e sistematicamente, l'inclusione delle spese di detto trasporto nella base imponibile dell'IVA della merce importata.

2) L'articolo 86, paragrafo 1, lettera *b*), e paragrafo 2, nonché l'articolo 144 della direttiva 2006/112 devono essere interpretati nel senso che ostano alla prassi fiscale di uno Stato membro consistente nel rifiutare automaticamente l'esenzione dall'imposta sul valore aggiunto (IVA) per i servizi di trasporto connessi all'importazione di beni per il motivo che il soggetto tenuto al pagamento dell'imposta non ha presentato i documenti specifici prescritti dalla normativa nazionale, pur se produce altri documenti, della cui autenticità o affidabilità nulla consente di nutrire dubbi, atti a dimostrare che le condizioni cui dette disposizioni subordinano il diritto all'esenzione dall'IVA sono soddisfatte.

3) Gli articoli 56 e 57 TFUE devono essere interpretati nel senso che, da un lato, costituisce una prestazione di servizi, ai sensi degli articoli suddetti, una prestazione consistente nel recuperare l'imposta sul valore aggiunto

(IVA) e i diritti di accisa presso le amministrazioni finanziarie di più Stati membri e, dall'altro, che l'applicazione di una ritenuta alla fonte sui redditi percepiti per una prestazione di servizi realizzata da un prestatore non residente, mentre una prestazione equivalente realizzata da un prestatore di servizi residente non vi sarebbe soggetta, costituisce una restrizione alla libera prestazione dei servizi. Tale restrizione può essere giustificata dalla necessità di garantire l'efficace riscossione dell'imposta, nella misura in cui sia idonea a conseguire detto obiettivo e non ecceda quanto necessario per raggiungerlo.

4) L'articolo 56 TFUE deve essere interpretato nel senso che osta ad una normativa nazionale in forza della quale, di regola, i prestatori di servizi non residenti sono tassati alla fonte sui redditi percepiti per i corrispettivi per i servizi prestati, senza ottenere la possibilità di dedurre le spese professionali direttamente connesse a tali attività, mentre una siffatta possibilità è concessa ai prestatori di servizi residenti, a meno che la restrizione alla libera prestazione dei servizi che comporta detta normativa non risponda ad un obiettivo legittimo compatibile con il Trattato FUE e non sia giustificata da motivi imperativi di interesse generale.

Sentenza della Corte (Terza Sezione) del 7 settembre 2023, Causa C-461/21, SC Cartrans Preda SRL contro Direcția Generală Regională a Finanțelor Publice Ploiești - Administrația Județeană a Finanțelor Publice Prahova, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articoli 311 e seguenti — Regimi speciali applicabili agli oggetti d'arte — Regime del margine — Soggetti passivi-rivenditori — Cessione di oggetti d'arte da parte dell'autore o dei suoi aventi diritto — Operazioni intracomunitarie — Diritto a detrarre l'imposta assolta a monte.

Gli articoli 312 e 315 nonché l'articolo 317, primo comma, della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, devono essere interpretati nel senso che: l'imposta sul valore aggiunto assolta da un soggetto passivo-rivenditore a titolo dell'acquisto intracomunitario di un oggetto d'arte, la cui cessione a valle è soggetta al regime del margine in conformità dell'articolo 316, paragrafo 1, di detta direttiva, fa parte della base imponibile di tale cessione.

Sentenza della Corte (Prima Sezione) del 13 luglio 2023, Causa C-180/22, Finanzamt Hamm contro Harry Mensing, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 2, paragrafo 1, lettera c) — Prestazioni di servizi effettuate a titolo oneroso — Enti di diritto pubblico — Comune che percepisce un'imposta di soggiorno per la messa a disposizione di strutture termali accessibili a tutti.

L'articolo 2, paragrafo 1, lettera c), 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: non costituisce una « prestazione di servizi effettuata a titolo oneroso », ai sensi di detta norma, la messa a disposizione di strutture termali da parte di un comune, qualora quest'ultimo, in base ad uno statuto comunale, riscuota un'imposta di soggiorno giornaliera di un determinato importo dai visitatori che vi soggiornano, allorché l'obbligo di versare tale imposta è collegato non già all'utilizzo di dette strutture, bensì al soggiorno nel territorio comunale, e tali strutture sono liberamente e gratuitamente accessibili a tutti.

Sentenza della Corte (Decima Sezione) del 13 luglio 2023, Causa C-344/22, Gemeinde A contro Finanzamt, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Imposta sul valore aggiunto (IVA) — Normativa nazionale che prevede la possibilità di sospendere, senza limitazione nel tempo, il termine di prescrizione dell'azione dell'amministrazione tributaria in caso di procedimento giurisdizionale — Procedimento tributario reiterato — Regolamento n. 2988/95 — Ambito di applicazione — Principi di certezza del diritto e di effettività del diritto dell'Unione.

I principi di certezza del diritto e di effettività del diritto dell'Unione devono essere interpretati nel senso che essi non ostano a una normativa di uno Stato membro e alla prassi amministrativa ad essa relativa, in forza delle quali, in materia d'imposta sul valore aggiunto, il termine entro il quale si prescrive il diritto dell'amministrazione tributaria di accertare tale imposta è sospeso per tutta la durata dei controlli giurisdizionali, indipendentemente dal numero di volte in cui il procedimento tributario amministrativo ha dovuto essere reiterato in seguito a tali controlli e senza limitazione della durata cumulativa delle sospensioni di tale termine, ivi incluso il caso in cui il giudice che statuisce su una decisione dell'autorità tributaria di cui trattasi, adottata nell'ambito di un procedimento reiterato, facente seguito a una decisione giurisdizionale anteriore, constati che tale autorità tributaria non si è conformata agli orientamenti che figurano nella decisione giurisdizionale suddetta.

Sentenza della Corte (Quinta Sezione) del 13 luglio 2023, Causa C-615/21, Napfény-Toll Kft. contro Nemzeti Adó- és Vámhivatal Fellebbviteli Igazgatósága, reperibile su www.curia.eu.

ATTUALITÀ

Consiglio dell'UE — Proposta di direttiva (UE) relativa a un'esenzione più rapida e sicura dalle ritenute alla fonte in eccesso.

Con la proposta di direttiva (UE) del 19 giugno 2023, il cui recepimento è fissato entro il 31 dicembre 2026, il Consiglio dell'UE intende attuare un sistema che renda le procedure di ritenuta alla fonte più efficienti e sicure per gli investitori, gli intermediari finanziari e le Amministrazioni fiscali degli Stati membri.

Pertanto, l'obiettivo è duplice: da un lato, sostenere il buon funzionamento del mercato dei capitali dell'Unione, agevolando gli investimenti transfrontalieri e, dall'altro, garantire una fiscalità equa, evitando doppie imposizioni e prevenendo frodi e condotte elusive.

Molti Stati, per evitare fenomeni di doppia imposizione, hanno stipulato, nel corso degli anni, convenzioni che ripartiscono il potere di imposizione tra il Paese della fonte e quello della residenza, conferendo o il diritto agli investitori non residenti ad una riduzione dell'aliquota della ritenuta alla fonte o un'esenzione. In particolare, l'aliquota ridotta o l'esenzione è applicata direttamente al momento del pagamento dei dividendi/interessi (c.d. esenzione alla fonte), oppure la ritenuta alla fonte in eccesso è rimborsata sulla base di una richiesta da parte dell'investitore (c.d. procedura di rimborso).

Le procedure sopra descritte, oltre a variare notevolmente da uno Stato membro all'altro, e ciò sia in termini di documentazione che i contribuenti devono presentare, sia per quanto riguarda il livello di digitalizzazione, rappresentano concreti rischi di frode e abuso fiscale, soprattutto se si considera che, ad oggi, non è prevista alcuna comunicazione di informazioni sulle operazioni su titoli alla Autorità fiscale dello Stato membro della fonte.

Al fine di superare le problematiche descritte, la proposta prevede, innanzitutto, l'istituzione di un certificato digitale di residenza fiscale (c.d. "eTRC") che, poiché rilasciato, mediante un processo automatizzato dagli Stati membri, entro un giorno lavorativo dalla presentazione della richiesta, costituirà, in futuro, un espediente rapido e semplice per confermare la residenza fiscale dei contribuenti nell'UE.

In secondo luogo, è stabilito che, per beneficiare delle procedure di esenzione dalla ritenuta alla fonte, gli investitori devono interagire con intermediari finanziari certificati. Questi ultimi sono iscritti in appositi registri nazionali e sono tenuti a trasmettere all'Autorità fiscale della fonte le informazioni relative alla parte dell'operazione che gli è visibile (ovvero da chi sono ricevuti i dividendi/interessi e a chi sono distribuiti). Le informazioni così comunicate consentiranno di accertare l'identità dell'investitore finale e il suo potenziale diritto all'aliquota ridotta della ritenuta alla fonte.

Infine, per migliorare l'attuale procedura di rimborso ordinaria sono introdotte due procedure accelerate. La prima, da attuare attraverso un sistema di

esenzione dalla ritenuta alla fonte, comporta l'applicazione dell'importo corretto delle imposte al momento del pagamento dei dividendi/interessi, in conformità a quanto stabilito da una convenzione sulla doppia imposizione ovvero una normativa nazionale specifica. La seconda, invece, da attuare mediante un sistema di rimborso rapido in forza del quale l'imposta è trattenuta all'aliquota più elevata applicata nel Paese della fonte, comporta la restituzione dell'imposta in eccesso entro un termine prestabilito di 25 giorni dalla data della richiesta.

L'iniziativa, si legge nella proposta, porterà a risparmi sui costi per gli investitori, stimati, addirittura, in euro 5,17 miliardi all'anno, di cui euro 730 milioni connessi a una riduzione della burocrazia cartacea.

* * *

Consiglio dell'UE — L'iter di approvazione della DAC 8 è giunto finalmente al termine.

In data 17 ottobre 2023, è giunto finalmente al termine l'iter di approvazione della direttiva, recante modifiche alla direttiva 2011/16/UE (DAC8), che estende l'ambito di applicazione dello scambio automatico di informazioni ai dati in possesso dei prestatori di servizi per le cripto-attività.

L'Unione europea e l'OCSE, negli ultimi anni, consapevoli delle difficoltà relative all'individuazione dei fatti generatori dell'obbligazione tributaria, hanno cercato di limitare, per quanto possibile, l'assoluta assenza di interazione con le Amministrazioni centrali che, fino a qualche tempo fa, non avevano alcuna visibilità sulle transazioni effettuate in cripto-attività e sulla loro ubicazione (cfr. retro, n. 2 del 2022, pp. 328 ss.; cfr. altresì retro, n. 3 del 2023, pp. 536 ss.). Nella relazione n. 3/2021, dal titolo "*Scambio di informazioni fiscali nell'UE: fondamenta solide, ma crepe nell'attuazione*", la Corte dei Conti europea, infatti, rilevava che, a causa dell'esclusione delle cripto-attività dall'ambito di applicazione dello scambio di informazioni, "*il denaro detenuto in tali strumenti elettronici non è soggetto in gran parte all'imposizione fiscale*".

Di fondamentale importanza è stata l'approvazione da parte dell'OCSE, nell'agosto 2022, di un nuovo sistema di scambio di informazioni avente quale scopo l'implementazione del CRS con le informazioni relative alle cripto-attività. Il documento finale, intitolato "*Crypto-Asset Reporting Framework and Amendments to the Common Reporting Standard*" e pubblicato in data 10 ottobre 2022, ha indotto il Parlamento europeo ad emanare una risoluzione nell'ottobre 2022 dalla quale emergeva la necessità di emendare l'ambito di applicazione dell'ottava modifica alla direttiva relativa alla cooperazione amministrativa (DAC8) (in ordine al commento della Risoluzione del Parla-

mento europeo del 4 ottobre 2022, sull'impatto delle nuove tecnologie sulla tassazione: cripto-attività e blockchain, cfr. retro, n. 4 del 2022, pp. 707 ss.).

L'8 dicembre 2022 la Commissione europea presentava, pertanto, una proposta in tal senso, rilevando nella stessa che, con la sottoposizione dei prestatori di servizi per le cripto-attività agli obblighi di comunicazione, il gettito fiscale supplementare potrebbe raggiungere addirittura i 2,4 miliardi euro.

Con l'adozione della direttiva in parola, l'Amministrazione finanziaria conoscerà, nel dettaglio, sia le informazioni relative al soggetto che realizza l'operazione di acquisto o vendita di cripto-attività, sia le informazioni relative all'operazione stessa. Nello specifico, la nuova disciplina prevede: *i*) l'obbligo per i prestatori di servizi delle cripto-attività di raccogliere e verificare le informazioni, in linea con le procedure di adeguata verifica stabilite dalla proposta stessa; *ii*) l'obbligo per i prestatori di servizi per le cripto-attività di trasmettere all'Autorità competente le informazioni di coloro che beneficiano del servizio; *iii*) l'obbligo in capo a quest'ultima di trasmettere le informazioni ricevute all'Autorità competente dello Stato membro in cui risiede il fruitore del servizio.

L'insieme di dati così acquisiti consentirà una più agevole predisposizione degli accertamenti fiscali opportuni che, fino a qualche tempo fa, risultavano di difficile esecuzione a causa dell'assoluto anonimato del meccanismo di scambio e detenzione delle cripto-attività.

ALTRI TEMI DI INTERESSE PER LA PROFESSIONE

ANDAMENTO CONGIUNTURALE (*)

1. Andamento Congiunturale.

Nel 2022 le previsioni macroeconomiche per l'economia USA indicavano un rallentamento dell'economia, in alcuni casi una recessione. La prima potenza mondiale, invece, ha resistito molto meglio delle previsioni anche se nell'ultimo trimestre del 2023 si è osservata una moderazione del ritmo di crescita. La discesa dell'inflazione ha dato sostegno ai salari reali il cui aumento ha permesso di mantenere i consumi elevati durante l'intero anno. Il deficit pubblico su livelli estremamente elevati e osservati soltanto durante periodi di crisi economica ha fornito un ulteriore elemento di aiuto alla crescita USA. Le condizioni finanziarie, tuttavia, sono rimaste restrittive e gli impatti delle manovre delle Banche Centrali si stanno gradualmente dispiegando sull'economia reale. Alla luce di questa considerazione, per il 2023 è stimata una crescita comunque solida al 2,3% ma si prevede un rallentamento ad un ritmo più contenuto, pari allo 0,8%, per il 2024. L'ipotesi di una recessione appare improbabile, anche grazie al proseguimento di un elevato livello di spesa pubblica per il prossimo anno.

Per quanto riguarda l'inflazione, sono stati raggiunti obiettivi significativi. Il tasso di crescita dei prezzi è sceso da oltre il 6,0% all'inizio dell'anno al 3,4% a dicembre 2023. Il calo ha coinvolto in maniera differente le diverse componenti dell'inflazione ma i progressi sono stati notevoli anche nelle componenti più vischiose. Un tasso di disoccupazione ancora vicino ai minimi storici, tuttavia, mantiene i rischi inflattivi relativamente elevati. Il livello dei tassi di interesse ufficiali al 5,25-5,50% dovrebbe però contenere questi rischi insieme al raffreddamento dell'economia che dovrebbe allentare la domanda di beni e servizi. Per gli USA, nel 2023 prevediamo una crescita dei prezzi al 4,2% mentre per il 2024 questa dovrebbe diminuire al 2,8%.

La moderazione della crescita e il calo dell'inflazione dovrebbero indurre la Federal Reserve (Fed) a tagliare i tassi a partire da giugno 2024. Prevediamo tre tagli ai tassi ufficiali nel corso del 2024 ma non di più. L'inflazione, infatti, è destinata a mantenersi più elevata che in passato in maniera

(*) A cura di Alberto Fadelli, Manuela Maccia e Alberto A. Bianchi.

strutturale a causa di molteplici fenomeni quali ad esempio il “*re-shoring*” delle catene di approvvigionamento.

L'Eurozona, a differenza degli USA, ha vissuto un anno più travagliato. Il motore principale dell'economia dell'Area Euro, la Germania, ha sperimentato una crescita anemica per l'intero 2023. Il proseguimento della guerra in Ucraina, con il conseguente venire meno della principale fonte di energia a basso costo (ossia il gas russo), e le difficoltà attraversate dall'economia cinese hanno pesato sull'economia tedesca e quindi, a sua volta, sull'Eurozona. La buona tenuta dell'economia globale, tuttavia, ha permesso comunque una discreta crescita in aggregato dell'Area Euro. Si prevede un aumento del PIL dell'Eurozona dello 0,7% per il 2023 in linea a quello stimato per il 2024. La ripresa dell'economia cinese rappresenta un elemento di sostegno per l'Eurozona.

Anche tra i Paesi membri dell'Euro l'inflazione ha registrato un calo durante il 2023. La Banca Centrale Europea (BCE) ha portato il tasso di deposito al 4,0% restringendo le condizioni finanziarie per famiglie e imprese. La crescita anemica ha inoltre avuto un impatto sui consumi e la domanda di credito si è ridotta, lasciando buone indicazioni sul percorso futuro dell'inflazione. Tuttavia, i prezzi dell'energia, che si sono raffreddati durante buona parte dell'anno, hanno registrato un incremento nei mesi finali rinnovando il rischio di una crescita dei prezzi per il breve/medio periodo. Per il 2023 l'inflazione dovrebbe attestarsi al 5,7% per poi scendere al 2,9% nel 2024.

Il tasso di deposito al 4,0% per la BCE rappresenta, con buone probabilità, il picco dei tassi di interesse ufficiali. L'economia dell'Eurozona è stata debole nel 2023 e, alla luce dei principali dati macroeconomici, difficilmente recupererà lustro nel 2024. Se l'inflazione proseguisse il suo recente andamento, la BCE potrebbe allentare la politica monetaria a partire dal mese di giugno del 2024 e per poi ridurre i tassi ancora due volte entro dicembre.

In Giappone, dopo un primo semestre dinamico, l'economia ha dato segnali di rallentamento nella seconda parte del 2023. Tuttavia, l'economia dovrebbe evitare una recessione, grazie ai tassi d'interesse reali profondamente negativi che dovrebbero essere un buon supporto per i consumi e gli investimenti in futuro. Prevediamo una crescita del PIL nel 2023 del 2,1% e dell'1,0% nel 2024. Sul fronte inflattivo il Giappone ha avuto un problema meno pronunciato rispetto alle maggiori economie sviluppate. I prezzi sono aumentati anche nel Paese del Sol Levante ma c'è stata anche una certa soddisfazione nel Paese per il ritorno dell'inflazione dopo decenni di fasi deflattive che si sono alternate. Le previsioni di inflazione per il 2023 e il 2024 sono rispettivamente al 3,2% e al 2,3%.

La Bank of Japan (BoJ) ha compiuto un passo significativo verso la normalizzazione della politica monetaria, modificando il controllo della curva e consentendo ai rendimenti dei JGB a 10 anni di superare potenzialmente l'1,0%. Prevediamo che nel 2024 possa terminare il periodo di tassi di inte-

resse negativi nella primavera dell'anno prossimo alzando il tasso di riferimento dall'attuale -0,1% ad un livello appena sopra lo 0.

Concludendo l'analisi congiunturale con uno sguardo alla Cina, la seconda economia mondiale dovrebbe crescere del 5,2% nel 2023 e del 4,7% nel 2024. Il settore manifatturiero e gli investimenti infrastrutturali hanno beneficiato del sostegno della politica fiscale. Tuttavia, la debolezza del mercato immobiliare rimane il principale freno alla crescita.

L'inflazione è completamente rientrata nel Paese del Dragone e dagli ultimi dati emersi nel 2023 si osserva una tendenza deflazionistica. Anche se in parte dovuto alla notevole riduzione dei prezzi degli alimentari, la discesa dei prezzi è anche riflesso di una debole domanda interna che continua a languire. Nel 2023 la crescita dei prezzi dovrebbe essere dello 0,5% per poi risalire all'1,8% nel 2024.

La Banca Centrale cinese ha più volte allentato la politica monetaria ed è probabile che prosegua su questa strada anche nel 2024.

TABELLA 1 - Tasso di crescita del PIL (%)

	2023 F	2024 F	Consenso 2023 (da Bloomberg)
USA	2,3	0,8	
Eurozona	0,7	0,7	0,6
Germania	-0,1	0,9	-0,3
Italia	0,9	0,5	0,7
Giappone	2,1	1,0	1,3
Cina	5,2	4,7	5,2
Mondo	3,0	2,8	2,6

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 Novembre 2023

TABELLA 2 - Inflazione CPI (%)

	2023 F	2024 F	Consenso 2023 (BBG)
USA	4,2	2,8	4,2
Eurozona	5,7	2,9	5,5
Germania	6,0	3,2	6,0
Giappone	3,2	2,3	2,9
Cina	0,5	1,8	0,8

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 Novembre 2023

2. Geopolitica.

La geopolitica è tornata con forza in primo piano nel corso degli ultimi due anni ed è destinata a rimanere al centro dell'attenzione anche per i prossimi. Non solo la guerra tra Russia e Ucraina e il conflitto in Medio Oriente, ma anche e soprattutto le rinnovate tensioni tra USA e Cina determineranno un nuovo equilibrio di accordi politici ed economici su scala globale. Il vantaggio tecnologico si configura come il fattore chiave per la leadership politica ed economica globale, ponendo gli Stati Uniti nel ruolo di leader e collocando la Cina come principale sfidante (con una propria strategia tecnologica). La corsa alla leadership tecnologica trasforma in un certo senso la gestione dei compiti a livello globale in una competizione per le risorse, dalle materie prime al capitale umano e all'istruzione, passando per il know-how e la proprietà intellettuale, mettendo a rischio la resilienza delle catene di approvvigionamento. Queste tensioni, così come altri conflitti e le restrizioni che ne derivano, stimolano la ricerca di nuove alleanze e accordi internazionali in regioni e Paesi orientati al commercio, come l'Europa, l'India, le nazioni della Penisola Araba o la Russia, e in quelli che mirano ad aumentare la loro partecipazione al commercio internazionale.

Indipendentemente dal partito che ha governato gli Stati Uniti a partire dal 2017, si è osservato un cambio di direzione dei flussi commerciali in questo senso, accompagnato da interventi commerciali come restrizioni all'esportazione o all'importazione. E queste non sono diminuite con l'inizio della presidenza di Joe Biden. Si stanno concludendo nuovi accordi commerciali ma, a differenza del passato, gli accordi multilaterali sono meno numerosi di quelli bilaterali. Il Nearshoring e il Friends-Shoring sono soluzioni di politica economica volte a migliorare la resilienza delle catene di approvvigionamento e garantire l'accesso alle risorse grazie a partner affidabili. Questo potrebbe portare alla nascita di nuove alleanze tra partner con interessi comuni a diversi livelli. Allo stesso tempo, gli sviluppi politici interni a ciascun Paese potrebbero avere una maggiore influenza sulle decisioni di politica estera e sulle alleanze internazionali — non solo nelle società democratiche. Le elezioni previste per il prossimo anno, ad esempio negli Stati Uniti, nell'Unione Europea, in India e a Taiwan, sono quindi molto attese in tutto il mondo.

Le barriere commerciali come sanzioni o restrizioni e modifiche agli accordi politici o economici potrebbero rappresentare una sfida per le economie aperte basate sul commercio estero. USA e Cina potranno più o meno limitarsi a soddisfare la propria domanda interna e a commerciare con i loro partner più stretti. Al contrario, le economie orientate all'esportazione, come la Germania e il Giappone, saranno colpite più duramente dalle sanzioni e dai problemi sulle catene di approvvigionamento.

3. Economia.

In un mondo sempre più multipolare, che sta cambiando ad un ritmo

senza precedenti grazie ai progressi tecnologici, una delle principali sfide che le economie nazionali devono affrontare è come generare una crescita economica sostenibile, dove con quest'ultimo termine si intende sia "di lungo termine" ma fa riferimento anche ad un'esplicita considerazione delle tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG).

Per raggiungere questo obiettivo nei prossimi anni verranno investite migliaia di miliardi di dollari USA in tutto il mondo. Programmi di investimento mirati a tali obiettivi includono il piano per le infrastrutture approvato nel 2021 e l'*Inflation Reduction Act* negli Stati Uniti, nonché il fondo di rilancio *NextGenerationEU* in Europa. Tuttavia, diversi piani di investimento sono stati promossi anche in molte altre regioni del mondo. Il programma *NextGenerationEU* in particolare, che insieme al bilancio di lungo termine dell'Unione Europea (il cosiddetto "Quadro finanziario pluriennale") fornirà investimenti per oltre 2 mila miliardi di euro fino al 2027, testimonia le possibilità di una spesa mirata. A differenza degli Stati Uniti, dove sembra che i fondi vengano distribuiti in modo dispersivo, in Europa l'allocazione dei capitali è legata all'attuazione di riforme specifiche. Questo processo potrebbe richiedere più tempo, ma definisce un quadro chiaro che convoglia gli investimenti in aree prioritarie sia per il governo che per la società: mercato del lavoro, energie rinnovabili, digitalizzazione, tutela dell'ambiente, mobilità elettrica e diversità. Sia negli Stati Uniti che in Europa si renderà necessario attrarre anche investitori privati poiché questi sono più attenti all'uso efficiente del capitale. L'Europa, in particolare, sembra essere sulla strada giusta, ma le misure adottate finora sono ancora lontane dal raggiungere il loro obiettivo. È proprio grazie anche ai vasti programmi di investimento che non si prevede una recessione in nessuna delle principali aree geografiche nel 2024.

4. Inflazione.

Negli ultimi 18 mesi, la lotta all'inflazione è stata la questione dominante in materia di politica monetaria per molte delle principali Banche Centrali del mondo, anche se non per tutte. Mentre i prezzi sono aumentati notevolmente soprattutto in Europa e negli Stati Uniti, le economie asiatiche, ad esempio, hanno avuto pochi problemi di tassi d'inflazione molto elevati. A dire il vero, in Cina i timori di un'imminente deflazione sono aumentati di recente.

I tassi d'inflazione annuali sono diminuiti in modo significativo, in parte come conseguenza del calo dei prezzi dell'energia, degli effetti base favorevoli e dei tassi d'interesse più elevati nel mercato dei capitali in seguito alle politiche monetarie restrittive. Le Banche Centrali come la Fed e la BCE hanno diminuito il ritmo dei rispettivi piani di stretta monetaria. Tuttavia, è improbabile che riportino i tassi ufficiali ai bassi livelli del recente passato, anche dopo il 2024. Occorre anche aggiungere che esiste ancora la possibilità

che si possano verificare di nuovo effetti primari sull'inflazione, ad esempio nel caso in cui i prezzi del petrolio dovessero salire di nuovo in maniera significativa nel 2024, con un impatto diretto sui prezzi dei beni al consumo e dei servizi. Questo potrebbe ritardare qualsiasi allentamento della politica monetaria.

Infine, in tutte le regioni, la transizione necessaria verso un'economia verde potrebbe avere un effetto inflazionistico nel lungo termine. Questo perché un cambiamento sostenibile porterà inevitabilmente ad una maggiore domanda di materie prime e ad un aumento dei prezzi, ad esempio, dei metalli industriali. In particolare, in molti Paesi la politica fiscale espansiva sembra giocare un ruolo significativo: la correlazione tra misure di investimento pubblico e prezzi è una delle lezioni ricavate dal periodo di iperinflazione degli anni Settanta.

5. **Obbligazionario.**

Con il calo dell'inflazione e l'aumento dei tassi d'interesse osservati nel 2023, nel corso dell'anno si è raggiunto un certo equilibrio sul mercato obbligazionario. Di conseguenza, dopo anni di tassi d'interesse estremamente bassi, l'universo investibile è tornato ad essere di nuovo completo grazie alla rinnovata attrattività delle obbligazioni come asset class — e, a nostro avviso, è probabile che rimanga tale nel prossimo futuro.

L'andamento dei tassi d'interesse reali, cioè corretti per l'inflazione, offre ai potenziali investitori obbligazionari motivo di soddisfazione. I tassi reali si trovano ora in territorio positivo — in alcuni casi in modo significativo — in tutti i principali segmenti del mercato obbligazionario. Nel 2024 prevediamo un rendimento a singola cifra, da media a elevata, sulla maggior parte dei mercati obbligazionari mondiali.

Con i tassi di interesse ufficiali attesi rimanere su livelli elevati, seppur in calo da quelli attuali, e la crescita rimanere positiva, crediamo questo connubio dovrebbe produrre la fine all'inversione della curva dei rendimenti del Treasury USA grazie ad un calo maggiore dei tassi sulla parte breve della curva. Prevediamo un rendimento del Treasury a 2 anni al 3,95% entro dicembre 2024 e al 4,2% per quello a 10 anni. Ci aspettiamo di osservare una dinamica simile anche in Eurozona con la curva del Bund in normalizzazione. Stimiamo che il rendimento del Bund a 2 anni e a 10 anni scendano rispettivamente al 2,50% e al 2,70% nel corso del 2024.

Nonostante i buoni rendimenti offerti dai titoli governativi, le obbligazioni societarie ci appaiono più attraenti dei titoli di Stato, grazie ad un extra-rendimento interessante unito a dei solidi fondamentali. Le obbligazioni societarie di qualità, grazie ai rendimenti elevati, inoltre, potrebbero beneficiare di un possibile ritorno di flussi di capitale da forme di investimento alternative, come quello immobiliare. Anche se più elevato in termini

assoluti, le obbligazioni societarie ad alto rendimento (HY) incorporano un rischio troppo elevato di fronte ad un contesto di dati economici in rallentamento e tassi di insolvenza in risalita. I problemi di rifinanziamento, specie per gli emittenti più speculativi, riducono l'attrattiva del segmento.

Infine, Ci aspettiamo che i titoli sovrani EM potrebbero andare incontro ad un calo degli spread nel segmento HY grazie agli aiuti fiscali dell'autorità internazionale per supportare le finanze pubbliche. Allo stesso modo, anche il credito EM dovrebbe vedere una compressione degli spread, specie nel segmento HY, grazie ad una politica monetaria di supporto per i mercati dei Paesi sottostanti.

TABELLA 3 - Previsione di rendimento per le obbligazioni sovrane in %

	Target Dicembre 2024
Treasury USA 2 anni	3,95
Treasury USA 10 anni	4,20
Treasury USA 30 anni	4,45
Germania (2 anni)	2,50
Germania (10 anni)	2,70
Germania (30 anni)	3,00
Regno Unito (10 anni)	4,20
Giappone (2 anni)	0,35
Giappone (10 anni)	1,15

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 Novembre 2023

TABELLA 4 - Tassi di riferimento delle Banche Centrali in %

	Target Dicembre 2024
USA (federal funds rate)	4,50-4,75
Eurozone (deposit rate)	3,25
Regno Unito (repo rate)	4,75
Giappone (overnight call rate)	0,25

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 Novembre 2023

6. Azionario.

Nel 2023 il movimento registrato dall'azionario ha sorpreso parecchi investitori. Il consensus della comunità finanziaria prevedeva una recessione nelle maggiori economie sviluppate, pertanto, l'attesa diffusa era a favore di una performance molto contenuta se non nulla o addirittura negativa. La sorprendente resilienza dell'economia americana soprattutto, e in parte quella

di alcuni Paesi dell'Eurozona, hanno permesso ai mercati azionari di registrare ottime performance nel 2023. In autunno, un rapido e consistente aumento dei tassi di interesse a lunga scadenza aveva imposto una correzione agli indici azionari i quali, tuttavia, sono rimbalzati rapidamente nelle settimane successive grazie proprio al calo dei rendimenti. Le dichiarazioni più accomodanti dei banchieri centrali e la pubblicazione di dati macroeconomici che lasciavano intravedere la possibilità di un *soft landing* hanno concesso nuovamente respiro all'azionario globale.

Per il 2024, una crescita economica moderata, un'inflazione in calo e la prospettiva di tagli dei tassi d'interesse da parte delle Banche Centrali costruiscono un contesto favorevole macroeconomico per i mercati azionari, anche perché storicamente è dimostrato che gli utili delle aziende diminuiscono raramente al di fuori dei periodi di recessione. Anche se non sarà necessariamente facile per le aziende mantenere i buoni utili registrati negli ultimi mesi anche nel 2024, dato che è atteso un rallentamento dell'economia, siamo convinti che in linea di massima dovrebbe essere possibile proseguire in questa direzione. Nel 2024 prevediamo una crescita degli utili per azione del 10% a livello globale, crescita appena superiore alla doppia cifra negli Stati Uniti e elevata ma singola cifra in Europa. Le nostre previsioni rimangono comunque leggermente inferiori a quelle della comunità degli analisti a livello globale.

In termini geografici, gli Stati Uniti appaiono il mercato più interessante per gli investitori azionari nonostante le valutazioni elevate, soprattutto perché ci si aspetta che l'economia statunitense eviti una recessione (*soft landing*). Il mercato è esposto in modo significativo a temi fondamentali come l'intelligenza artificiale, la digitalizzazione e il cloud computing. Riteniamo che il mercato azionario europeo meriti una maggiore attenzione, anche grazie alle valutazioni relativamente basse e soprattutto perché la Cina — un importante partner commerciale — sembra essersi rimessa in carreggiata da un punto di vista economico. Per gli investitori che cercano un'esposizione all'Asia, il Giappone rappresenta un'opzione promettente, in particolare insieme alla Cina, dove prevediamo un'elevata crescita degli utili nel 2024 in un contesto di valutazioni favorevoli. Tuttavia, per quanto riguarda la Cina occorre precisare che l'investimento nelle azioni del Paese presenta un'elevata sensibilità ai rischi geopolitici. L'India rimane un'opzione interessante per gli investitori in una prospettiva di investimento a lungo termine. Sebbene le valutazioni siano molto elevate, lo sono anche le opportunità di crescita, in parte legate ad un mercato interno molto robusto.

TABELLA 5 - Indici azionari

Target	Dicembre 2024
USA (S&P 500)	4.700
Germania (DAX)	16.600
Eurozona (Eurostoxx 50)	4.400
Europa (Stoxx600)	465
Giappone (MSCI Japan)	1.520
Svizzera (SMI)	10.700
Regno Unito (FTSE 100)	7.400
Mercati Emergenti (MSCI EM)	1.010
Asia ex Giappone (MSCI Asia ex Japan)	640

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 Novembre 2023

7. Tassi di cambio.

Il 2023 è stato un anno relativamente tranquillo per i principali tassi di cambio. Tra le maggiori divise soltanto la Yen si è contraddistinto registrando un deprezzamento notevole rispetto alle valute primarie. Il motivo dell'eccessiva debolezza è da ricondurre alla differente politica monetaria perseguita dalla BoJ. Nonostante l'ex governatore Kuroda e l'attuale Ueda abbiano intrapreso un percorso verso la normalizzazione della politica monetaria ultra-espansiva adottata ormai da parecchi anni, sono state implementate misure a minore impatto rispetto ai rialzi dei tassi ufficiali. Per questo motivo, di fronte ai maggiori rendimenti offerti dalle altre divise, lo Yen ha perso attrattività e conseguentemente valore rispetto alle altre valute.

Per il 2024, le manovre delle Banche Centrali e le aspettative degli operatori a tal riguardo, come nel 2023, influiranno probabilmente in modo significativo sull'andamento dei tassi di cambio. Negli USA e nell'Eurozona l'andamento futuro delle politiche monetarie dovrebbe proseguire in maniera sincronizzata tagliando i tassi di interesse ufficiali della stessa entità e con tempistiche molto simili tra di loro. Pertanto, il cambio EUR/USD dovrebbe continuare a mantenersi all'interno di un range molto ridotto e prevediamo che il tasso di cambio raggiunga l'1,10 a dicembre 2024. Riconosciamo, tuttavia, possibili fattori che potrebbero essere di sostegno al dollaro tra cui, in primis, la sua funzione di bene rifugio di fronte all'intensificarsi delle crisi geopolitiche.

Rimanendo in Europa, la sterlina dovrebbe beneficiare di un allentamento monetario probabilmente più tardivo rispetto alle Fed e alla BCE. L'economia del Regno Unito, infatti, sta avendo maggiori problemi nel rientro

dell'inflazione, pertanto, la Bank of England potrebbe esitare di più prima di tagliare i tassi di riferimento.

In Asia, come detto, lo Yen ha avuto un anno complicato. Tuttavia, la situazione dovrebbe cambiare nel prossimo anno se la Bank of Japan (BoJ) diventasse l'unica grande Banca Centrale al mondo ad aumentare il proprio tasso di interesse di riferimento in modo duraturo. Le nuove trattative salariali in programma per la primavera del prossimo anno dovrebbero portare ad un altro ciclo di forti aumenti, incrementando le probabilità che l'inflazione rimanga sopra l'obiettivo della Banca Centrale. Il tasso ufficiale è a -0,1% dal 2016 e un potenziale rialzo potrebbe far salire il tasso d'interesse almeno marginalmente oltre la soglia dello 0%. Prevediamo che il cambio USD/JPY arrivi a 146 a dicembre del 2024.

Guardando infine alla Cina, il renmimbi dovrebbe rimanere ben supportato. Il PIL della Cina dovrebbe risultare vicino all'obiettivo del governo vicino al 5,0% e i tagli dei tassi di riferimento nei Paesi occidentali dovrebbero ridurre i differenziali di rendimento con la valuta cinese. Un elemento di attenzione, infine, è dato dai flussi di capitale che potrebbero pesare sulla divisa in relazione anche alla sensibilità degli asset del Paese agli sviluppi geopolitici.

TABELLA 6 - Tassi di cambio

Target	Dicembre 2024
EUR/USD	1,10
EUR/JPY	161
EUR/CHF	0,98
EUR/GBP	0,87
USD/CNY	7,35

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 Novembre 2023

8. Materie Prime.

Negli ultimi due trimestri del 2023, i mercati delle materie prime hanno registrato una certa volatilità che si è concentrata soprattutto sulle quotazioni del petrolio. Dopo un aumento significativo durante l'estate ed un prezzo di oltre 90 USD al barile a settembre, i prezzi dei benchmark Brent e WTI sono scesi bruscamente. Le ragioni di questa tendenza al ribasso includono le previsioni del governo statunitense secondo cui la domanda pro capite dei cittadini americani potrebbe scendere, nel 2024, al livello più basso degli ultimi 20 anni, mentre la produzione petrolifera degli Stati Uniti potrebbe aver già raggiunto il picco. Anche la revoca delle sanzioni statunitensi sulle importazioni di petrolio venezuelano sulla scia delle riforme elettorali del

governo di Nicolás Maduro ha probabilmente sostenuto l'andamento dei prezzi. Inoltre, la temuta carenza di offerta in seguito all'attacco terroristico di Hamas contro Israele il 7 ottobre, che inizialmente aveva fatto salire nuovamente i prezzi per alcuni giorni, non si è concretizzata. L'equilibrio tra domanda e offerta sarà cruciale nel 2024 e ci aspettiamo che il prezzo del petrolio si stabilizzi su un livello più elevato. I tagli volontari alla produzione da parte dei Paesi dell'OPEC+ dovrebbero sostenere i prezzi nel medio termine. L'organizzazione dei Paesi produttori di petrolio rimarrà sensibile ai prezzi e si limiterà a ridurre i tagli in modo da non incidere in maniera significativa sui prezzi. Sul fronte della domanda, dall'autunno 2023 si sono registrati livelli record con una media di 103 milioni di barili al giorno. Le ragioni di questo fenomeno includono naturalmente la parziale sostituzione del gas naturale russo con prodotti petroliferi e il deciso andamento economico, anche se un po' più debole, della Cina. Se nella seconda metà del 2024 si registrerà una graduale ripresa economica negli Stati Uniti, come ci aspettiamo, ciò dovrebbe fornire un ulteriore sostegno alla domanda di petrolio e quindi supportarne i prezzi. La nostra previsione di prezzo per il Brent è di 88 USD al barile a fine 2024.

A differenza del prezzo del petrolio, il prezzo dell'oro ha reagito al conflitto in Medio Oriente con un aumento significativo che si è mantenuto nel tempo. Il metallo prezioso ha così confermato il suo ruolo di bene rifugio in tempi di crisi economica e politica. Questa correlazione potrebbe sostenere il prezzo dell'oro anche nel 2024. Con la fine del ciclo di rialzi dei tassi d'interesse che ci attendiamo, il prezzo dell'oro potrebbe mostrare un ulteriore potenziale e assumere una funzione di copertura se aggiunto in portafoglio. Prevediamo che il prezzo dell'oro alla fine del 2024 sarà di 2.250 USD per oncia.

TABELLA 7 - Materie prime in USD (previsione a dicembre 2023)

Target	Dicembre 2024
Petrolio (Brent Spot)	88
Oro	2.250

Fonte: Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 Novembre 2023

9. ESG.

L'impatto dei fattori ESG sugli investimenti rimane complesso ma è fondamentale comprenderlo. Si pensi ad esempio al settore energetico e al processo di "transizione energetica" verso fonti più sostenibili. Le fonti rinnovabili e l'energia pulita costituiscono ormai il percorso condiviso della transizione dai combustibili fossili mentre la capacità dell'energia solare ed eolica continua ad aumentare. Tuttavia, il 2023 ha visto i titoli azionari dell'energia pulita (e dei relativi fondi) registrare una performance deludente

rispetto al mercato e anche rispetto a quella di alcuni produttori di idrocarburi. In una certa misura, si può sostenere che le recenti battute d'arresto negli investimenti nell'energia pulita siano un segno del successo del settore. L'energia pulita è ormai accettata come mainstream e il fatto che possa essere classificata come investimento ESG non significa che sia immune dalle normali considerazioni di mercato e di investimento.

La sensibilità al contesto macroeconomico è particolarmente evidente se ci si sofferma sulle start-up o piccole società che operano nel settore dell'energia pulita. Molti sono stati vittime dell'aumento dei tassi d'interesse. Le start-up (nel settore energetico o in altri settori) necessitano di finanziamenti e i tassi d'interesse elevati possono mettere a dura prova la loro capacità di far fronte al debito. Inoltre, le valutazioni delle start-up dipendono spesso in misura maggiore dalla previsione di flussi di cassa attesi rispetto a quella degli operatori storici. Più i tassi d'interesse aumentano, più questi flussi futuri vedono il proprio valore attuale ridursi, riducendo a sua volta l'attrattiva di un'azienda per gli investitori.

Pertanto, per il 2024, dovremmo innanzitutto renderci conto che gli investimenti ESG soffriranno di molti degli stessi aspetti positivi e negativi degli investimenti non ESG. Il peso del debito, come in ogni settore in evoluzione, può anche innescare un processo di consolidamento del mercato stesso in cui solo pochi grandi operatori sopravvivono — una fattispecie che si è osservata nel settore dell'eolico offshore di recente. In secondo luogo, bisogna fare attenzione ad assumere una prospettiva macroeconomica. Nel lungo periodo, l'andamento del mercato nel settore degli idrocarburi lascia intravedere ancora un'industria destinata al declino. In terzo luogo, l'energia pulita e altri investimenti ESG dovrebbero essere sempre presi in considerazione in relazione al processo di transizione sostenibile. Concentrarsi solo sull'esclusione (ad esempio, non investire negli idrocarburi) può ostacolare anziché favorire questo processo di transizione. Ad un certo punto potrebbe essere più sensato, in termini di ritorni ambientali e rendimenti finanziari, investire in imprese con attività non ESG che si impegnano in un percorso di miglioramento ambientale e riduzione delle emissioni di carbonio (e sono in grado di mostrare risultati trasparenti).

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

DIRITTO CIVILE

DE STEFANO F., GIORDANO R. (a cura di), *Manuale degli ausiliari dell'esecuzione immobiliare*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2024, pagg. 1192, 115,00 euro.

L'esecuzione civile è un momento immancabile nella tutela del credito, che giustifica la sostituzione dell'ordinamento al debitore inadempiente verso l'attuazione dell'altrui diritto e, dunque, insensibile al comando dello Stato. Serie e gravi sono le ripercussioni di questi adempimenti sull'economia nel suo complesso, sull'efficienza del cd. "Sistema Paese" e sull'effettività della tutela del diritto.

Il Legislatore ha riscoperto la centralità della materia e ha puntato sulle professionalità esterne per rendere sempre efficiente il sistema dell'esecuzione civile e, al suo interno, quello più delicato ed economicamente rilevante delle esecuzioni immobiliari.

Quanto alla stima dei beni, alla loro custodia e alla delega delle operazioni della loro vendita, le professionalità esterne rivestono, oggi, un ruolo rinnovato ed importante. Ma i compiti che possono essere oggi affidati sono sempre più complessi.

Il manuale, redatto da studiosi, giudici ed esperti del settore, si propone di fornire ai professionisti operanti nella vendita delegata nozioni ed inquadramenti di dottrina e giurisprudenza, indicazioni, suggerimenti, consigli, esempi, formule, utili strumenti per fronteggiare le più svariate situazioni concrete in cui potrebbero venirsi a trovare nella pratica di ogni giorno, anche sul piano fiscale e rispetto alle numerose problematiche correlate alla stima dell'immobile.

DIRITTO COMMERCIALE

AA.Vv., *Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di atti societari*, Wolters Kluwer, Milano, 2023, pagg. 896, 60,00 euro.

In questa nuova edizione vengono pubblicati gli orientamenti in materia di diritto societario, e le relative motivazioni, approvati nel 2022 e nel 2023

dalla Commissione Società del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie.

In particolare, nel 2022 sono stati approvati 9 orientamenti, tra i quali si segnalano quello che riconosce la natura di “atto senza parti” al verbale di assemblea e le conseguenze di tale riconoscimento nell’attività di verbalizzazione delle assemblee telematiche; quelli che ammettono la scissione inversa “estrema”, nonché quello che affronta i temi ESG (acronimo di “*Environment, Social, Governance*”), ossia l’esercizio di attività economiche utilizzando modelli di *business* sostenibili. Nel 2023 sono state invece affrontate alcune questioni imposte dalle nuove normative entrate in vigore, sono stati quindi elaborati orientamenti sulla scissione per scorporo introdotta nel codice civile dal nuovo art. 2506.1 e sui poteri dell’assemblea dei soci in pendenza del procedimento di risoluzione della crisi. Sono stati anche elaborati alcuni orientamenti sulla scissione negativa, tematica da lungo tempo dibattuta e mai risolta definitivamente.

CARMIGNANI S., *Introduzione allo studio delle società agricole, Collana Diritto Agrario e Ambientale*, Wolters Kluwer, Milano, 2023, pagg. 124, 16,00 euro.

Il breve lavoro di Sonia Carmignani nasce dalla considerazione che, se l’analisi dello strumento societario in agricoltura ha inizialmente preso le mosse dalla valutazione delle condizioni di mercato dell’attività primaria, oggi la società in agricoltura assume un ruolo che non è solo legato al mercato, ma che può avere significative ricadute in ambito della tutela ambientale nella concreta attuazione degli obiettivi della nuova politica agricola comune (PAC), connessi alla sostenibilità della produzione agroalimentare, in termini di efficienza ed efficacia dell’azione pubblica. Lo schema societario consente infatti agli imprenditori la definizione di strategie coordinate, la creazione di un sistema decisionale inclusivo, la combinazione di effetti ambientali ed economici non pienamente raggiungibili attraverso l’approccio individualistico legato alle singole aziende, specie laddove gli obiettivi dell’agroecologia e della transizione ecologica passano dalla necessaria ristrutturazione dei modelli produttivi aziendali, con inevitabili costi a carico dei singoli imprenditori. In questa prospettiva, guardando al mercato e guardando alla transizione ecologica, l’attenzione alla società in agricoltura consente spunti di riflessione, facendo nascere un rinnovato interesse per le implicazioni giuridiche che gli articoli 2247 segg. cod. civ. producono quando la società assume ad oggetto l’esercizio di un’attività agricola.

ECONOMIA AZIENDALE

BRUNI F., FRANCO S., *Economia dell’impresa e dell’azienda agraria*, FrancoAngeli Editore, 2023, pagg. 280, 35,00 euro.

Nel periodo in cui in Italia si sono sviluppati gli studi di economia agraria

ed è stata data un'impostazione organica a tutta la materia, la realtà agricola era profondamente diversa. Giuridicamente l'imprenditore agricolo, e di conseguenza l'impresa agraria, non esisteva. L'attività agricola veniva condotta come espressione del diritto di proprietà e gli studi economici avevano come oggetto l'azienda, isolata dal contesto del patrimonio del titolare.

Con il passare del tempo si sono affermate in agricoltura nuove tipologie d'impresa per le quali gli schemi di analisi nati per l'azienda non risultavano più adatti. Era necessario adeguare gli schemi alle nuove necessità, trasferendo le opportune metodologie dagli altri settori produttivi in cui erano da tempo utilizzate; bisognava, semplicemente, accogliere altre idee accanto a quelle vecchie. Si è preferito, invece, adattare la realtà agli schemi consolidati, confondendo l'azienda con l'impresa e finendo, in tal modo, per attribuire ai parametri economici significati che non potevano esprimere.

Con questo volume gli Autori, lungi dal portare a soluzione i complessi problemi dell'economia dell'impresa agraria, si pongono l'obiettivo di riordinare la materia proponendosi, nel contempo, di fornire un contributo per adeguarne i contenuti a una visione più attuale e operativa.

ECONOMIA INTERNAZIONALE

ROBERTS A., LAMP N., *Le sei facce della globalizzazione. Vincitori e sconfitti*, FrancoAngeli Editore, 2023, pagg. 420, 36,00 euro.

La liberalizzazione del commercio internazionale e le frontiere aperte (la cd. "globalizzazione") sono temi che suscitano aspre contrapposizioni politiche, dando vita a un caleidoscopio di tesi contrastanti, improbabili alleanze e ostilità inattese.

Nel tempo si è sentito infatti dire come ad esempio la globalizzazione abbia fatto "uscire" dalla povertà milioni di persone o, al contrario, la globalizzazione rappresenti un'arma dei ricchi per sfruttare i poveri o, ancora, la globalizzazione crei ponti al di là dei confini delle nazioni o, invece, la globalizzazione alimenti il populismo e la competizione tra grandi potenze che stanno facendo a "pezzi" il mondo.

Di qui, si rende necessaria una sorta di guida che, superando gli infuocati dibattiti pubblici sulle virtù e i vizi della globalizzazione economica, riveli le linee di frattura che dividono le opposte fazioni e i punti di accordo che potrebbero unirle.

Ma come affrontare questi argomenti in modo più proficuo? In questo ambito, si inseriscono con il loro volume Anthea Roberts e Nicolas Lamp, i quali cercano di andare al di là della confusione imperante, passando in rassegna gli interessi, le logiche e le ideologie che alimentano le insanabili divisioni alla base di tante dispute e decisioni politiche.

Per fare questo, gli Autori propongono sei narrazioni alternative sui pro

e sui contro della globalizzazione: dalla tesi un tempo dominante dei benefici per tutti (*win-win*) alla visione pessimista delle minacce che, come le pandemie e i cambiamenti climatici, gravano su tutti (*lose-lose*), fino alle varie narrazioni rivali di volta in volta concentrate su questi o quei vincitori e sconfitti della globalizzazione: dalla Cina alle fabbriche abbandonate della *rust belt* americana.

Anziché schierarsi con questa o quella narrazione, il volume fa emergere, di ognuna delle sei narrazioni, il valore di fondo, le sofisticate argomentazioni e le prove più persuasive cui si richiama. Lo scopo è quello in definitiva di stimolare sia i fautori che i critici della globalizzazione a effettuare nuove riflessioni sul tema. Per fare questo, gli Autori circoscrivono i conflitti sui valori su cui non c'è accordo (crescita contro sostenibilità, efficienza contro stabilità sociale) e sottolineano invece le convergenze, sviluppando un quadro olistico entro cui comprendere le attuali discussioni. Tutto ciò rappresenta anche, più in generale, un esempio concreto dell'utilità di affrontare in una prospettiva integrata problemi complessi come appunto è quello della globalizzazione economica.

ACAMPORA A., PRATESI C. A. (a cura di), *Economia circolare. La sfida del packaging*, FrancoAngeli Editore, 2023, pagg. 400, 45,00 euro.

La sfida futura, per le aziende e per chi opera nel mondo della cd. “*green economy*”, sarà riuscire a integrare i fondamenti del pensiero circolare nei propri modelli di *business* e nei prodotti, anche al fine di garantire una gestione sostenibile degli imballaggi.

Per fare questo serviranno competenze e professionalità nuove che uniscano capacità operative a una visione trasversale e sistemica. Questo volume si propone come strumento di studio e di formazione, oltre che per gli studenti di molteplici percorsi universitari (quelli di tipo scientifico-tecnologico, di taglio più umanistico, nonché quelli legati all'economia, al *management* e al diritto), anche per *manager* aziendali, pubbliche amministrazioni e consulenti ambientali. Il testo è stato concepito in due parti distinte ma fortemente integrate. Nella prima parte si affronta il tema dell'economia circolare nella sua accezione più ampia. Nella seconda parte, invece, si approfondisce l'ambito specifico e particolarmente rilevante del recupero degli imballaggi. L'obiettivo è quello di sistematizzare tutte le conoscenze acquisite in un'ottica circolare, confrontando le esperienze operative di CONAI con la letteratura scientifica del settore. Il volume è stato concepito dai suoi Curatori con un forte impianto teorico, illustrato da più di trenta studiosi in materia ambientale, accademici e tecnici esperti nella gestione dei materiali da imballaggio. Il risultato è un testo particolarmente ricco, dal taglio multidisciplinare, che tiene conto di volta in volta delle prospettive giuridiche, tecniche ed economico-gestionali.

FINANZA AZIENDALE

CANESTRI C., PAIS A., *Break Even Point Finanziario. Dal pareggio economico al pareggio di cash flow*, FrancoAngeli Editore, 2023, pagg. 128, 18,00 euro.

La formula del punto di pareggio economico (*break even point*) è stata codificata oramai quasi cent'anni fa e costituisce un concetto "classico" negli studi di economia aziendale e controllo di gestione. E, del resto, la formula, pur risentendo di alcuni limiti, viene a ancor oggi largamente impiegata, soprattutto in sede di *budget*, per determinare il livello di fatturato da raggiungere per pareggiare costi e ricavi. Il modello si fonda sulla possibilità di analizzare operativamente il comportamento dei costi al variare del volume di produzione e/o vendita, distinguendo tra costi fissi e costi variabili. Orbene, intervenendo sugli elementi della formula è anche possibile stimare il risultato aziendale in corrispondenza di un determinato livello di fatturato. Il modello però non tiene in alcuna considerazione la gestione finanziaria con i suoi vincoli. Invero, l'azienda potrebbe sì conseguire il pareggio economico, ma, al contempo, trovarsi nella condizione di non poter soddisfare il fabbisogno finanziario corrispondente al livello di fatturato realizzato. Gli Autori, attraverso una implementazione della formula del *break even point* economico, mettono a disposizione del lettore un algoritmo che permette di stimare il *break even point* finanziario, ossia il fatturato che consente di ottenere il pareggio dei flussi finanziari. Il modello proposto, quindi, mette in correlazione la gestione economica dell'azienda con la dinamica finanziaria fornendo le chiavi per intervenire sulla gestione operativa e individuare le leve di miglioramento. Gli esempi numerici presenti nel testo evidenziano la precisione e praticità dell'algoritmo nel processo di stima dei flussi di cassa.

VALUTAZIONE D'AZIENDA

BERNINI F., GIULIANI M., LA ROSA F. (a cura di), *La valutazione delle nanoimprese, degli studi professionali e dei consorzi*, Collana Studi di Valutazione d'Azienda, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2023, pagg. 258, 28,00 euro.

Con questo volume ci si concentra su quelle che, a torto, sono sovente classificate come "realità minori". Infatti, l'obiettivo che i curatori si sono posti è quello di esporre lo stato dell'arte e le *best practice* in tema di valutazione di nanoimprese, studi professionali e consorzi, ossia di quelle entità che — nonostante la loro capillare diffusione sul territorio nazionale e la loro conseguente rilevanza sul tessuto economico del Paese — non trovano il giusto "spazio" nella trattazione dei testi di valutazione d'azienda e ciò nonostante queste entità presentino caratteri significativamente diversi da quelli del prototipo aziendale tradizionalmente studiato.

Il volume si suddivide in tre distinte sezioni, una per ogni tipologia aziendale considerata (nanoimprese, studi professionali e consorzi). Ognuna di queste sezioni presenta poi al suo interno capitoli dedicati ai vari aspetti rilevanti ossia i profili definitivi, i profili giuridici, i *driver* del valore, la base informativa, i metodi valutativi e alcuni profili operativi specifici; il tutto, al fine di dare evidenza, tra l'altro, dei principali aspetti da considerare nell'ambito del processo valutativo, dall'analisi dell'azienda oggetto di stima alla formulazione del giudizio di valore.

CONDIZIONI DI ABBONAMENTO PER IL 2024

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 2023, 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	€ 185,00	€ 275,00
Diritto del commercio internazionale	€ 185,00	€ 275,00
Giurisprudenza commerciale	€ 235,00	€ 360,00
Rivista dei dottori commercialisti	€ 165,00	€ 240,00
Rivista delle società	€ 170,00	€ 250,00

Gli sconti non sono cumulabili

L'abbonamento alla rivista cartacea decorre dal 1° gennaio di ogni anno e dà diritto a tutti i numeri relativi all'annata, compresi quelli già pubblicati.

Il pagamento può effettuarsi direttamente all'Editore:

- con versamento sul **c.c.p. 721209**, indicando chiaramente gli estremi dell'abbonamento;
- **a ricevimento fattura** (riservata ad enti e società);
- acquisto on-line tramite sito "shop.giuffre.it"
- oppure tramite gli **Agenti Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A.** a ciò autorizzati (cfr. <https://shop.giuffre.it/shop>).

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)



Pubblicità inferiore al 45%
 Stampato da Galli Edizioni S.r.l. - Varese



21101958